ETUDES ET RECHERCHES

DE L'ACTIVISME À L'ENGAGEMENT ACTIONNARIAL

CARINE GIRARD
ENSEIGNANTE – CHERCHEUR - CENTRE POUR LA RESPONSABILITÉ GLOBALE,
AUDENCIA NANTES – ECOLE DE MANAGEMENT
ET JULIEN LE MAUX
MAÎTRE DE CONFÉRENCES UNIVERSITÉ PARIS 1

Résumé :
L'apparition d'une nouvelle forme d'activisme actionnarial appelée « engagement » nous amène dans ce papier à segmenter ce processus de contestation en fonction de deux dimensions de l'engagement : engagement organisationnel et engagement sociétal. Cette nouvelle segmentation présente l'intérêt d'enrichir l'étude des effets de l'activisme actionnarial sur la performance et sur le système de gouvernance des entreprises contestées en tenant compte des compétences d'actionnaires plus ou moins engagés.

Mots clés :
Activisme actionnarial - engagement actionnarial – gouvernance - approche cognitive

Selon l'approche juridico-financière de la gouvernance, l'activisme actionnarial se définit comme un processus de contestation [Del Guercio et Hawkins, 1999] engagé par un actionnaire ou un collectif d'actionnaires minoritaires pour améliorer soit la performance financière de l'entreprise critiquée soit son système de gouvernance [Wahal, 1996]. Conformément à cette approche, plusieurs études empiriques ont tenté de montrer que ce mécanisme alternatif de gouvernance améliore le processus de création de la valeur actionnariale. En France, ce processus est généralement caractérisé par une longue bataille judiciaire ponctuée par une ou plusieurs assemblées générales houleuses initiées, dans la majorité des cas, par une association d'investisseurs ou d'actionnaires [Girard, 2001]. Pour Charléty [2001], cette action est profitable dans le souci d'une « démocratie des actionnaires » ou elle représente plutôt un « harcèlement des majoritaires » [Couret, 1996]. Celui-ci indique en effet que les recours entamés par les actionnaires minoritaires ont pour unique but la valorisation d'une prime de sortie, et non une saine régulation des actes de gestion. Cependant, l'impact de l'activisme actionnarial sur la performance financière, mais aussi sur le système de gouvernance des entreprises concernées, restent encore mal connus pour plusieurs raisons.

La plupart des études empiriques sur l'impact financier de l'activisme actionnarial [Gordon et Pound, 1993 ; Wahal, 1996 ; Opler et Sokobin, 1997 ; Black, 1998 ; Caleton et al., 1998 ; Gillan et Starks, 2001] ignore ou exclut différentes formes d'activisme telles que l'activisme social [McLaren, 2004]. L'activisme actionnarial n'est pas un processus homogène. Il est un processus d'apprentissage qui évolue en fonction des attentes, des préoccupations et des croyances d'un actionnariat minoritaire de plus en plus éclaté. Si les années 1990 ont été marquées par un « activisme institutionnel » mené par les investisseurs institutionnels, on constate aujourd'hui que des investisseurs socialement responsables, des Organisations Non Gouvernementales-actionnaires, des fonds syndiqués mènent un activisme non conventionnel aussi bien qualifié de social que d'engagement. Si l'engagement est traduit en français par « activisme actionnarial » [De Brito, 2006], l'analyse de ce processus de contestation montre certes des similitudes avec un activisme conventionnel mais se caractérise aussi par un fort degré d'engagement des actionnaires minoritaires à l'égard de l'entreprise critiquée (engagement organisationnel) et de la société (engagement sociétal). La prise en compte de cette double dimension de l'engagement offre alors un nouveau cadre d'analyse à l'activisme actionnarial.

Ce papier a pour objectifs de segmenter l'activisme actionnarial (1.) en tenant compte de la diversité des rôles joués par un actionnariat composé de parties prenantes multiples et d'apporter un nouvel éclairage aux effets de ces différentes catégories d'activisme sur la création de valeur et sur le système de gouvernance de l'entreprise concernée (2.).

Une nouvelle segmentation de l'activisme actionnarial

Selon l'approche juridico-financière de la gouvernance, les actionnaires minoritaires adoptent un comportement actif par l'exercice de leurs droits de prise de parole ou de retrait lorsqu'ils sont en désaccord avec les décisions prises par une coalition de contrôle formée de la direction affiliée à des détenteurs de blocs de contrôle. Ce comportement, appelé activisme, est à l'origine de plusieurs activités d'influence exercées dans le but d'aligner les intérêts de la coalition de contrôle avec ceux de la coalition dissidente. Cependant, l'étude historique de l'activisme actionnarial (1.1.) montre que les attentes et les activités d'influence des actionnaires actifs ont évolué vers une nouvelle forme d'activisme moins conventionnel appelée « engagement ». Cette dernière se traduit par un fort degré d'engagement des actionnaires actifs dans l'organisation et dans sa démarche sociétale. La prise en compte de ces deux degrés d'engagement permet de segmenter l'activisme actionnarial (1. 2.).

De l'activisme à l'engagement actionnarial

Au cours des années 1960, à l'époque des grands mouvements politiques et sociaux qui ont marqué la société américaine, divers groupes d'intérêts ont mis l'accent sur les questions touchant l'environnement, la protection des consommateurs, les droits fondamentaux et le bien-être public. Pour exemple, l'organisation Fight a demandé, en 1966, à la compagnie Eastman Kodak de revoir sa politique d'emploi jugée raciste, de même que la campagne contre General Motors a été identifiée comme une croisade anti-pollution. Durant cette période, des actionnaires dissidents ont mené des campagnes anti-militaristes en vue de stopper la fabrication de certains types d'armement par les sociétés Dow Chemical Co. et Honeywell [Crete et Rousseau, 1997]. L'activisme est alors défini comme « une doctrine ou une pratique qui met l'accent sur une action directe et vigoureuse, plus particulièrement pour exprimer son appui ou son opposition à l'égard d'une question controversée[1] » [Crete et Rousseau, 1997]. La majorité de ces manifestations d'actionnaires s'est déroulée dans le cadre des assemblées générales des sociétés, notamment sous la forme de questions soumises directement ou par l'intermédiaire des propositions de résolutions. Durant les années 1970 et 1980, ces « batailles de procuration » se sont poursuivies sur des thèmes aussi différents que la lutte contre l'Apartheid ou la protection de l'environnement. Ces activités de sollicitation de procurations de vote étaient parfois accompagnées de manière simultanée ou séquentielle d'activités judiciaires. Par exemple, en 1984, Greenpeace Foundation a eu recours aux tribunaux à la suite du refus de la compagnie Inco de diffuser, dans ses documents d'information, une proposition visant à améliorer sa politique en matière d'environnement. Ce type d'activisme qualifié de social, car initié par des

1 Définition du Merriam Webster's Collegiate Dictionary, 10ème édition et du American Heritage Dictionary

organisations ou des congrégations religieuses et des associations, s'est poursuivi durant les années 1970 et 1980. Toutefois, les années 1980 ont été synonymes de changements importants en matière d'activisme. En effet, durant cette période intense de prises de contrôle, les sociétés ont eu recours à de multiples mesures de défense anti-OPA/OPE (Offre Publique d'Achat / Offre Publique d'Echange) protégeant les dirigeants de la discipline du marché des prises de contrôle mais réduisant en même temps toute opportunité de sortie pour les actionnaires minoritaires. Pour faire face à ces mesures, les investisseurs institutionnels ont montré leur opposition pour prévenir les comportements opportunistes. L'expression de cet activisme prend alors la forme de vote contre des propositions de mesures de défenses anti-OPA/OPE soumises par les directions des sociétés.

