

L'INFLUENCE DE L'ACTIVISME DES  
ACTIONNAIRES MINORITAIRES SUR LA  
GOUVERNANCE DES ENTREPRISES  
FRANÇAISES COTÉES

**HUYNH Quôc Thai**

Docteur en Sciences de Gestion

Maître de conférences en Sciences de Gestion

Université de Poitiers

Laboratoire de recherche - CEREGE

# PLAN DE LA PRÉSENTATION

- **1- Originalité et intérêts de l'étude**
  - Actualité
  - Intérêts théoriques de la recherche
  - Intérêts empiriques de la recherche
  
- **2- Objectifs de la problématique générale**
  - Au plan théorique
  - Au plan empirique
  - Problématique et questions de recherches
  
- **3- Démarche méthodologique**
- **4- Analyse des résultats**
- **5- Conclusion**

# INTRODUCTION

- ◉ Albert O. Hirschman (1970) avait résumé les stratégies des actionnaires en trois mots:

« *Exit, Voice and Loyalty* »

- ◉ Soit vendre, s'exprimer et rester loyal.

(sous-titre du livre: Responses to decline in firms, organizations and states)

# 1- ORIGINALITÉ ET INTÉRÊTS DE L'ÉTUDE

## ◉ Actualité du sujet

### En France

- ◉ Mai 2014, le fonds Amber Capital a obtenu une modification importante de la gouvernance de Nexans. (3,70% du K d'après Thomson Reuters)
- ◉ Malgré une proposition de résolution non adoptée en AG pour la révocation du PDG (35% de vote sur 75% de participation), le Csl d'adm a finalement procédé à la séparation des fonctions de Psdt et de DG pour septembre prochain ⇔ Succès activisme

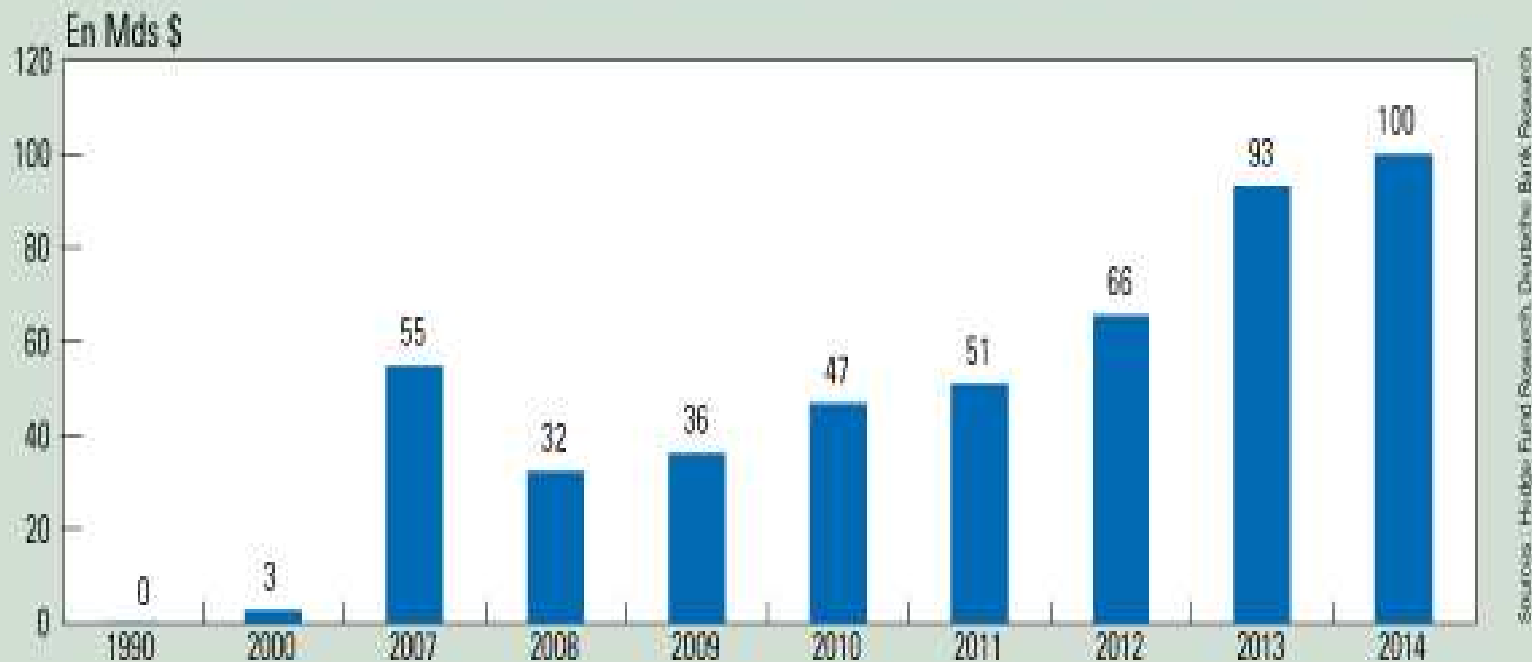
- ⊙ Aux Etats-Unis, les activistes ont visé en 2013 deux fois plus de sociétés dépassant le milliard de dollars de capitalisation boursière qu'en 2009.
- ⊙ Apple, Dell, eBay ou Microsoft font l'objet d'opérations agressives de fonds activistes relayées par les médias, la presse, et accélérées par les réseaux sociaux. (un twitt de Carl Icahn avait fait augmenter de 2% le titre d'Apple fin 2013)
- ⊙ Factset SharkWatch a recensé 10 cas de sociétés américaines ayant cédé des actifs sous la pression de fonds activistes contre 3 il y a 5 ans.



