

# Les déterminants de l'activisme des actionnaires minoritaires : insuffisance de gouvernance affichée ou de résultats financiers?

---

Quôc Thai HUYNH

Université Montesquieu Bordeaux 4

*Classification JEL* : G30 – *Réception* : novembre 2009 ; *Acceptation* : juin 2010

*Correspondance* : qth@hotmail.fr

*Résumé* : Depuis la loi NRE de 2001, le législateur a marqué son attachement au respect des règles de gouvernance formalisées depuis le rapport Viénot en 1995. Leur promotion a été relayée par des organismes de défense des actionnaires. Leur adoption se fait selon le principe de « respecter ou se justifier ». Malgré le signal positif qu'elles pourraient envoyer au marché, les firmes ne semblent pas toujours œuvrer dans l'intérêt de leurs actionnaires. Cette étude recherche les relations entre le risque d'activisme, la gouvernance et la performance financière. Quel est le profil des sociétés ciblées par l'activisme des actionnaires minoritaires?

*Mots clés* : gouvernance – activisme – droits des actionnaires.

*Abstract* : Since the NRE Act of 2001, French lawmakers have expressed their commitment to the rules of governance as formalized in the Viénot report of 1995. Such rules are promoted by associations of shareholder-rights defense. Their adoption is based on the principle of "comply or explain". Despite the positive signal they could send to the market, firms not always conform with the best interests of their shareholders. This research studies relationships between shareholder activism, corporate governance and financial performance. What is the profile of companies targeted by minority shareholder activists?

*Key words*: governance – activism – shareholders' rights.

Avant la crise financière liée aux « *subprimes* », les succès des fonds activistes spécialisés sur les questions de gouvernance comme TCI, Centaurus, Pardus ou Knight Vinke, sur de grandes sociétés des bourses européennes telles qu'Atos Origin, Valeo, Deutsche Börse ou ABN-Amro, ont constitué l'apogée de l'activisme en Europe.

En septembre 2009, les fonds TCI et Atticus ont annoncé qu'ils cessaient leur activité. Les mauvais résultats des sociétés et le manque de liquidité des marchés ont fortement diminué les opportunités des fonds activistes. La déroute des actionnaires de Natixis et de Gécina ont rappelé que l'activisme actionnarial n'est pas l'apanage uniquement des « sauterelles », comme ils sont surnommés en Allemagne. L'ADAM (association de défense des actionnaires minoritaires) est à la tête de ces procédures en France.

L'activisme actionnarial est à double facette. La question des droits des actionnaires minoritaires et de leur protection est un véritable problème pour tout législateur. Le renforcement des droits des actionnaires minoritaires a aussi bien profité aux actionnaires individuels, qui ont pu se défendre, qu'aux fonds activistes, qui ont pu profiter d'opportunités de croissance. En d'autres termes, des mesures défensives peuvent aussi servir de mesures offensives.

Les entreprises en prennent la mesure depuis la loi NRE 2001, renforcée en 2003 par la loi de Sécurité Financière, mais comme nous l'avons remarqué dans cette étude, il y a eu un temps d'adaptation pour les deux parties. C'est pourquoi cette période est importante car elle peut illustrer la relation entre gouvernance et régime juridique en France.

Une meilleure gouvernance peut permettre d'améliorer les performances (opérationnelles et financières) des firmes au travers d'une meilleure allocation des ressources et de plus d'efficacité dans les domaines concourant à la maximisation de la valeur pour les actionnaires (Claessens, 2006). Par conséquent, l'activisme actionnarial n'aurait pas de raison d'être si les firmes respectaient les critères de bonne gouvernance. La question posée est : sont-ils pertinents ?

L'objectif du présent travail est de savoir si le respect ou le non respect des critères prescrits par les codes de gouvernance dans les sociétés cotées a une influence sur l'activisme de leurs actionnaires minoritaires. À notre connaissance, le profil des firmes ciblées n'a pas encore été spécifiquement étudié en France.

## 1. L'activisme actionnarial

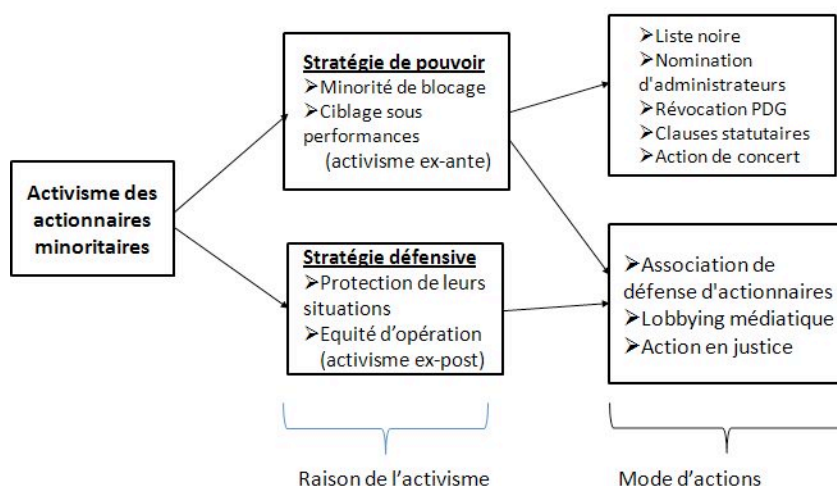
Aux États-Unis, les travaux théoriques et empiriques sont nombreux sur le thème de l'activisme des actionnaires (Gillan et Starks, 2007). Ce champ de recherche se retrouve aussi bien dans le domaine de la « *corporate governance* » que de la « *corporate law* », car l'activisme actionnarial est indissociable de la doctrine juridique (Hirigoyen, 2002). D'après Marens (2003), dès les années 40, ce sont quelques actionnaires individuels charismatiques qui sont à l'origine des premières actions à la suite d'une réforme du droit des actionnaires par la SEC.