Cette profonde modification de la qualité et les raisons de l'activisme sont essentiellement dues au développement croissant des participations des investisseurs institutionnels. Ainsi, à la fin des années 1990, l'activisme actionnarial n'avait plus la même signification, les aspects politiques et religieux laissant alors la place au financier. L'activisme est alors perçu comme « a continuum of responses to corporate performance » [Gillan et Starks, 1998]. Cet activisme qualifié d'institutionnel est alors analysé comme un mécanisme alternatif de gouvernance, initié par des actionnaires institutionnels mécontents soit des performances financières de l'entreprise dans laquelle ils détiennent une participation significative soit de son système de gouvernance neutralisé par une direction opportuniste [Wahal, 1996]. Cet activisme est alors le moyen de recours des actionnaires qui ne souhaitent pas vendre leurs titres, en raison d'une décote qu'ils estiment due à la direction en place, et qui, pour revaloriser leur portefeuille, emprunte la voie de l'action, quelle qu'elle soit. Il est important de souligner que ces actions diffèrent en fonction du type d'investisseurs institutionnels. Del Guercio et Hawkins [1999] soulignent que les fonds de pension n'adoptent pas tous la même stratégie et que le choix effectué dépend fortement du mode de gestion du fonds. Les fonds indiciels (CalPERS, CalSTRS, NYC) ont tendance à privilégier un activisme « global » qui touche l'ensemble du marché : lobbying ou utilisation systématique de chartes. Les fonds qui adoptent un mode de gestion plus actif (SWIB et CREF) tendent à cibler leurs actions sur quelques entreprises. Corrélativement, les fonds indiciels ne modifient pas leur détention de titres alors que les autres achètent les titres avant d'agir et revendent en cas d'insuccès. De même, les auteurs constatent des différences de comportement selon que la gestion du fonds se fasse en interne ou soit déléguée : recours plus systématique aux négociations privées pour la gestion interne, opérations plus médiatisées en cas de gestion déléguée. Ryan et Schneider [2002] distinguent chaque type d'investisseurs institutionnels (fonds de pension publics, fonds de pension privés, fonds mutuels, compagnies d'assurance et banques) en fonction de trois degrés d'activisme mesurés à partir de 12 variables déterminant leur politique d'investissement et de prise de parole. Les fonds de pension publics

sont les actionnaires les plus « fortement » actifs. Ils se distinguent des autres par leur horizon d'investissement beaucoup plus long. Les fonds d'investissement, quant à eux, pratiquent un niveau « modéré » d'activisme caractéristique d'un activisme, plus conventionnel. Ceux-ci sont contraints par des souscriptions nouvelles et des rachats de parts quotidiens qui les obligent à rééquilibrer en permanence la composition de leur portefeuille pour rester diversifié. Même si, dorénavant, ils sont obligés de voter aux assemblées générales, l'intensité de leur implication est moindre. Contrairement à cette catégorie d'investisseurs institutionnels, les actionnaires « fortement » actifs forment des partenariats et des réseaux pour défendre une cause qui se distingue de la cause actionnariale. Par exemple, le Carbon Disclosure Project réunit une pluralité d'actionnaires institutionnels pour défendre la cause environnementale du changement climatique. Ce projet a pour objectif d'amener les entreprises dans lesquelles les actionnaires signataires détiennent des titres à publier les émissions de gaz à effet de serre et à rendre publique cette information lors des assemblées générales. Ces regroupements d'actionnaires, fortement actifs, à l'origine de réseaux internationaux sur la gouvernance[2] mais aussi sur la responsabilité sociétale[3], sont l'une des origines d'activités d'influence qui caractérisent l'engagement [Clark et Hebb, 2004].

Depuis les scandales financiers du début des années 2000, on observe l'apparition d'un nouveau « mouvement social » [Marens, 2003] proche de l'activisme social et institutionnel qualifié aussi bien de « Corporate Social Responsibility shareholder activism » [Tkac, 2006] que d'engagement [McLaren, 2004]. Par exemple, au Royaume-Uni, des coalitions d'actionnaires institutionnels telles que l'ABI (Association of British Insurers) ont appelé à une utilisation plus fréquente de la responsabilité sociétale de l'entreprise à travers l'utilisation des audits sociaux dans le but d'améliorer la transparence au sein des entreprises sélectionnées. Il n'est pas rare de voir aussi des fonds syndiqués ou des fonds de solidarité de travailleurs se joindre à des mouvements sociaux réunis autour de considérations d'ordre moral, social ou environnemental. En mai 2001, le FSTQ (Fonds de Solidarité des Travailleurs du Québec) a rejoint la campagne d'actionnaires pour le respect des normes de l'OIT (Organisation Internationale du Travail) sur les conditions de travail.

2 Par exemple, ICGN (International Corporate Governance Network) est un réseau international sur le gouvernement d'entreprise. Fondé en 1995 par des investisseurs institutionnels, il représente les actionnaires des entreprises, les intermédiaires financiers, les chercheurs et d'autres parties intéressées par le développement des pratiques mondiales en matière de gouvernement d'entreprise.

3 Au printemps 2006, plusieurs investisseurs institutionnels, tels que CalPERS, ont signé les « principes pour l'investissement responsable ». Lancés par Kofi Annan, ces principes intègrent les problématiques environnementales, sociales et de gouvernance dans la gestion des portefeuilles d'investissement et se déclinent en plus d'une trentaine d'actions possibles qui concernent une variété de problématiques, comme les décisions d'investissement, l'actionnariat actif, la transparence, la collaboration entre signataires et la volonté de faire adopter ces pratiques par le secteur financier dans sa totalité.