# Les fonds activistes n'ont jamais été aussi riches avec 100 milliards de dollars d'actifs sous gestion en 2014. Illustration L'Agefi.

(La baisse des taux d'intérêt et le manque d'opportunités ont incités les investisseurs institutionnels à reporter une partie de leurs capitaux sur les HF, 4,7 milliards de \$ en 2013 d'après le cabinet HFR )

## La force de frappe des fonds activistes n'a jamais été aussi élevée

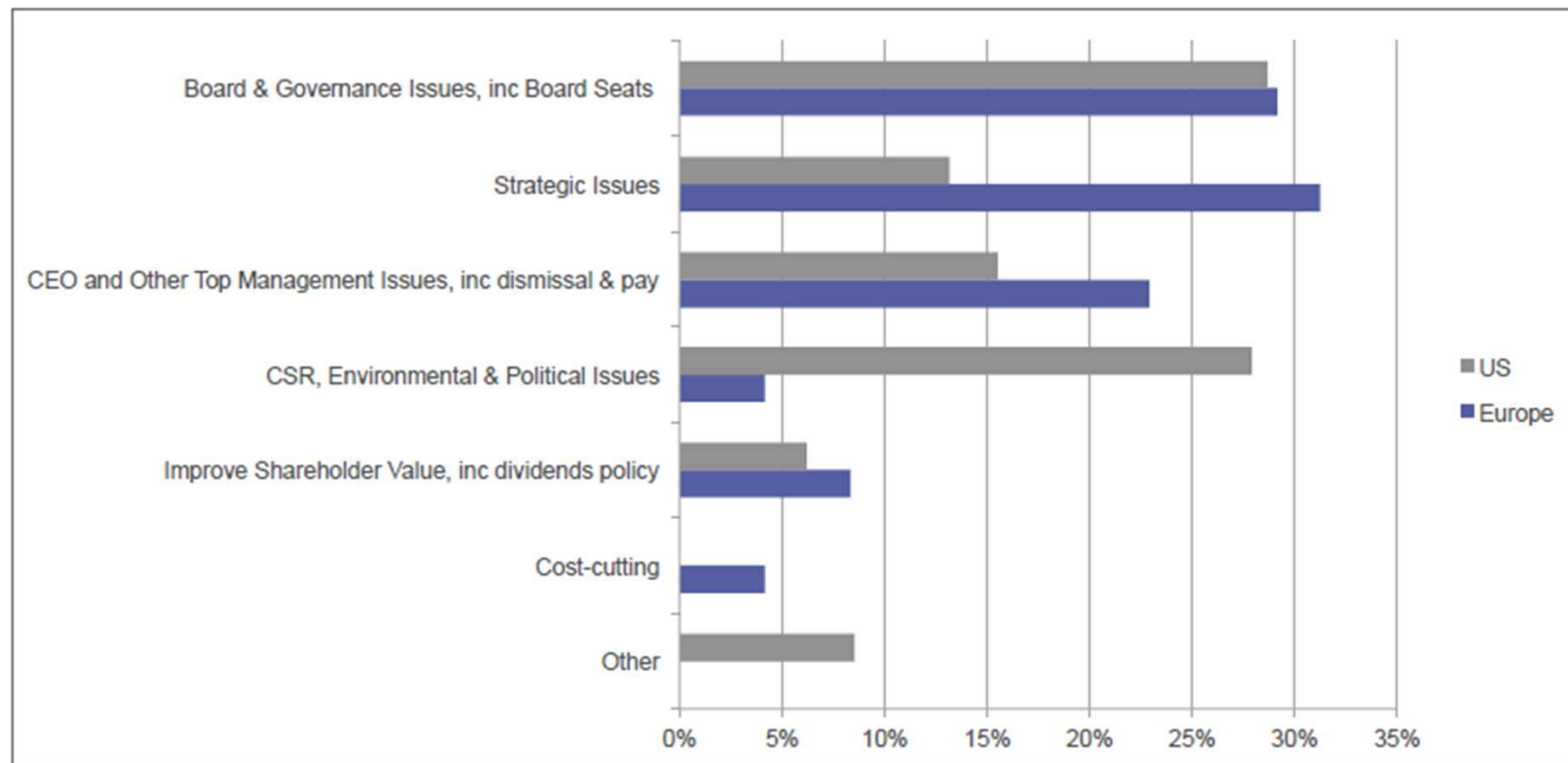


- ◉ Depuis 2008, grâce à des performances supérieures à celles du S&P 500 et de l'indice Global Hedge Fund, les actifs sous gestion des fonds activistes ont augmenté de 24% en moyenne chaque année.
- ◉ D'après la Tribune, les HF activistes ont dégagé un rendement de 16,5% en 2013 (contre 15% en 2012). Soit une moyenne 2 fois supérieure à l'ensemble des HF qui est de 7%.