Le Maux (2003) définit l'activisme comme « étant l'ensemble des actions et procédures engagées par un (ou plusieurs) actionnaire(s) extérieur(s) dans le but de modifier une ou plusieurs caractéristiques de la firme, et ceci afin de mieux répondre à ses ou (leurs) attentes, que celles-ci soient financières, sociales ou éthiques ». D'après Girard (2001, 2004), l'implication de chaque acteur et son degré d'incitation à surveiller le comportement des dirigeants de la firme dépendent de son degré d'aversion au risque, de ses ressources et de sa capacité de traitement de l'information. En d'autres termes, l'activisme a un coût pour l'initiateur.

Deux stratégies peuvent se dégager des objectifs des actionnaires minoritaires. La première peut être rassemblée sous l'égide de stratégie de pouvoir. C'est généralement un activisme *ex ante*, souvent dans l'idée d'atteindre une minorité de blocage pour peser sur les décisions de la firme, ou par le ciblage systématique d'entreprises sous performantes afin de modifier leur gouvernance, ou pour tirer profit de leur démantèlement. Quant à la seconde, la stratégie défensive est un activisme *ex post*, lorsque les minoritaires cherchent à protéger leur situation ou à contester l'équité d'une opération réalisée par la firme ciblée. La figure 1 résume ces stratégies.

La prise en compte de ces stratégies pose la question de la place des actionnaires minoritaires parmi les contre-pouvoirs alternatifs à la discipline du marché : « les actionnaires des sociétés cotées veulent qu'on leur rende des comptes et ne sont plus forcément disposés à entériner l'ensemble des résolutions présentées lors des assemblées générales » (Hirigoyen, 2002, p. 13). Le développement de la finance organisationnelle et de la réflexion sur la gouvernance ont largement contribué à une prise en compte du droit comme le souligne le même auteur.

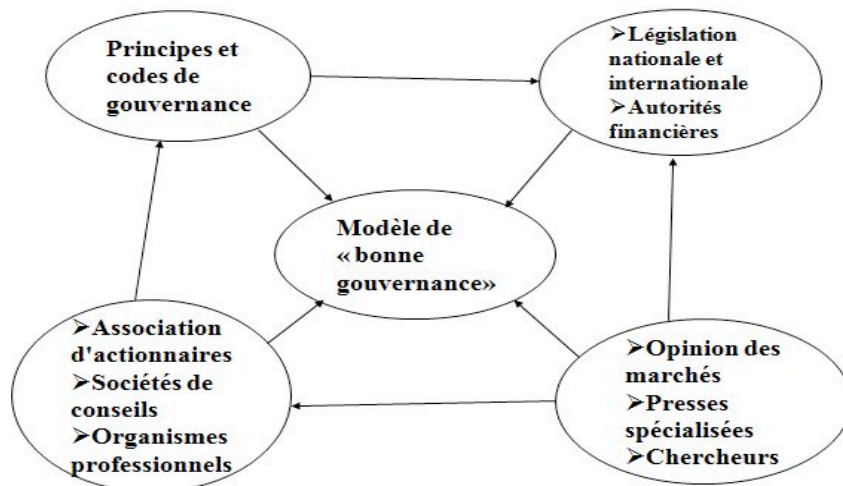
Figure 1 – Les objectifs de l'activisme actionnarial



Ce thème de recherche est un prolongement de la théorie de l'agence, dans un contexte où la dichotomie entre propriétaire et dirigeant est insuffisante pour prendre en compte la réalité des grandes sociétés cotées. La structure de propriété en France se caractérise par l'existence d'actionnaires minoritaires, de détenteurs de blocs de contrôle et de dirigeants (Bloch et Kremp, 1996 ; Albouy et Schatt, 2004). Les principaux freins à l'action des actionnaires sont formalisés depuis longtemps par la théorie des jeux. Les stratégies de passager clandestin et le dilemme du prisonnier reflètent en tous points le problème classique de coordination et de prise de décisions collectives en situation d'asymétrie d'information.

Les nombreuses sources sur la gouvernance (Rapport OCDE, 2003) constituent un corpus de principes et de règles important, même si de nombreux critères sont encore source de polémiques parmi les chercheurs. Il y a cependant un processus d'imitation des « bonnes pratiques » qui participe à l'élaboration d'une norme (Wirtz, 2009). Mais il ne faut pas oublier qu'Enron, avant sa faillite, respectait une grande partie des recommandations en matière de gouvernance. La figure 2 résume les interactions entre les différentes sources des critères de bonne gouvernance.

**Figure 2** – Les principaux prescripteurs en matière de « bonne gouvernance »



## 2. Les propositions de recherche

Dans la vision traditionnelle, le pouvoir des actionnaires est suffisant tant qu'ils peuvent voter à des moments clés de la vie des entreprises (OPA, batailles de procuration, etc.). Ils souscrivent à un arrangement équitable car le prix des actions comprend le droit de contrôle qui y est attaché (Easterbrook et Fischel, 1983, 1991). Logiquement, l'existence d'un marché organisé liquide dissuade l'activisme car les actionnaires sont amenés à voter « avec leurs pieds » (à vendre). Dans de nombreuses situations, les cours sont cependant trop bas pour que les actionnaires revendent leurs actions sans perdre une part significative de leur patrimoine (par exemple, Eurotunnel ou Rhodia). C'est pourquoi en dépit du coût d'une campagne d'activisme, les minoritaires peuvent chercher quels éléments ils pourraient modifier pour que les cours remontent.