Ces acteurs utilisent leur statut d'actionnaire pour faire valoir des revendications sociales ou environnementales dans le cadre de l'assemblée générale. Comme le mentionnent Gomez et Korine [2005], ces actionnaires-acteurs présentent un comportement identique à celui des investisseurs institutionnels fortement actifs. Non seulement, ils réalisent un investissement sur le long terme, mais de plus, ils sont suffisamment nombreux pour déposer des résolutions aux assemblées générales. En France, si les années 1990 ont été marquées par une stratégie judiciaire « d'harcèlement » menée par des actionnaires minoritaires [Couret, 1996], les années 2000 ont débuté par des guérillas de questions posées en assemblées générales. Selon une étude du CFIE (Centre Français d'Information sur les Entreprises) réalisée sur les assemblées générales des entreprises du CAC 40 en 2004, sur les 1206 interventions d'actionnaires recensées, 32 % concernaient la responsabilité sociale des entreprises[4]. Or, ces questions sont posées par un ensemble d'acteurs, tels que les actionnaires institutionnels, mais aussi par les associations, les syndicats, les organisations religieuses ou non gouvernementales, les fonds d'investissement socialement responsables et les actionnaires individuels [Tkac, 2006].

Ce renouveau de l'activisme social s'explique notamment par la défiance des marchés financiers suite aux récents scandales financiers [McLaren, 2004]. Selon Bigelow et al. [1993], en galvanisant l'attention du public, l'apparition d'une crise ou de faits nouveaux tels qu'un scandale financier conduit à une réévaluation des attitudes passives et actives des actionnaires. Ainsi, chaque résolution proposée en assemblée générale suit une évolution de sentier différente. Dans leur analyse descriptive de plusieurs résolutions d'actionnaires de 1988 à 1998, Graves et al. [2001] montrent effectivement que certaines résolutions sont récurrentes, d'autres disparaissent définitivement ou temporairement, ou que certaines sont momentanées car « à la mode ». De même, Tkac [2006] souligne que l'activisme des syndicats américains a connu aussi des changements. Ayant débuté comme un mouvement social, cet activisme est devenu plus politique pour se conformer à l'histoire et à la culture des syndicats. Plus récemment, Thomas et Cotter [2005] observent que les unions syndicales ont de nouveau changé leur stratégie en encourageant davantage l'approbation de résolutions relatives à la gouvernance d'entreprise (conseil d'administration indépendant, rémunération, …) que celles qualifiées de « socialement responsables ». Ainsi, l'activisme actionnarial est un processus complexe, évolutif et adaptable qui se distingue d'un activisme conventionnel par la nature des relations liant les actionnaires actifs à la direction des sociétés visées. Ces relations ne sont plus définies en termes de contrat entre un agent (la coalition de contrôle) et un principal (la coalition dissidente) mais en termes de relations politiques et stratégiques. On parlera alors d'engagement.

4 In Les Echos du 29 avril 2004.

L'engagement comme nouvelle variable de segmentation

Les actionnaires et les parties prenantes (stakeholders) ont été longtemps analysés séparément comme deux groupes d'individus distincts. Dans leur typologie des parties prenantes, Donaldson et Preston [1995] considèrent les actionnaires comme des parties prenantes primaires alors que les ONG (Organisations Non Gouvernementales) ou les associations sont classées parmi les parties prenantes secondaires. Or, comme nous l'avons vu précédemment, les actionnaires actifs ont des visages multiples. Par exemple, des consommateurs socialement responsables peuvent choisir de devenir actionnaires pour donner plus de poids à une campagne de boycott en participant à l'assemblée générale, et, éventuellement, dans un second temps, établir une relation de partenariat durable. Ces acteurs sont à la fois actionnaires, parties prenantes primaires mais aussi secondaires. Par conséquent, une typologie basée uniquement sur le statut juridique de l'actionnaire [Girard, 2001] n'est plus pertinente pour expliquer le rôle joué par ces nouveaux acteurs. En effet, la distinction traditionnelle entre actionnaires majoritaires, institutionnels, financiers, salariés et individuels semble peu pertinente pour l'appliquer à certains acteurs qui, de par leur double statut, entretiennent différents types de relation avec une même organisation. La prise en compte de ces nouvelles relations nous conduit à proposer une nouvelle classification de l'activisme actionnarial et des actionnaires actifs pour préciser ce qui distingue le trublion actionnaire Nicolas Miguet, de l'actionnaire socialement responsable, de l'actionnaire engagé ou encore de l'actionnaire militant.

De Brito [2006] distingue deux types d'actionnaires engagés : ceux à vocation patrimoniale et ceux à vocation militante. Les premiers sont assimilés à des actionnaires-propriétaires sur une partie du capital de la société. Les seconds sont dits militants car ils sont généralement membres de la société civile, comme les ONG ou les associations. Selon De Brito [2006], la nature de la relation qui lie ces deux types d'actionnaires engagés à la société est différente. Pour les actionnaires à vocation patrimoniale, « l'engagement ou le dialogue social » se traduit par une relation de partenariat, alors que pour les actionnaires militants, « l'engagement ou l'activisme actionnarial est un moyen d'exprimer les attentes des parties prenantes (stakeholders) et non pas directement des actionnaires (shareholders) ». A partir d'interviews réalisés auprès de 12 gestionnaires d'actifs anglais, McLaren [2004] distingue deux groupes d'actionnaires engagés : les fonds socialement responsables (SR funds) et les fonds de gouvernance d'entreprise (CG funds). Le premier groupe s'engage dans les entreprises pour améliorer leur démarche de responsabilité sociétale. En revanche, le second groupe est plus conventionnel, car motivé par la maximisation de la valeur actionnariale des sociétés dans lesquelles il a investi. Ces fonds exercent deux formes différentes d'activisme qui visent à améliorer le système de gouvernance des entreprises sélectionnées tout en appliquant certains critères sociaux, environnementaux et éthiques. Cependant, ces deux typologies