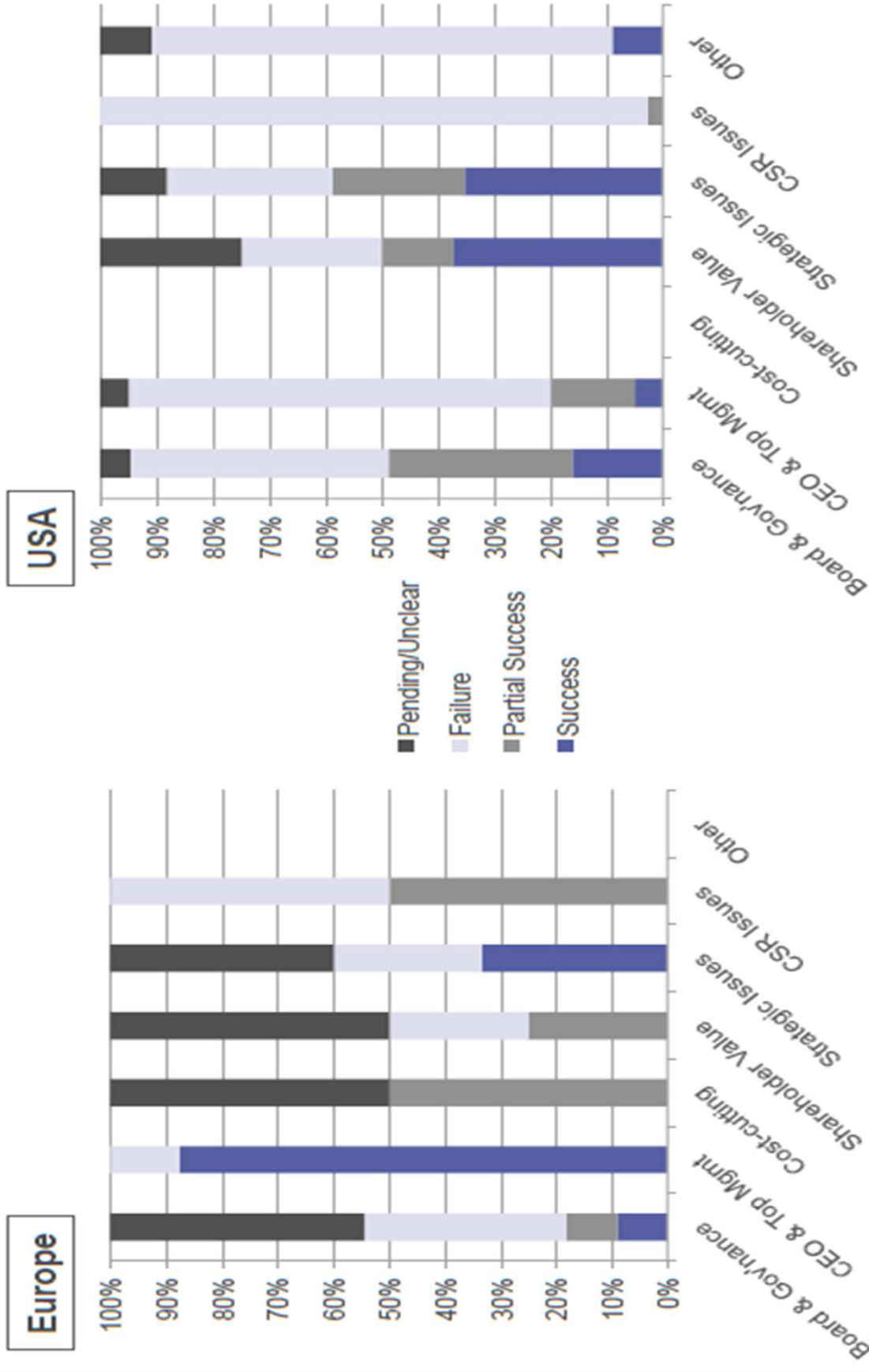
- Cependant, d'après une étude de Havas Paris-AMO, sur 148 cas d'activisme recensé entre 2009-2012 en Europe et aux USA, seul 18% ont abouti aux US (113 cas) et 44% en Eu (35).