D'un point de vue théorique, un monitoring accru sur les dirigeants augmente la performance de la firme ce qui implique une relation entre activisme actionnarial (*ex ante* ou *ex post*) et performance financière (Jensen et Meckling, 1976). Par conséquent, le renforcement des prérogatives des actionnaires ne peut être que bénéfique pour la maximisation de la valeur de la firme.

Les théories sur la gouvernance indiquent qu'un certain nombre de mécanismes peut atténuer le comportement opportuniste des dirigeants. En France, le législateur a retenu le principe de « respecter ou se justifier » pour l'adoption des critères de bonne gouvernance, afin de laisser de la souplesse aux entreprises et éviter le caractère trop normatif souligné par Charreaux (2008). Leur caractère facultatif n'enlève en rien l'objectif principal de ce corpus de recommandations, soit la mise en place de contre pouvoirs au sein des sociétés cotées.

Il est alors possible de se demander si un meilleur respect des critères de bonne gouvernance rend les sociétés moins vulnérables à l'activisme. Des questions de recherche se posent en termes de modification de la structure de gouvernance des firmes ciblées suite à l'activisme d'actionnaires minoritaires, ainsi que d'existence de caractéristiques communes aux firmes ciblées en termes de structure de gouvernance. Afin de répondre à ces interrogations, un ensemble de propositions de recherche a été constitué :

H1 : Le niveau de performance a un impact négatif sur la probabilité d'occurrence de l'activisme des actionnaires.

H2 : Le niveau de respect des critères de bonne gouvernance est corrélé négativement avec la probabilité d'occurrence de l'activisme.

H3 : La structure du contrôle a un impact sur l'activisme.

H4 : La nature du contrôle a un impact sur l'activisme. Le caractère managérial est corrélé avec la probabilité d'occurrence de l'activisme.

### **3. Démarche méthodologique**

L'idée générale est de mettre en place un outil capable de comparer la structure de gouvernance des sociétés cotées. Dans la mesure où aucune base de données n'existe sur cette question, il a fallu en concevoir une à partir des documents et des informations disponibles.

#### ***3.1. Constitution de l'échantillon et collecte de données***

L'étude porte sur les sociétés cotées du SBF 120 dont les informations sont publiques. Seule la population récurrente des quatre exercices (2001, 2002, 2003, 2004) est retenue afin d'étudier les réactions des entreprises aux prises de position des actionnaires minoritaires. L'ensemble de la population n'étant pas homogène sur la période, plusieurs entreprises ont été exclues : celles qui ont connu un changement

important ou pour lesquelles les informations étaient indisponibles, ainsi que les sociétés d'assurance et les banques, les SCA et les sociétés de droit néerlandais. L'échantillon final comporte 71 sociétés sur la période étudiée, soit 284 observations. Les données relatives aux sociétés ont été obtenues à partir des rapports annuels et des documents de référence disponibles.

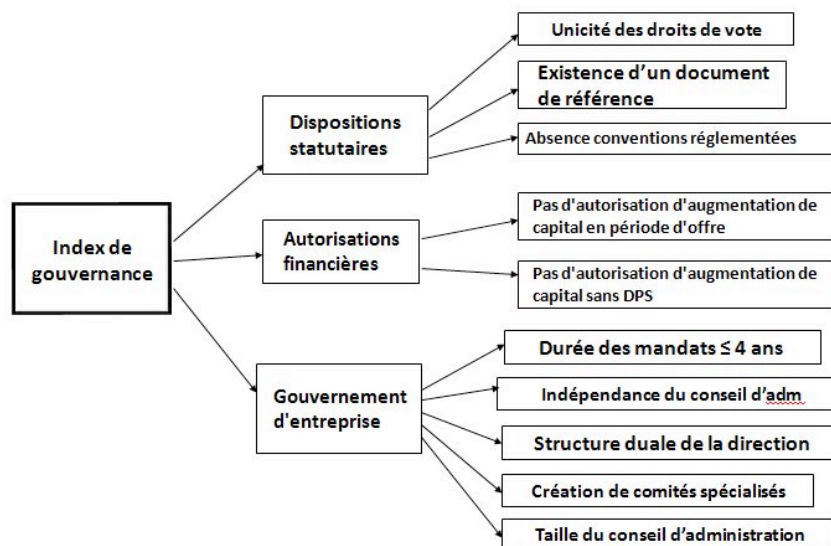
### **3.2. Définition des variables : index de gouvernance, performance financière et structure de propriété**

La constitution d'un index de gouvernance permet de rendre comparable un ensemble de sociétés hétérogènes. La répartition des critères de bonnes pratiques dans ces index donne une image de la structure de gouvernance des firmes. De nombreux indices existent : l'IRRC (Investor Responsibility Research Center) est composé de 24 critères, l'ISS (Institutional Shareholder Services) en a 61 (Brown et Caylor, 2004), et le GMI (Governance Metric International) monte jusqu'à 600 critères dans son index. Bebchuk et *al.* (2004) ont constitué un index à partir de la liste des 24 critères d'enracinement élaborés par l'IRRC. Ils en ont retenu 6 qu'ils ont estimé être plus pertinents que les autres. Leur étude était elle-même basée sur des articles testant les critères de l'IRRC (Gompers et *al.*, 2003 ; Amit et Villalonga, 2004). Ils justifient la petite taille de leur index par le fait qu'un trop grand nombre de critères pouvait être contre productif.

Les critères de notre index reposent sur la littérature, les recommandations de l'AFG (Association Française de Gestion) et des sociétés de conseil comme Proxinvest. Ils ont aussi pour particularité de représenter un véritable choix pour leur adoption. Cet index dépend du contexte légal. Si un des critères devient obligatoire par la loi, il n'est plus utilisable. L'index de gouvernance assigne à chaque firme un point pour chacun des 10 critères de l'index que la firme respecte. Ceux-ci sont présentés dans la figure 3.