fondées sur l'approche actionnariale et partenariale de l'activisme actionnarial ne font pas de distinction entre l'engagement organisationnel et l'engagement sociétal, d'où la difficulté actuelle d'identifier les différentes formes d'activisme actionnarial et leurs impacts sur le système de gouvernance des entreprises et sur le processus de création de la richesse. Précisions que le fonds de gouvernance d'entreprise mène un degré d'engagement organisationnel (voisin de l'activisme conventionnel) alors que le fonds socialement responsable est fortement engagé dans une cause sociétale (on parlera alors d'activisme social). En effet, ce dernier milite en faveur de la mise en place ou d'une amélioration d'une démarche de responsabilité sociétale des entreprises sélectionnées en proposant des résolutions socialement responsables aux assemblées générales de celles-ci ou en menant une campagne de boycott. On qualifiera alors cet actionnaire de « militant ». Mais il peut également être plus engagé dans l'organisation, de par l'importance de sa participation financière, mais aussi de part sa présence au sein du conseil d'administration, par son adhésion à des réseaux internationaux et par des relations de partenariat établies avec les sociétés sélectionnées. Cet actionnaire pourra mener un activisme plus global en proposant notamment en assemblées générales soit des résolutions qualifiées de « socialement responsables » soit des résolutions dites de « gouvernance » dont l'objectifest l'amélioration de la gouvernance des entreprises visées. Si l'actionnaire « militant » et « engagé » sont fortement impliqués dans une démarche de responsabilité sociétale, il n'en est pas de même pour l'actionnaire « contrôlant » et « dissident », comme nous le montre la figure n°1. L'actionnaire « dissident » mène un activisme plus conventionnel lorsque ses opportunités de sortie sont neutralisées. En cas d'échec des négociations et en l'absence d'intervention des autorités de marché dans la procédure, il exprimera son mécontentement en assemblées générales par son opposition aux résolutions proposées par la direction. En cas de défaite de cette bataille de procuration, on constate que l'activisme suit une voie plus conflictuelle qui se traduit soit par le retrait de l'actionnaire « dissident » soit par la mise en place d'une procédure judiciaire fortement médiatisée. Le recours judiciaire est particulièrement usité en France, ce qui fait des actionnaires minoritaires des « machines à procès » [Cozian et al., 2002]. La médiatisation du conflit vise, quant-à-elle, à exercer une pression plus forte sur la direction et à former une coalition dissidente réunissant un grand nombre de votes [Girard, 2001]. Ces deux dernières activités de sollicitation de votes sont également utilisées par une coalition dissidente d'actionnaires actifs qui cherchent à obtenir le contrôle total ou partiel d'une société visée. Nous appellerons ces actionnaires actifs des actionnaires « contrôlants », car leur objectif est d'acquérir un bloc de contrôle suffisamment important pour renverser en assemblée générale la direction en place et pour s'impliquer davantage dans la gestion de l'entreprise cible. La prise de contrôle du groupe André par Guy Wyser Pratte et le fonds NR Atticus en est un exemple, mais ce type d'opération reste rare, en France. Ces actionnaires « contrôlants » exercent un fort degré d'engagement organisationnel qui se traduit par

activisme de type « conventionnel » pour obtenir le contrôle total ou partiel d'une société visée. A l'inverse, les actionnaires « dissidents » exercent momentanément un activisme de type « conventionnel » pour exprimer leur mécontentement à l'égard de la société de contrôle. Ils seront alors faiblement engagés dans l'organisation et dans sa démarche de responsabilité sociétale, comme nous l'indique la figure sur la page suivante.

Figure n°1 : Une nouvelle segmentation des actionnaires actifs et de l'activisme actionnarial



La première variable de segmentation retenue intitulée « degré d'engagement organisationnel » a fait l'objet de nombreuses recherches en gestion des ressources humaines [Meyer et Allen, 1991, 1997] et plus récemment, en finance [Guillot-Soulez, 2005]. Ces travaux mettent en évidence trois dimensions de l'engagement organisationnel, celui-ci pouvant être normatif, affectif ou de continuité.

L'engagement normatif relève d'une obligation morale ressentie. Par exemple, dans les sociétés en difficultés financières, cet engagement se manifeste par le soutien de leurs actionnaires individuels qui se sentent « obligés » de garder leurs participations financières [Lemoine et Onnée, 2001]. L'engagement affectif traduit, quant à lui, un attachement émotionnel à l'organisation. Cet attachement se manifeste par la présence des actionnaires à des comités consultatifs, à des clubs ou des cercles d'actionnaires, à des séminaires de formation de bourse, à des visites des sites d'exploitation ou à des expositions culturelles. Cependant, soulignons que l'engagement affectif et normatif ne peut naître que si l'entreprise maintient avec son actionnariat un niveau de satisfaction jugé acceptable (appelé engagement de continuité). On peut également transposer les trois dimensions dans le domaine de l'engagement sociétal. Cette seconde variable de segmentation qualifiée de « degré d'engagement sociétal » mesure la prise en compte à la fois des aspects économiques, sociaux et environnementaux des actionnaires en tant que parties prenantes [Sobczak et Girard, 2006].

Les effets de l'activisme actionnarial...

Selon l'approche juridico-financière de la gouvernance, les actionnaires minoritaires sont des actionnaires passifs qui délèguent leurs droits décisionnels à une coalition de contrôle. En cas de conflits d'intérêts avec celle-ci, ces actionnaires adoptent un comportement actif en actionnant un mécanisme alternatif de contrôle appelé l'activisme. L'objectif de ce processus de contestation est de contraindre la direction à aligner ses intérêts avec ceux des actionnaires. Cependant, comme nous l'avons présenté dans la section précédente, les actionnaires actifs ne forment plus un groupe d'acteurs homogène mais une pluralité de parties prenantes aux intérêts multiples qui s'engagent à des degrés différents dans l'organisation et/ou dans des projets socialement responsables. Certes, ces acteurs, plus ou moins engagés, utilisent tous leur statut d'actionnaire pour faire valoir des revendications sociales, environnementales et de gouvernance dans le cadre de l'assemblée générale, mais les plus engagés mobilisent également leurs connaissances et leurs compétences spécifiques pour mener collectivement ces projets. Ainsi, l'activisme actionnarial n'est plus uniquement un mécanisme disciplinaire mais peut être également un processus d'apprentissage collectif assimilable à un projet tributaire de l'identité et des compétences des actionnaires plus ou moins engagés. Selon cette vision plus élargie de la gouvernance, ces actionnaires jouent potentiellement un rôle cognitif dont les effets sur la performance (2. 1.) et sur le système de gouvernance (2. 2.) des entreprises concernées divergent en fonction du degré d'engagement.

...sur la performance

La majorité des études empiriques a analysé l'activisme institutionnel comme un mécanisme alternatif de contrôle visant à améliorer la valeur actionnariale. Toutefois, Wahal [1996] note que les résultats obtenus lors de ces travaux ne permettent pas de conclure de façon certaine sur l'efficacité de l'activisme institutionnel comme substitut d'un marché du contrôle actif. Karpoff et al. [1996], Gillan et Starks [1996] et Kochhar et David [1996] montrent un impact de l'activisme très faible, voire même insignifiant. En revanche, après annonce, les réactions du marché financier sont variées et dépendent des résultats obtenus par la coalition dissidente [Mulherin et Poulsen, 1998], de la composition de la coalition dissidente et du motif de la contestation. Karpoff [1998] explique cette importante disparité dans les résultats empiriques par les différences en terme de méthodologie de la part des auteurs, c'est à dire au niveau de la définition des évènements et des caractéristiques du succès de l'activisme. Par exemple, la phase de négociations privées entre les actionnaires dissidents et la direction visée biaise les résultats obtenus [Carleton et al., 1998]. Girard [2002] souligne que les capacités d'anticipations rationnelles et d'adaptation de la coalition de contrôle lui permettent notamment d'actionner de nouveaux mécanismes de gouvernance réduisant l'impact sur le cours de bourse de l'annonce de l'activisme actionnarial. De même, ce processus s'accompagne d'un impact indirect sur les processus décisionnels de chaque partie prenante de l'entreprise concernée [Black, 1998] qui reste encore mal connu. Ainsi, si l'activisme conventionnel a une origine conflictuelle, cette relation peut évoluer au cours du processus de contestation pour devenir plus coopérative.