### Activists' Main Public Demands





## Success or Failure, According to Demands



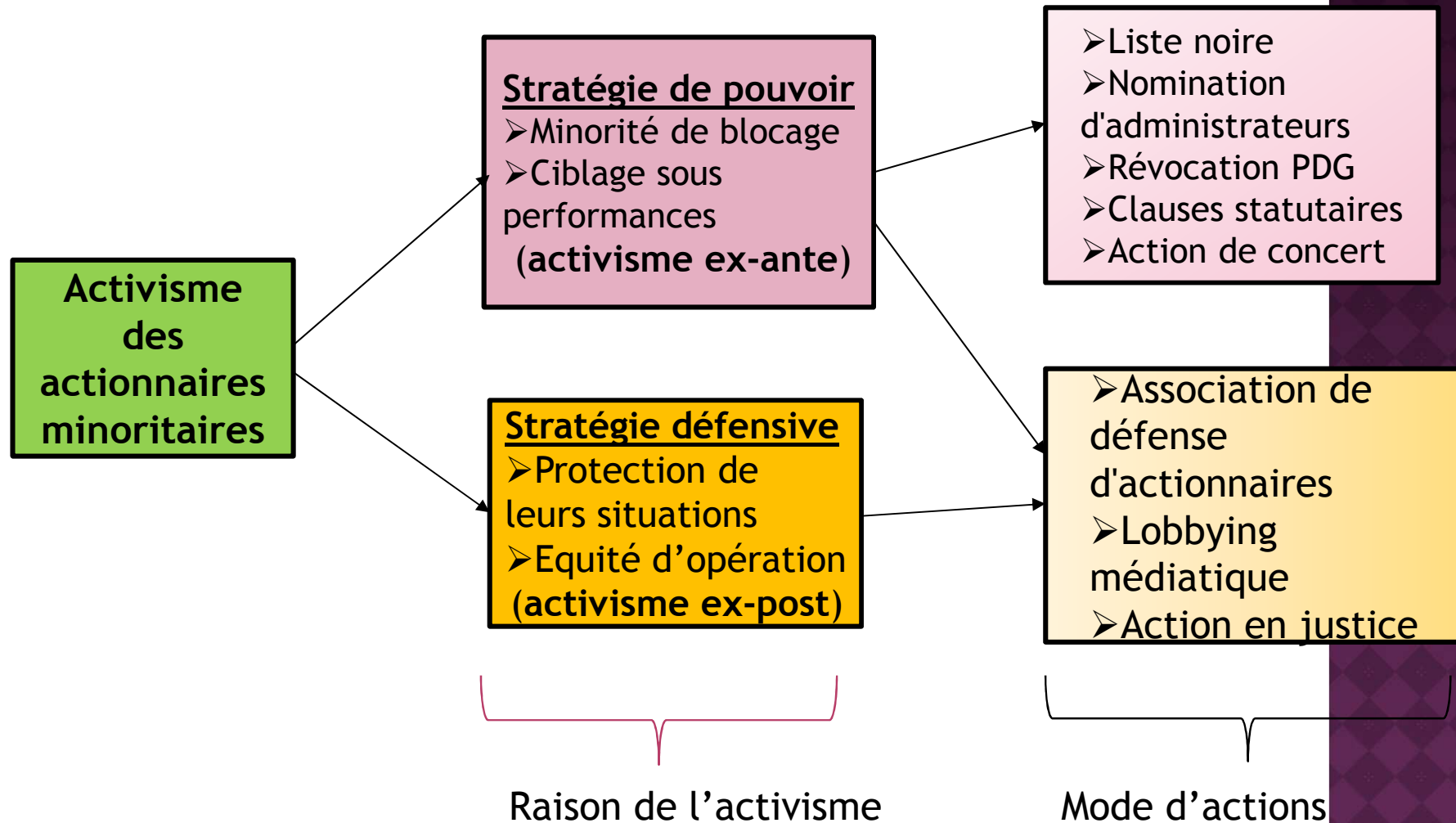
# ORIGINALITÉ DE LA RECHERCHE

- ◉ Aucune recherche académique sur la relation entre activisme et structure de gouvernance en France.
- ◉ Aucune étude globale des règles et principes de bonne gouvernance en tant que critères d'un modèle de gouvernance à suivre.
- ◉ Les travaux antérieurs se focalisant surtout sur le lien entre activisme et performance.

- Définition de l'activisme:
- 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 (2002), l'implication de chaque acteur et son degré d'incitation à surveiller le comportement des dirigeants de la firme dépend de :
  - son degré d'aversion au risque,
  - ses ressources,
  - sa capacité de traitements de l'information.
- ▶ => L'activisme a un coût pour l'initiateur, c'est pourquoi il est rationnel qu'il fasse écho à des objectifs.