La majorité de ces critères sont recommandés par les rapports sur les « bonnes pratiques » (Wirtz, 2009), eux-mêmes basés sur la littérature sur la gouvernance (Biswas et Bhuyian, 2008). De plus, chaque année, la société Proxinvest, en coordination avec l'AFG, édite un rapport sur les pratiques de gouvernance des sociétés cotées françaises. L'ensemble des critères de notre index de gouvernance est issu de ces recommandations.

Figure 3 – Les objectifs de l'activisme actionnarial



Les dispositions statutaires rassemblent les éléments qui sont modifiables dans les statuts de la société. Les droits de vote double doivent être retirés car ils permettent à la coalition de contrôle de recevoir une part disproportionnée du pouvoir de décision. Par conséquent, la valeur de la firme décroît et le coût du capital pourrait augmenter (La Porta et al., 1997, 1999 ; Claessens et al., 2002 ; Cronqvist et Nilsson, 2002). Quant aux conventions réglementées, elles sont associées à une extraction de bénéfices privés pour certains actionnaires et leur justification peut être discutable (Le Maux, 2004 ; Simon et al., 2000). Enfin, l'existence d'un document de référence améliore l'information par la standardisation du format et facilite la comparaison pour les actionnaires.

Les autorisations financières sont associées aux pilules empoisonnées, car la possibilité offerte à la direction d'émettre de nouvelles actions dilue la part des autres actionnaires. Cette mesure anti-OPA est destructrice de valeur pour les actionnaires qui ne peuvent pas suivre l'opération. De plus, l'absence d'un droit préférentiel de souscription pénalise les actionnaires de la firme (Comment et Schwert, 1995).

Les critères de gouvernement d'entreprise rassemblent les éléments liés au fonctionnement du conseil d'administration. La durée des man-



moins de 4 ans est un temps estimé être suffisamment long pour que les administrateurs prennent leurs marques, tout en étant soumis au vote assez régulièrement pour ne pas avoir de comportement d'enracinement. Les administrateurs indépendants sont censés ne pas avoir de conflits d'intérêts en tant que représentant de l'ensemble des actionnaires et, par conséquent, le pourcentage d'administrateurs indépendants est corrélé positivement à la valeur de la firme (Beasley, 1996 ; Brickley et al., 1994 ; Brown et Caylor, 2004 ; Ho, 2005). La norme de 50% d'indépendants est basée sur les recommandations de l'AFG. Le rapport Bouton a été le premier texte à le souligner. Dans les pays anglo-saxons cette norme est courante ; elle peut même aller jusqu'à 2/3 du conseil.

La séparation des fonctions des organes de direction a pour objectif de faire du conseil d'administration ou du conseil de surveillance un véritable organe de contrôle. De même, selon certaines études, il y aurait une relation positive entre la présence de comités spécialisés (audit, rémunération et sélection) et le bon fonctionnement des mécanismes de gouvernance (Abott et al., 2000 ; Brown et Caylor, 2004). À l'inverse, Klein (1998) ne trouve aucune corrélation entre le prix des actions et la composition spécifique des comités. Quant à la limitation de la taille du conseil d'administration, elle est censée augmenter la performance de la firme car la croissance de la surveillance due au grand nombre d'administrateurs est affaiblie par les difficultés de communication, et les biais de prises de décisions, entre de larges groupes de personnes. Conyon et Peck (1988) observent que l'effet de la taille du conseil d'administration sur les performances de la firme est généralement négatif. Yermack (1996) arrive à la même conclusion par rapport à la rentabilité, l'utilisation des actifs et la valeur du Q de Tobin. Le critère entre 7 et 16 membres est la norme retenue par l'AFG et par Proxinvest ainsi que d'autres organismes de conseil aux investisseurs. Brown et Caylor (2004) montrent d'ailleurs que les firmes ayant un conseil d'administration entre 6 et 15 membres ont une rentabilité financière (ROE) plus élevée que les autres firmes.

Avec notre approche, chaque firme a un score compris entre 0 et 10. Les premières observations ont montré qu'aucune firme n'atteignait une note maximale de 10. Trois groupes ont été distingués : Le premier correspond aux firmes qui ont un score compris entre 0 et 2 ; le second regroupe les entreprises dont le score est compris entre 3 et 5 ; dans le dernier groupe, les entreprises ont un score supérieur à 5 (entre 6 et 8).

Le tableau 1 fournit des informations sur l'importance des trois groupes.

**Tableau 1 – Fréquence des index de gouvernance**

Indice de gouvernance	Echantillon total		Firmes ciblées par des actionnaires activistes		Firmes non ciblées par des actionnaires activistes	
	Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%
Score compris entre 0 et 2	84	29,6	14	33	70	29
Score compris entre 3 et 5	175	61,6	21	50	154	64
Score compris entre 6 et 8	25	8,8	7	17	18	7
Totaux	284	100	42	100	242	100

Les mesures de la performance financière reposent sur les moyennes des ROE (*return on equity*) et sur les moyennes des ROA (*return on assets*) calculées à partir des informations fournies dans les documents de référence de l'année étudiée. D'autres mesures disponibles issues des comptes consolidés ont été recueillies, telles que le bénéfice net par action (BNPA), le bénéfice net par action dilué<sup>1</sup> (BNPA\_dilue) et le dividende net (Div\_net). Dans le tableau 2, il apparaît que les firmes ciblées par de l'activisme ont des résultats financiers nettement inférieurs aux firmes non ciblées.