Prenons l'exemple du fonds britannique Hermès détenu à 100 % par British Telecom. Cet investisseur institutionnel exerce une activité de contrôle dans les entreprises qu'il sélectionne. Cet activisme répond à plusieurs principes d'engagement et de stewardship. Il se caractérise par des activités de sollicitation de vote, de collecte et de traitement d'information sur la gouvernance des entreprises détenues en portefeuille ainsi que par des activités de lobbying (amendement Takeover Panel) et d'adhésion à des réseaux internationaux d'investisseurs (Corporate Governance Forum). Le contrôle pour cet investisseur institutionnel est alors basé sur une relation de partenariat et de coopération durable avec les entreprises dans lesquelles il a investi. Selon la théorie de la coopération (stewardship theory), ces actionnaires actifs et la coalition de contrôle visée trouvent alors un avantage mutuel dans la coopération. Ces investisseurs qualifiés de « relationnels » sont généralement patients, stables mais pas passifs [Kleiman et al., 1994], car ils deviennent actifs en déposant des résolutions relatives à la gouvernance des entreprises surveillées [Gordon, 1994]. Selon Gordon [1994], cet investissement relationnel dépend de trois facteurs : la détention importante d'une fraction du capital, l'horizon d'investissement de long terme et l'engagement réciproque entre cet actionnaire institutionnel et la direction

sur la politique de la firme et les prises de décision. Ces trois facteurs constituent les trois dimensions de l'engagement organisationnel, d'où l'utilisation combinée des termes « engagé » (« committed ») ou « relationnel » (« relational ») dans les études empiriques sur le rôle des actionnaires « contrôlants ». Dans leur étude, Bhagat et al. [2004] soulignent que le concept « d'investissement relationnel » est généralement mal défini à cause des seuils de participation financière et de l'horizon d'investissement retenus dans les études empiriques. Afin de rendre ce concept opérationnel, ils définissent un investisseur relationnel comme étant un investisseur externe qui détient un bloc de contrôle significatif de l'ordre de 10 % dans le capital de la société pendant au moins 4 ans. Si ce seuil est deux fois plus élevé que dans les études antérieures, plusieurs recherches [Bhagat et al., 2004] montrent que cet investissement relationnel se substitue à d'autres mécanismes de gouvernance pour améliorer leur performance financière. Cet impact positif est notamment lié à la surveillance de la direction par une « cohorte » de détenteurs de blocs de contrôle mais aussi à la surveillance mutuelle entre eux. Bloch et Hege [2001] montrent l'importance d'avoir une interaction non coopérative entre ces détenteurs de blocs de contrôle. Ils montrent que la concurrence entre deux résolutions portant sur le même objet (par exemple, la nomination d'un administrateur indépendant) mais déposées par deux actionnaires « contrôlants » sera bénéfique si l'un d'eux possède la capacité à définir et à implémenter des stratégies au moyen de la résolution proposée. Cette capacité est appelée « compétence de monitoring » [Bloch et Hege, 2001].

Selon Charreaux [2002], certains actionnaires, tels que les actionnaires industriels, exercent une fonction managériale et perceptive. La première est une fonction de recherche et de coordination des facteurs de production alors que la seconde est associée au repérage d'opportunités futures. A titre d'illustration, au cours d'une bataille de procuration, en janvier 2000, la prise de contrôle total du groupe Vivarte par deux actionnaires « contrôlants » montre qu'une stratégie de collusion entre détenteurs de blocs de contrôle minoritaires a permis de mobiliser leurs compétences autour d'une vision conjointe des opportunités d'investissement. L'étude d'Albouy et Schatt [2004] montre en effet une amélioration de la valeur actionnariale suite à cette bataille de procuration réussie. Dans ce cas, le fonds NR Atticus soutenu par le financier Guy Wyser-Pratte a joué un rôle cognitif au sein du groupe Vivarte. Le terme cognitif est associé à celui de « gain de compétences », « sachant que ces compétences trouvent leur principale source dans les bases de connaissances qu'apportent ou que contribuent à construire les différentes parties prenantes » [Charreaux, 2006].

Cependant, ce « levier de compétences » n'est pas uniquement actionné par des actionnaires « contrôlants » mais aussi potentiellement par des actionnaires « militants » et « engagés ». De plus en plus, les entreprises font appel à des ONG et à des syndicats

[Chakrabarti, 2004] pour mobiliser leur expertise dans les domaines sociaux et environnementaux. Leur entrée dans le capital est susceptible de s'accompagner d'un gain de compétences fondé sur le partage de leur connaissance et de leur expertise technique ainsi que technologique [Urban, 2005]. A contrario, si cet activisme social ne se traduit par aucune coordination cognitive modifiant l'apprentissage organisationnel des entreprises visées, alors il pourra être destructeur de valeur durable. Dans ce cas, les batailles de procuration révèlent deux types de conflits : des conflits d'intérêts entre les actionnaires minoritaires et la coalition de contrôle et des conflits cognitifs. Ces derniers proviennent d'une incompréhension mutuelle sur les opportunités de l'entreprise [Wirtz, 2006] entre une coalition dissidente et de contrôle, mais aussi, entre les différents actionnaires contestataires. Par exemple, on trouvera, d'un côté, un groupe d'actionnaires « dissidents » insatisfaits des performances financières et de l'autre côté, un actionnaire « militant » mécontent des actions sociétales de l'entreprise. Cependant, cette opposition peut générer un « levier de compétences » si des mécanismes de gouvernance sont mis en place pour créer des gains de compétences tout en réduisant les coûts d'agence de compétences d'un actionnariat diffus composé d'une grande diversité de parties prenantes.

Sur le système de gouvernance des entreprises

Plusieurs études empiriques ont analysé les effets de l'activisme conventionnel sur le système de gouvernance des entreprises américaines. Selon l'approche juridico-financière de la gouvernance, ce mécanisme alternatif a une fonction disciplinaire créatrice de richesses en termes de réduction des coûts d'agence[5] liés aux conflits d'intérêts entre une coalition dissidente et une coalition de contrôle. Black [1998] montre que ce mécanisme s'accompagne d'une modification de la composition du conseil d'administration, de la création de comités alternatifs de contrôle et d'une séparation des fonctions de Président et de Directeur Général. Pozen [1994] établit que les propositions des actionnaires peuvent encourager la direction à réaliser des changements créateurs de valeur. D'autres auteurs, tels que Black [1992] ou Pound [1992], démontrent que les initiatives des actionnaires, incluant des pratiques de gouvernance, offrent une voie pour influencer la politique d'une firme d'une manière moins coûteuse que les batailles de procuration ou les prises de contrôle. Girard [2004] observe en effet que, dans le cas de l'activisme conventionnel sans prise de contrôle, la coalition de contrôle mène une stratégie