# OBJECTIFS DE L'ACTIVISME



# INTÉRÊTS THÉORIQUES

- ◉ S'interroger sur la place de l'actionnaire minoritaire dans la théorie financière parmi les contre pouvoirs alternatifs à la discipline du marché.
- ◉ Hésitation des débats entre l'excès de pouvoirs des actionnaires minoritaires et le problème de leurs protections face à la coalition de contrôle => **Arbitrage par le législateur.**
- ◉ Prolongement de la théorie de l'agence: la hausse des pouvoirs des minoritaires => **une diversification croissante des intérêts des actionnaires.**

- **Dichotomie entre propriétaire et dirigeant insuffisante**

- Structure de propriété en France =>

- actionnaire minoritaire

- actionnaire majoritaire

- Dirigeant



Coalition de  
contrôle

◎ Principaux freins à l'action des actionnaires formalisés par la théorie des jeux :

- Stratégie de passager clandestin
- Dilemme du prisonnier

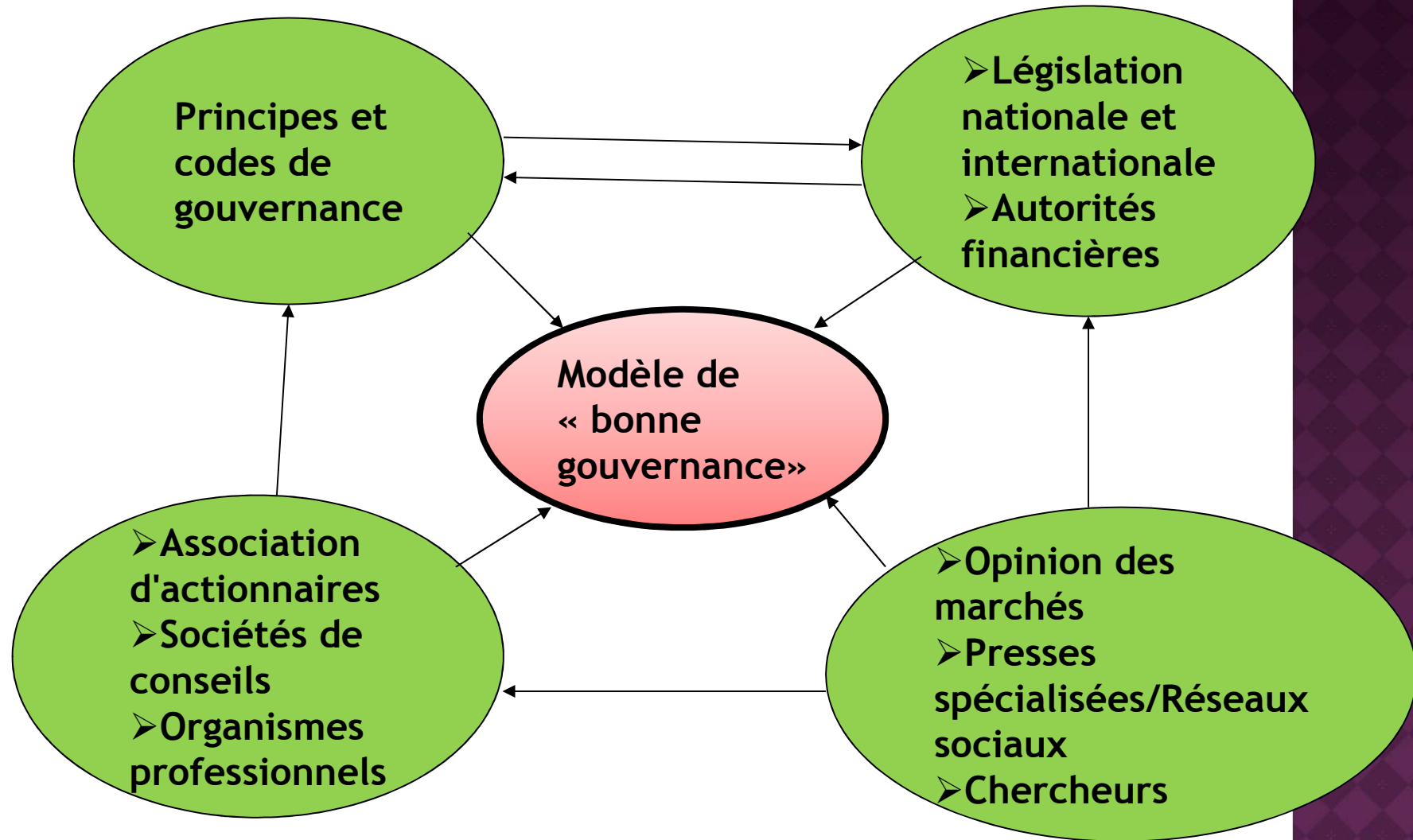
◎ => Problème classique de coordination et de prise de décisions collectives en situation d'asymétrie d'informations.