La littérature sur l'influence de la structure de propriété est très importante. D'après la théorie de l'agence, une plus forte détention de capital augmente l'implication des agents, donc, les détenteurs de blocs de contrôle sont plus fortement incités à discipliner les dirigeants, mais il existe un risque plus important d'extraction de bénéfices privés au détriment des autres actionnaires (Simon et *al.*, 2000 ; Holderness, 2003 ; Demsetz et *al.*, 2001).

Il y a différentes formes de contrôle en fonction de la structure de propriété. Cette dernière est considérée comme concentrée lorsqu'il y a au plus 5 actionnaires qui détiennent au moins 33 % du capital ou des droits de vote (Cinf5A=1). Ce choix est basé sur la structure capitalistique française (Bloch et Kremp, 1996) et sur les définitions les plus communément utilisées. Cinf5A=0 indique que le capital n'est pas détenu par des actionnaires de référence.

<sup>1</sup> Le BNPA dilué prend en compte l'ensemble des actions pouvant être émises.

**Tableau 2** – Critères de performance opérationnelle et financière

<b>Critères performances :</b>	<b>N</b>	<b>Moyenne</b>	<b>Ecart-type</b>	<b>Médiane</b>
ROA total échantillon	284	2,89	19,67	3,55
ROA Firmes ciblées	42	-7,85	37,24	1,39
ROA Firmes non ciblées	242	4,75	13,95	3,69
ROE total échantillon	284	-1,26	69,32	9,50
ROE Firmes ciblées	42	-54,12	168,8	5,72
ROE Firmes non ciblées	242	7,90	14,98	9,92
BNPA total échantillon	284	2,10	4,28	1,81
BNPA Firmes ciblées	42	-0,35	5,29	0,81
BNPA Firmes non ciblées	242	2,53	3,94	1,94
BNPA dilué total échantillon	284	1,93	4,34	1,64
BNPA dilué Firmes ciblées	42	-0,56	5,41	0,80
BNPA dilué Firmes non ciblées	242	2,36	3,99	1,83
Dividende net total échantillon	284	1,08	1,31	0,73
Dividende net Firmes ciblées	42	0,68	0,81	0,51
Div. net Firmes non ciblées	242	1,15	1,37	0,80

Dans les rapports annuels des entreprises, le capital détenu par le public correspond à la part des actionnaires sans obligations de révéler leur identité, car ils détiennent moins de 1% du capital. La variable  $F_{sup50}=1$ , lorsque le seuil de 50% est dépassé par le public, et  $F_{sup50}=0$  dans le cas contraire. Le seuil de 50% des droits de vote permet d'avoir un contrôle quasi absolu de la société. Mais dans les grandes sociétés, le fractionnement du capital ne rend plus nécessaire la détention de sa majorité pour l'exercice du contrôle, notamment grâce aux droits de vote double encore bien répandus en France. Un contrôle minoritaire peut aussi être exercé lorsqu'une entreprise est contrôlée par des actionnaires de référence et un capital public supérieur à 50%. Et lorsqu'il n'y a ni l'un ni l'autre, cela veut dire que l'entreprise a un capital atomisé. On parle donc d'entreprise managériale. La structure de propriété est présentée dans le tableau 3.

La nature de la propriété est également susceptible de jouer un rôle. Thonet et Poensgren (1979) ont trouvé, en étudiant les firmes allemandes, que les firmes à contrôle managérial surperforment les firmes à contrôle patrimonial. À l'inverse, McConaughy et al. (2001) montrent que la valorisation des firmes familiales aux États-Unis est supérieure aux autres firmes. Barrédy (2008) étudie les spécificités en termes d'adoption de la structure bicéphale des firmes familiales. Amit et Villalonga (2004) étudient les différentes configurations de conflits d'intérêts entre propriété familiale et non familiale. Ils trouvent que ce

sont surtout les entreprises familiales où le fondateur est le dirigeant qui sont les plus performantes.

**Tableau 3 – La structure de propriété des entreprises**

		Fsup50=0	Fsup50=1
Total échantillon (N=284)	Propriété concentrée	38,38% 109 firmes	61,62% 175 firmes
	Propriété dispersée	50,35% 143 firmes	49,65% 141 firmes
Activisme (N=42)	Propriété concentrée	8,80% 25 firmes	5,99% 17 firmes
	Propriété dispersée	4,23% 12 firmes	10,56% 30 firmes
Absence d'activisme (N=242)	Propriété concentrée	29,58% 84 firmes	55,63% 158 firmes
	Propriété dispersée	46,13% 131 firmes	39,08% 111 firmes

Les critères définissant le caractère familial ou patrimonial sont assez restrictifs dans notre étude, puisqu'il est considéré comme familial toute coalition familiale détenant au moins 50% du capital ou des droits de vote d'une société. De même, le caractère patrimonial désigne les entreprises dont un ou deux membres d'une famille distincte détiennent plus de 50% des parts de sociétés. Le choix de ces critères a pour but d'avoir un caractère tranché sur la désignation d'une entreprise. Dans la mesure où la nature de la propriété n'est pas la question centrale de l'étude, ces définitions sont considérées comme étant suffisantes. Certaines firmes sont à la fois patrimoniales et familiales car une entreprise familiale est patrimoniale d'où la double comptabilisation et le total des effectifs du tableau étant supérieur à 100%.

Le tableau 4 décrit la nature du contrôle de notre échantillon. Nous constatons que la majorité des firmes de l'échantillon est considérée comme managériale. Mais même avec une définition assez restrictive des entreprises familiale et patrimoniale, leur part reste importante, étant donné que les sociétés du SBF 120 sont les 120 plus grandes capitalisations boursières françaises.