5 Dans un contexte conflictuel lié à l'asymétrie informationnelle, on distingue trois types de coûts d'agence [Jensen et Meckling, 1976] : les coûts de surveillance (monitoring) induits par la mise en place et l'utilisation de mécanismes de contrôle et d'incitation, les coûts de dédouanement mis en place par le dirigeant et les coûts résiduels liés à l'existence de l'espace discrétionnaire du dirigeant.

proactive de neutralisation des mécanismes internes (assemblées générales) et externes (marché des prises de contrôle), générant ainsi de nouveaux coûts d'agence. Elle constate également que lorsque l'activisme conventionnel est initié par une association ou lorsque l'entreprise est visée pour ses mauvaises performances boursières, la coalition de contrôle intensifie sa politique de communication médiatique. La mise en place de ce nouveau mécanisme de gouvernance génère de nouveaux coûts cognitifs appelés coûts de conviction [Wirtz, 2006]. Ces coûts font écho aux coûts de dédouanement mais en diffèrent dans la mesure où l'objectif recherché est d'expliquer aux parties prenantes-actionnaires les difficultés financières rencontrées et de faire échouer les activités de sollicitation de vote mises en place par une coalition dissidente. En revanche, dans le cas de l'activisme conventionnel avec prise de contrôle, on observe d'autres changements dans la gouvernance des entreprises visées. Par exemple, l'activisme des actionnaires « contrôlants » dans le groupe Vivarte s'est terminé par la révocation ad nutum de la direction en place et par un engagement organisationnel plus fort de la coalition dissidente. Cet engagement s'est traduit par la mise en place de mécanismes disciplinaires et cognitifs, créateurs de valeur actionnariale. Ainsi, l'impact de l'activisme actionnarial sur les différents mécanismes de gouvernance peut s'analyser en fonction de son incidence sur les coûts d'agence, les coûts et les gains de compétences.

De nouveau, l'étude des effets de l'activisme actionnarial peut s'en trouver renouveler (cf. figure 2). Prenons l'exemple de l'activisme social initié en 1996 par l'United Methodist General Board of Pensions (UMGBP) qui, mécontent des pratiques en matière de sous traitance du groupe Nike, a déposé une résolution demandant à la direction de modifier cette habitude. Depuis cette assemblée générale houleuse, le groupe Nike consulte périodiquement plusieurs actionnaires tels que UMGBP et ICCR (Interfaith Center on Corporate Responsability) pour connaître leurs avis et conseils sur leurs pratiques managériales. Cet apprentissage permet alors au groupe de développer des routines (ou des compétences) spécifiques liées à l'interaction avec ces actionnaires actifs. Dans cette hypothèse, cet activisme social génère tout d'abord des coûts d'agence (coûts de contrôle « monitoring ») et des coûts cognitifs (coûts de mentoring [Wirtz, 2006]). Ces derniers seront alors engagés par les actionnaires militants pour rapprocher les structures cognitives de la coalition de contrôle avec les leurs. Le « carbon disclosure project » illustre bien cette préoccupation d'investisseurs institutionnels militants pour la cause environnementale du changement climatique. Au cours des premières batailles de procuration, leur engagement sociétal de nature « corporatiste »[6] [Clark et Hebb, 2004] génère des coûts de contrôle visant à réduire

6 L'idée de « corporatisme » provient du fait que les personnes d'une même profession soumise à une réglementation très stricte ou d'une même catégorie d'actionnaires s'associent.

l'asymétrie informationnelle sur l'émission de dioxyde de carbone et des coûts de mentoring dont l'objectif est de convaincre et d'aider la coalition de contrôle à se conformer aux usages en vigueur (norme SA 8000, charte de la diversité, …). Par la suite, cet activisme social peut devenir un levier de compétences par l'entremise de relations de long terme. Dans ce cas, son impact sur le système de gouvernance de l'entreprise visée se traduira par un engagement plus fort des actionnaires militants dans l'organisation. Par exemple, des partenariats avec ces actionnaires militants seront institutionnalisés. L'entrée de ces actionnaires s'accompagne alors d'un gain de compétences fondé sur leur capital de connaissances et incitant les membres de la coalition de contrôle à s'engager dans une démarche innovante et adaptative de responsabilité sociétale en suivant des formations spécifiques, en adhérant à des clubs d'entreprises ou à des réseaux. Selon cette approche cognitive de la gouvernance, les réseaux d'administrateurs et de dirigeants ne sont plus un mécanisme externe de gouvernance dont le rôle est perçu négativement dans la perspective disciplinaire [Charreaux, 2006]. Ces réseaux peuvent alors être un levier de compétences.

L'activisme conventionnel mené par des actionnaires « contrôlants » comme le fonds Hermès se caractérise aussi par un fort degré d'engagement organisationnel. Les propositions de résolutions déposées en assemblées générales ont pour finalité d'améliorer le système de gouvernance des entreprises avec lesquelles ils entretiennent des relations durables, et non des les sanctionner par leur retrait. Dans ce contexte, également, cet activisme génère des coûts de mentoring et de contrôle pendant la bataille de procuration pour devenir créateur de valeur si la résolution est adoptée. En France, on constate effectivement que les actionnaires institutionnels étrangers ne cèdent pas leurs participations financières dans les entreprises visées pour leur gouvernance. En revanche, ils se retirent avant l'annonce officielle du début de l'activisme actionnarial [Girard, 2004].

Fort de ces constats, il apparait que le poids respectif de ces variables disciplinaires et cognitives n'est pas figé, mais dépend de l'évolution des différentes formes d'activisme actionnarial.

Selon l'approche intégrée de la gouvernance [Wirtz, 2006], l'entreprise est un répertoire de connaissances. Dès lors, on peut envisager qu'une entreprise sujette dans le passé à un activisme conventionnel cherchera à neutraliser ce mécanisme alternatif de contrôle, source de coûts d'agence et de compétences, en créant un actionnariat plus engagé dans l'organisation. Cet activisme sera à l'origine de mécanismes internes de gouvernance tels que les systèmes de formation de compétences pour les actionnaires. Par exemple, le groupe Total propose à ses actionnaires individuels des formations intitulées « mieux comprendre les comptes de TOTAL » dans le but de réduire les biais comportementaux à l'origine des conflits cognitifs. Enfin,

soulignons que de nouvelles associations d'investisseurs et d'actionnaires telles que l'association SHARE (Shareholder Association for Research and Education) voient le jour pour contribuer à la formation des investisseurs et des actionnaires.

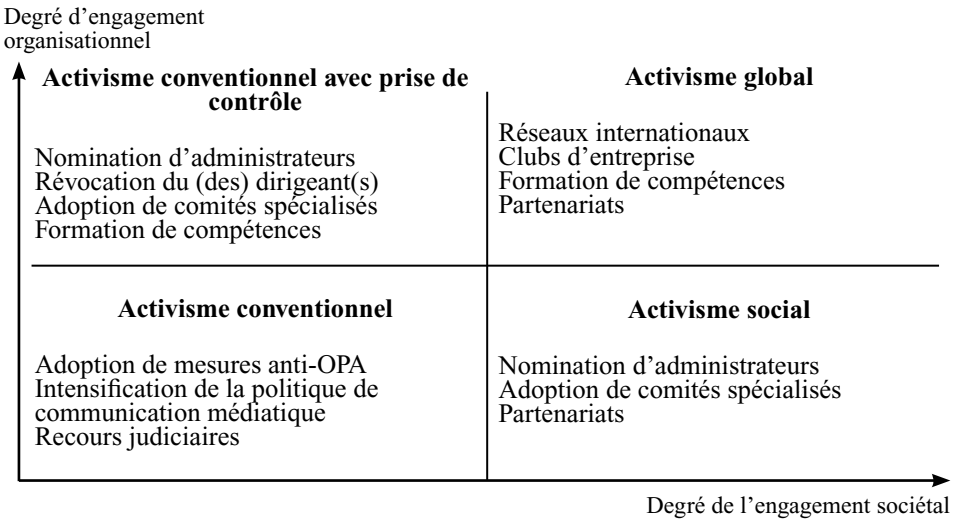


Figure n°2 : Influence sur la valeur et le système de gouvernance selon les différentes formes d'activisme actionnarial

Conclusion

L'activisme actionnarial a longtemps été analysé comme un processus de contestation initié par un ou plusieurs actionnaires minoritaires mécontents, soit des performances financières de l'entreprise soit de son système de gouvernance. Selon l'approche juridico-financière de la gouvernance, ce mécanisme alternatif de contrôle joue uniquement un rôle disciplinaire. Cependant, l'étude historique de l'activisme actionnarial montre que ce processus a connu de profondes mutations ces dernières années. On constate notamment que ce processus qualifié aussi bien d'« engagement » que d'« activisme actionnarial » n'est plus formé par une coalition dissidente d'actionnaires homogène mais par une pluralité de parties prenantes aux intérêts, aux attentes et aux croyances multiples. Par exemple, des consommateurs socialement responsables, des ONG, des syndicats, des congrégations ou des associations religieuses vont utiliser le statut d'actionnaire pour mener une campagne de boycott ou pour proposer des résolutions « socialement responsables », lors de la tenue des assemblées générales des entreprises visées. De même, on observe que les actionnaires institutionnels s'engagent davantage dans les

entreprises en prenant leur contrôle total ou partiel mais aussi dans des réseaux internationaux pour faire évoluer le système de gouvernance de ces entreprises vers une gouvernance socialement responsable. Cet activisme qualifié de social ou d'engagement fait alors apparaître de nouvelles relations qui ne sont plus définies en termes de contrat mais en termes de relations stratégiques et politiques. Ces dernières se traduisent par un engagement plus fort des actionnaires actifs dans l'organisation et pour une cause sociale et environnementale. La prise en compte des deux dimensions de l'engagement, appelées respectivement « engagement organisationnel » et « engagement sociétal », permet alors d'identifier quatre types d'activisme actionnarial : un activisme conventionnel sans prise de contrôle, un activisme conventionnel avec prise de contrôle, un activisme militant et un engagement global.

Cette nouvelle segmentation présente l'intérêt d'enrichir l'étude de l'activisme actionnarial en tenant compte des compétences des parties prenantes-actionnaires, sachant que ces compétences « trouvent leur origine dans les bases de connaissances qu'apportent ou que contribuent à construire les parties prenantes » [Charreaux, 2006]. Le raisonnement en termes de coûts et gains de compétences permet de mieux comprendre le rôle des différentes formes d'activisme actionnarial. Il semble alors plausible de poser l'hypothèse selon laquelle le degré de l'engagement de l'activisme actionnarial implique la mise en place de nouveaux vecteurs de mobilisation de compétences tels que les clubs d'entreprises, les partenariats avec des actionnaires militants, d'associations de formation pour les actionnaires et de réseaux d'administrateurs. Si ce dernier mécanisme externe de gouvernance joue un rôle négatif dans une perspective de discipline, il peut devenir un levier de création de valeur durable dans une perspective cognitive. Comparativement à la perspective juridico-financière, l'originalité se situe dans l'éclairage porté aux conséquences des actions des différentes parties prenantes- actionnaires. Cependant, soulignons que ces deux perspectives peuvent coexister si on définit l'activisme actionnarial comme un processus d'apprentissage implique une coalition de contrôle et une coordination cognitive d'actionnaires plus ou moins engagés. En effet, le poids respectif des variables disciplinaires et cognitives dépendra des différents stades d'évolution de ce processus de contestation.

Cette analyse ouvre de nouvelles perspectives de recherche pour expliquer, notamment, la diversité des effets des batailles de procuration. Quelles sont celles qui sont créatrices de gains de compétences ? Quelles sont celles qui sont sources de coûts d'agence et de compétences ? Quels sont les facteurs explicatifs des effets contradictoires de deux batailles de procuration réussies en France, celles d'Eurotunnel et du groupe Vivarte ? Est-ce que l'une des coalitions dissidentes a été plus optimiste que l'autre ?

Bibliographie

- Albouy M. et Schatt A. [2004], « Les prises de contrôle par les actionnaires contestataires : le cas André », Finance Contrôle Stratégie, Vol. 7, n° 2, 33-65.
- Baghat S., Black B. et Blair M. [2004], « Relational Investing and Firm Performance », The Journal of Financial Research, Vol. 27, n° 1, 1-30.
- Bigelow B., Fahey L. et Mahon J. [1993], « A Typology of Issue Evolution », Business and Society, Vol. 32, n° 1, 18-29.
- Black B. S. [1998], « Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States, in Newman P. éd., The new Palgrave Dictionary of Economics and Law, , Stockton Press, 459-465.
- Black B. S. [1992], « Institutional Investors and Corporate Governance: The Case for Institutionnal Voice », Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 5, 19-32.
- Bloch F. et Hege U. [2001], « Multiple Shareholders and Control Contests », working paper, Greqam.
- Carleton W., Nelson J. et Weisbach M. [1998], « The Influence of Institutions on Corporate Governance through Private Negotiations: Evidence from TIAA-CREF », Journal of Finance Vol. 53, 1335-1362.
- Chakrabarti M., [2004], « Labor and Corporate Governance : Initial Lessons from Shareholder Activism », The Journal of Labor and Society, Vol. 8, 45-69.
- Charléty P. [2001], « Activisme des actionnaires : le cas particulier des fonds de pension », Bulletin COB, Février, 17-29.
- Charreaux G. [2006], « Pour une gouvernance d'entreprise « comportementale » : une réflexion exploratoire… », in Charreaux G. et Wirtz P., Gouvernance des Entreprises – Nouvelles perspectives, . Economica, 171-191.
- Charreaux G. [2002], « L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives », Revue Française de Gestion, Vol. 28, n°141, 77-107.
- Clark G. L. et Hebb T. [2004] « The Fifth Stage of Capitalism », Relations industrielles/industrial relations, Vol. 59, n°1, 142-171.
- Couret A. [1996], « Le harcèlement des majoritaires », Working paper, ESUG.
- Cozian M., Deboissy F. et Viandier A. [2002], Droit des sociétés, Editions Litec, 15ème édition.
- Crete R. et Rousseau S. [1997], « De la passivité à l'activisme des investisseurs institutionnels au sein des corporations : le reflet de la diversité des facteurs d'influence », Revue de droit de McGill, Vol. 42, 864-959.
- De Brito C. [2006], « ISR : Comment les critères extra-financiers impactent les objectifs de gestion ? », Revue d'Economie Financière, n° 85, 151-170.
- Del Guercio D. et Hawkins J. [1999], « The Motivation and Impact of Pension Fund Activism », Journal of Financial Economics, Vol. 52, 293-340