**Tableau 4** – *La nature du contrôle*

Nature de la propriété	Patrimoniale	Familiale	Managériale
Ensemble échantillon	19,72% 56 firmes	14,08% 40 firmes	80,28% 228 firmes
Firmes ciblées	0,35% 1 firme	0,35% 1 firme	14,44% 41 firmes
Firmes non ciblées	19,37% 55 firmes	13,73% 39 firmes	65,85% 187 firmes

### 3.3. Les événements d'activisme

Un échantillon des événements d'activisme a été constitué à partir d'une analyse de la presse spécialisée. Certains conflits se déroulent sur plusieurs années : il est donc nécessaire de référencer les différences dans les modes d'expression de l'activisme sur plusieurs années. Le choix des critères de l'activisme est à la fois fondé sur la littérature (Park et Tonello, 2009), et sur l'observation empirique tirée de cette revue de presse. L'absence d'une base de données sur ce type d'événements donne à cette démarche de construction un caractère arbitraire, mais les critères sont retenus à l'aide d'une procédure précise.

Certains événements d'activisme représentent les principaux thèmes de contestation des actionnaires minoritaires : 1) la contestation des mesures anti-OPA correspond généralement aux autorisations financières laissées aux dirigeants qui sont associés aux pilules empoisonnées (Comment et Schwert, 1995) ; 2) Le montant des dividendes est un élément de la rémunération des actionnaires. Cela fait donc parti des éléments de contestation ; 3) L'orientation stratégique des dirigeants peut être une source de discord ; 4) De même, une rémunération des dirigeants qui peut paraître disproportionnée par rapport aux résultats de la firme peut agacer les actionnaires. 5) Dans certaines situations, l'équité d'une opération est contestée, comme par exemple lors d'une offre publique de retrait où les minoritaires peuvent trouver que le prix offert est trop bas ; 6) Lorsque les résultats comptables sont en baisse, cela est souvent à l'origine d'une bataille de procurations. Albouy et Schatt (2008) montrent que cela reste toujours l'insuffisance de performance qui motive la contestation des minoritaires qui sont généralement les premiers lésés.

D'autres événements représentent plutôt les manifestations de la contestation : 7) La notion selon laquelle les assemblées générales sont de simples salles d'enregistrement n'est plus aussi vraie. 8) Lorsque les

actionnaires n'arrivent pas à se faire entendre, ils peuvent se plaindre à l'AMF ; 9) ils peuvent également saisir les tribunaux. 10) Enfin, les actionnaires activistes peuvent demander une assemblée générale extraordinaire.

Le pourcentage de firmes de l'échantillon ciblées par de l'activisme actionnarial est en nette croissance de 2001 à 2004 passant de 5,63%, à 12,67%, 19,72%, et 21,12%.

#### **4. Analyse des résultats**

Pour réaliser l'étude empirique, des données quantitatives et qualitatives sont utilisées. Une grande partie du codage des variables est catégorielle (0 ; 1), ce qui pose des problèmes spécifiques d'un point de vue économétrique.

La probabilité de survenance de l'activisme est expliquée par rapport à une variable explicative à la fois. L'activisme prend la valeur 1 lorsqu'il y a activisme et 0 lorsqu'il n'y en a pas. Le tableau 5 fournit les résultats des régressions logistiques, dans lesquelles une seule variable explicative est prise en compte dans chaque modèle.

Toutes les variables (ROE, ROA, BNPA, BNPA dilué et dividende net) liées à la performance de la firme sont significatives dans un sens négatif. En d'autres termes, lorsque la performance diminue, le risque de survenance de l'activisme augmente. La proposition 1 est donc vérifiée. L'évolution de la structure de gouvernance n'a pas d'influence sur le risque d'activisme. Le nombre de critères de gouvernance et leur caractère formel ne semblent pas compter pour les actionnaires sur la période étudiée. La variable index de gouvernance est non significative au seuil de 5%, donc la proposition 2 n'est pas validée. En d'autres termes, il n'y a pas d'association significative entre la variable dépendante activisme et la variable explicative index de gouvernance. Pour les critères de structure du contrôle, le critère de contrôle minoritaire (Cinf5A) a un coefficient négatif et significatif, c'est-à-dire que les firmes contrôlées étroitement ont moins de chance de subir de l'activisme à l'inverse des firmes dont le capital est détenu majoritairement par des actionnaires dispersés. La proposition 3 est donc corroborée. Enfin pour les variables liées à la nature du contrôle, les firmes patrimoniales et familiales ont moins de risque de subir de l'activisme que les firmes managériales, ce qui valide la proposition 4.

**Tableau 5** – Les résultats de la régression logistique univariée

Facteurs associés	Coefficient estimé	Khi 2 de Wald (p-value)	Relation avec la probabilité d'occurrence de l'activisme
ROE	-0,0275	13,6704 (0,000)	Négative
ROA	-0,0394	7,4653 (0,0063)	Négative
BNPA	-0,1426	12,4607(0,000)	Négative
BNPA_dilué	-0,1411	12,738 (0,000)	Négative
Div_net	-0,4292	4,6091 (0,0312)	Négative
Index_Gv			
Index_Gv2 vs 1	-0,3830	1,0490 (0,3057)	Négative
Index_Gv 3 vs 1	0,6650	1,5564 (0,2122)	Positive
Cinf5A (Firme contrôlée)	-1,0174	8,8434 (0,0029)	Négative
Fsup50 (Firme non contrôlée)	1,0819	8,7811 (0,0030)	Positive
Firme managériale	2,4898	5,9156 (0,0150)	Positive
Firme patrimoniale	-2,4898	5,9156 (0,0150)	Négative
Firme familiale	-2,0632	4,0377 (0,0445)	Négative