- Donaldson T. et Preston L.E. [1995], « The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications », Academy of Management Review, Vol. 20, n°1, 85-91.
- Gillan S. et Starks L. [2001], « Institutional Investors, Corporate Ownership and Corporate Governance: global perspectives », TIAA CREF working paper, New York.
- Gillan S. et Starks L. [1998], « A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence », Contemporary Finance Digest, Autumn, Vol. 2 n° 3, 0-34.
- Gillan S. et Starks L. [1996], « Relationship Investing and Shareholder Activism by Institutional Investors », Working Paper, University of Texas.
- Girard C. [2004], « L'incidence de l'activisme actionnarial sur les mécanismes de gouvernance : le cas français », Finance Contrôle Stratégie, vol. 7, n° 3, 91-116.
- Girard C. [2002], « Les actionnaires minoritaires », Revue Française de Gestion, Vol. 28, n° 141, novembre-décembre, 183-202.
- Girard C. [2001], « Une typologie de l'activisme des actionnaires minoritaires en France », Finance, contrôle, stratégie, Vol. 4 n°3, Septembre, 123-146.
- Gomez P-Y et Korine H. [2005] « Democracy and the Evolution of Corporate Governance », Corporate Governance: An International Review, 13, 6, 739-752.
- Gordon J. N. [1994], « Institutions as Relational Investors: a New Look at Cumulating Voting », Columbia Law Review, Vol. 94, n° 1, 124-192.
- Gordon L. et Pound J. [1993], « Information, Ownership Structure and Shareholder Activism by Institutional Investors: The Wealth Effects of Corporate Governance Related Proposals », Journal of Finance, Vol. 48, n° 2, 697-718.
- Graves S. B., Rehbein K. et Waddock S. [2001], « Fad and Fashion in Shareholder Activism. The Landscape of Shareholder Resolutions, 88-1999 », Business and Society Review, Vol. 106, n° 4, 293-314.
- Guillot-Soulez C. [2005], Dimensions organisationnelles et fondements ressources humaines des plans d'options sur actions-Le cas des sociétés du CAC 40, Thèse de Doctorat, Université Paris I.
- Johnson M. et Shackell M. [1997], « Shareholder Proposals on Executive Compensation », Working Paper, University of Michigan.
- Karpoff J. [1998], « The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: a Survey of Empirical Findings », Working Paper, University of Washington.
- Karpoff J., Malatesta P. et Walkling R. [1996], « Corporate Governance and Shareholder Initiatives: Empirical Evidence », Journal of Financial Economics, Vol. 42, p. 365-395.
- Kleiman R. T., Nathan K. et Shulman J. M. [1994], « Are there Payoffs for "Patient" Corporate investors? », Merger & Acquisitions, mars-avril, 34-41.

- Kochhar R. et David P. [1996], « Institutional Investors and Firm Innovation : A Test of Competing Hypotheses », Strategic Management Journal, Vol. 17, n° 1, 73-84.
- Marens R. [2003], « Evolution du gouvernement des entreprises : l'émergence de l'activisme actionnarial au milieu du Xxe siècle », Finance Contrôle Stratégie, Vol. 6, n° 4, 97-131.
- McLaren D. [2004], « Global Stakeholders: Corporate Accountability and Investor Engagement », Corporate Governance, Vol. 12, n° 2, 191-201.
- Meyer J. P. et Allen N. J. [1997], Commitment in the Workplace: Theory, Research and Application, Thousand Oaks: Sage.
- Meyer J. P. et Allen N. J. [1991], « A Three-Component Conceptualization of Organizational Commitment », Human Resource Management Review, Vol. 1, n°1, 61-.89.
- Mulherin J. H. et Poulsen A. B. [1998], « ProxyCcontests and Corporate Change : Implications for Shareholder Wealth », Journal of Financial Economics, Vol. 47, 279-313.
- Lemoine J-F et Onnée S. [2001], « Vers une meilleure compréhension du statut « d'actionnaire individuel-client », Gestion 2000, n° 4, 127-138.
- Opler T. et Sokobin J. [1997], « Does Coordinated Institutional Activism Work : An Analysis of the Activities of the Council of Institutional Investors », Working Paper, Ohio State University.
- Pound J. [1992], « Raiders, Targets and Politics: the History and Future of American Corporate Control », Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 5, 6-18.
- Pozen R. [1994], « Institutional Investors: The Reluctant Activists », Harvard Business Review, Janvier-Février, 140-149.
- Ryan L. V. et Schneider M. [2002], «The Antecedents of Institutional Investor activism », Academy of Management Review, Vol. 27, n° 4, 554-573.
- Sobczak A et Girard C., [2006], « Des parties prenantes aux parties engagées : pour une nouvelle lecture de la théorie des stakeholders », communication présentée au 1er Congrès du Réseau International de recherche sur les Organisations et le Développement Durable (RIODD), Université Paris 12, Créteil.
- Thomas R. S. et Cotter J. F. [2005], « Shareholder Proposals Post-Enron: What's Changed, What'sSsame? », Vanderbilt University working paper.
- Tkac P. [2006], « One Proxy at a Time: Pursuing Social Change Through Shareholder Proposals », Economic Review, Vol. 91, n° 3.
- Urban S. [2005], « Développement durable et partenariat industriel : vers un modèle stratégique renouvelé », Finance Contrôle Stratégie, Vol. 8, n°3, 117-200.
- Wahal S. [1996], « Pension Fund Activism and Firm Performance », Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 31, 1-23.
- Wirtz P. [2006], « Compétences, conflits et création de valeur : une approche intégrée de la gouvernance », Finance Contrôle Stratégie, Vol. 9, n° 2, 187-221.