Un modèle multivarié est également testé :

$$Y = \alpha \text{ Index\_Gv} + \beta \text{ ROE} + \mu \text{ ROA} + \gamma \text{ BNPA} + \delta \text{ BNPA\_dilué} + \zeta \text{ Div\_net} + \eta \text{ Manag} + \mu \text{ Patrim} + \xi \text{ Famil} + \Omega \text{ Cinf5A} + \tau \text{ Fsup50} + \varepsilon$$

Le meilleur modèle obtenu avec la méthode de sélection « *step-wise* » est :

$$P(Y=1/X_i) = \exp(-3,8069 - 0,0255 \cdot \text{ROE} + 2,2506 \cdot \text{Manag}) / 1 + \exp(-3,8069 - 0,0255 \cdot \text{ROE} + 2,2506 \cdot \text{Manag})$$

La transformation logit permet d'obtenir une relation linéaire entre la variable dépendante et les variables ROE et Manag :

$$\text{Logit}(P(Y=1/X_i)) = \text{Log}(\exp(-3,8069 - 0,0255 \cdot \text{ROE} + 2,2506 \cdot \text{Manag}) / 1 + \exp(-3,8069 - 0,0255 \cdot \text{ROE} + 2,2506 \cdot \text{Manag}))$$

$$\text{Logit}(P(Y=1/X_i)) = -3,8069 - 0,0255 \cdot \text{ROE} + 2,2506 \cdot \text{Manag}$$

Il est intéressant de noter que le modèle n'a retenu que la variable ROE et Manag. Finalement, les actionnaires se basent sur ce critère de

rentabilité. Le bénéfice net par action (BNPA et BNPA\_dilué), le ROA et le dividende net n'ont pas d'effet sur la probabilité d'activisme. Le risque d'activisme est plus élevé pour les entreprises managériales à ROE égal (= ajusté sur ROE). Le caractère managérial des firmes est associé à un risque accru d'activisme actionnarial à l'inverse des firmes familiales et patrimoniales plus étroitement contrôlées. Il y a donc plus de contestation dans ce type de firmes. Par contre, la structure du contrôle ne joue pas de rôle dans le modèle. Il est indifférent que les firmes soient contrôlées étroitement ou aient un capital dispersé. Enfin, les critères de bonne gouvernance n'ont aucune incidence sur le risque d'activisme. Contrairement aux recommandations des prescripteurs de ces critères après les rapports Viénot I & II, la bonne gouvernance des entreprises ne semble pas se résumer à un ensemble de statuts formels. Cependant, la période 2001-2004 ne représente que les débuts de leur prise en compte.

Au final, cette étude met en évidence que la structure de gouvernance n'a pas d'influence sur l'activisme des actionnaires minoritaires sur la période *post* NRE. La performance financière reste la principale préoccupation, mais il faut souligner qu'elle est plus forte dans les sociétés dont la nature du contrôle est principalement managériale.

## Conclusion

L'objectif de notre article était d'étudier les déterminants de l'activisme actionnarial au sein des grandes sociétés cotées en attachant une attention particulière aux critères de gouvernance. D'ailleurs, depuis qu'elles sont rendues publiques, les politiques de votes des investisseurs institutionnels intègrent de plus en plus des critères non financiers liés à la gouvernance. Le respect des « bonnes pratiques » en matière de gouvernance ne semble pas donner les résultats escomptés. Cela est certainement dû au caractère formel de ces critères. La forme ne peut pas remplacer la substance, même si l'ensemble de ces recommandations est fondé sur des bases théoriques précises de la théorie financière. Cependant, des relations entre activisme et structure de gouvernance laissent perplexes. Les firmes respectant peu les critères de gouvernance connaissent aussi peu d'activisme que les entreprises qui en respectent beaucoup. Ceci pousse à continuer la réflexion. Un échantillon plus grand ou plus récent pourrait modifier les résultats.

En 2001, ces questions de gouvernance n'étaient pas aussi répandues qu'aujourd'hui. Les actionnaires minoritaires n'avaient-ils pas le



même niveau de conscience de l'importance de la mise en place de contre pouvoirs dans les sociétés ? L'étude empirique confirme l'idée d'une relation négative entre activisme et performances financières comme le souligne la littérature. Cela signifie quand même que les minoritaires se font entendre lorsqu'ils sont mécontents. En France, l'activisme est dans une logique défensive, c'est-à-dire qu'il n'intervient qu'après les problèmes rencontrés par la société.

Si l'on considère qu'il n'y a pas qu'une seule catégorie d'actionnaire, alors il n'y a pas qu'une seule conception de l'activisme. Les formes de l'activisme *ex ante* ou *ex post* dépendent en grande partie du contexte économique. Quand la bourse se porte bien, il y a plus d'opportunités pour des fonds activistes et lorsque les cours se dégradent, la dégradation de la richesse des actionnaires concerne tout le monde et plus particulièrement les minoritaires.

## Bibliographie

- Abott L.J., Park Y. et Parker S. (2000), « The Effects of Audit Committee Activity and Independence on Corporate Fraud », *Managerial Finance*, vol. 26, n° 11, p. 55-67.
- Albouy M. et Schatt A., (2004), « Les prises de contrôle par les actionnaires contestataires : le cas André », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 7, n° 2, p. 33-65.
- Albouy M. et Schatt A., (2008), « Activisme des actionnaires minoritaires, proxy fights et gouvernement des entreprises », in : *Mélanges offerts au Professeur Pierre Spiteri*, Presses des Sciences Sociales Toulouse I, p. 73-91.
- Amit R. et Villalonga B., (2004), « How Do Family Ownership, Management and Control Affect Firm Value? », *Journal of Financial Economics*, vol. 2, n° 80, p. 385-417.
- Anderson R.C., Mansi S.A. et Reeb D.M.(2004), « Board Characteristics, Accounting Report Integrity, and the Cost of Debt », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 37, n° 3, p. 315-342.
- Barrédy C. (2008), « Gouvernance de la société familiale cotée : Les raisons de l'adoption d'une SA en directoire et conseil de surveillance », *Revue Française de Gestion*, vol. 5, n° 185, p. 1-19.
- Beasley M.S. (1996), « An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud », *Accounting Review*, vol. 71, n° 4, p. 443-465.

- Bebchuck L., Cohen A. et Ferrell A., (2004), « What Matters in Corporate Governance? », NBER Working Paper.
- Biswas P.K. et Bhuiyan H.U. (2008), « Corporate Governance and Firm Performance: Theory and Evidence from Literature », Working Paper, <http://ssrn.com/abstract=1257617>.
- Brickley J.A., Coles J.L. et Terry R.L. (1994), « Outside Directors and the Adoption of Poison Pills », *Journal of financial Economics*, vol. 35, n° 3, p. 371-390.
- Brown L.D. et Caylor M.L. (2004), « Corporate Governance and Firm Performance », working paper (<http://ssrn.com/paper=586423>).
- Charreaux G. (2008), « À la recherche du lien perdu entre caractéristiques des dirigeants et performance de la firme : gouvernance et latitude managériale », *Economies et Sociétés*, K, n° 19, p. 1831-1868.
- Claessens C., Djankov S., Fan J. et Lang L. (2002), « Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings », *Journal of Finance*, vol. 57, n° 6, p. 2741-2771.
- Claessens S. (2006), « Corporate Governance and Development », *World Bank Research Observer*, vol. 21, n° 1, p. 91-122.
- Comment R. et Schwert G.W. (1995), « Poison or Placebo? Evidence on the Deterrent and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures », NBER Working Papers, 4316.
- Conyon M.J. et Peck S.I. (1998), « Board Size and Corporate Performance: Evidence from European Countries », *European Journal of Finance*, vol. 4, n° 3, p. 291-304.
- Cronqvist H. et Nilsson M. (2002), « Agency Costs of Controlling Shareholders », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, n° 4, p. 695-719.
- Demsetz H. et Villalonga B. (2001), « Ownership Structure and Corporate Performance », *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, n° 3, p. 209-233.
- Easterbrook F.H. et Fischel D.R. (1991), « The Economic Structure of Corporate Law », Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Easterbrook F.H. et Fischel D.R. (1983), « Voting in Corporate Law », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n° 2, p. 395-427.
- Gillan S.L. et Stark L.T. (2007), « The Evolution of Shareholder Activism in the United States », <http://ssrn.com/abstract=959670>.
- Girard C. (2001), « Une typologie des actionnaires minoritaires en France », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 4, n° 3, p. 123-146.

- Girard C. (2004), « L'incidence de l'activisme actionnarial sur les mécanismes de gouvernance: le cas français », *Finance Contrôle Stratégie* vol. 7, n° 3, p. 91-116.
- Gompers P.A., Ishii J.L. et Metrick A., 2003, « Corporate Governance and Equity Prices », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, n° 1, p. 107-155.
- Hirigoyen G. (2002), « Droit et finance : de l'ignorance à la gouvernance », *Revue du Financier*, numéro spécial.
- Hirschman D. (1970), « Exit, Voice and Loyalty. Responses to Decline in Firms, Organisations, and States », Harvard University Press.
- Ho C.K. (2005), « Corporate Governance and Corporate Competitiveness: an International Analysis », *Corporate Governance: An International Review*, vol. 13, n° 2, p. 211-253.
- Holderness C.G. (2003), « Survey of Blockholders and Corporate Control », *Economic Policy Review*, vol. 9, n° 1, p. 51-64.
- Jensen M.C. et Meckling W.H. (1976), « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, p. 305-360.
- Klein A. (1998), « Firm Performance and Board Committee Structure » *Journal of Law and Economics*, vol. 33, n° 3, p. 703-728.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R.W. (1997), « Legal Determinants of External Finance », *Journal of Finance*, vol. 52, n° 2, p. 471-517.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R.W. (1999), « Corporate Ownership around the World », *Journal of Finance*, vol. 54, n° 2, 54, p. 471-517.
- Le Maux J. (2003), « L'activisme : une protection active des actionnaires minoritaires », *Recherches récentes en finance, CREFIB-SORBONNE*, p. 14-55.
- Le Maux J. (2004), « Les déterminants de l'ampleur des bénéfices privés : un test sur données françaises », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 7, n° 2, p. 195-231.
- Marens R. (2003), « Évolution du gouvernement des entreprises : l'émergence de l'activisme actionnarial au milieu du XXe siècle », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 6, n° 4, p. 97-131.
- McConaughy D.L., Matthews C.H. et Fialko A.S. (2001), « Founding Family Controlled Firms: Performance, Risk, and Value », *Journal of Small Business Management*, vol. 39, n° 1, p. 31-49.
- Park D.J et Tonello M. (2009), « Avoiding Shareholder Activism », *Executive action series*, N°300, <http://ssrn.com/abstract=1390340>.

Simon J., La Porta R., Lopez-de-Silanes F. et Shleifer A. (2000), « Tunneling », *American Economic Review*, vol. 90, n° 2, p. 22-27.

Thonet P.J. et Poensgren O.H. (1979), « Managerial Control of Economic Performance in West Germany », *Journal of Industrial Economics*, vol. 28, n° 1, p. 23-37.

Wirtz P. (2009), « Le discours sur les ‘meilleures pratiques’ de gouvernance en France : dynamique et dangers de la pensée unique », in B. Pras, coord., *Management : enjeux de demain*, Vuibert, p. 117-130.

Yermack D. (1996), « Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors », *Journal of Financial Economics*, vol. 40, n° 2, p. 185-211.