# INTÉRÊTS PRATIQUES

- ◉ Analyser l'évolution de la structure de gouvernance des sociétés cotées françaises depuis le premier rapport Viénot sur le gouvernement d'entreprise (1995).
- ◉ Analyser l'évolution de l'activisme actionnarial depuis la loi NRE en 2001 renforçant les droits des actionnaires minoritaires.
- ◉ => Comprendre les interactions entre la gouvernance et l'activisme.
- ◉ Nombreux sont les prescripteurs en matière de bonnes pratiques.

# Principaux prescripteurs des pratiques en matières de bonne gouvernance



## 2- OBJECTIFS DE LA PROBLÉMATIQUE GÉNÉRALE

### ◉ Au plan théorique

Dans la vision traditionnelle,

- Pouvoir suffisant des actionnaires, tant qu'ils votent aux événements clés, telles que les OPA ou les batailles de procuration (Bainbridge, 2006; Easterbrook et Fischel, 1983)
- Souscription d'un arrangement équitable car le prix des actions comprend le droit de contrôle qui y est attaché (Easterbrook et Fischel, 1991).
- L'existence d'un marché organisé liquide dissuade l'activisme ⇔ transfert du droit de sanction à un agent plus apte à l'utiliser.

- ◉ Cependant,
- ◉ D'après la théorie financière, un monitoring accru sur les dirigeants augmente la performance => **l'hypothèse d'une relation entre activisme et performance** (Jensen et Meckling, 1976; Bebchuck et alii, 2004).
- ◉ Autre hypothèse: **Relation entre régime juridique et bonne gouvernance** => importance de la législation sur la structure de gouvernance des firmes (La Porta et alii, 1999; Roe, 2002, Hirigoyen, 2002).

## ● Au plan empirique

- Karpoff (1996) identifie six différentes définitions du succès de l'activisme :
- (1) croissance de la valeur des actions,
- (2) croissance des mesures comptables de la performance,
- (3) changement dans les opérations ou le management,
- (4) actions soutenues par les activistes qui sont adoptées par les firmes ciblées,
- (5) certaines actions prises qui sont attribuées à la pression des actionnaires,
- (6) une proposition de résolution d'actionnaire recevant un pourcentage de vote positif élevé.

○ Trois modèles de résultats s'en dégagent :

- Activisme - performance financière  
⇔ faible succès au-delà du court terme sur les cours boursiers des firmes ciblées
- Activisme - changements organisationnels  
⇔ succès des initiatives d'actionnaire
- Activisme - négociations privées  
⇔ association avec des augmentations du prix des actions au cours des discussions.

# PROBLÉMATIQUE GÉNÉRALE ET QUESTIONS DE RECHERCHE

◉ Problématique: Un meilleur respect des critères de bonne gouvernance rend-il les sociétés moins susceptibles de subir de l'activisme?

- Quelle est l'évolution de la structure de gouvernance des sociétés de l'échantillon?
- Est-il possible de relier la structure de gouvernance aux performances et aux caractéristiques du contrôle?

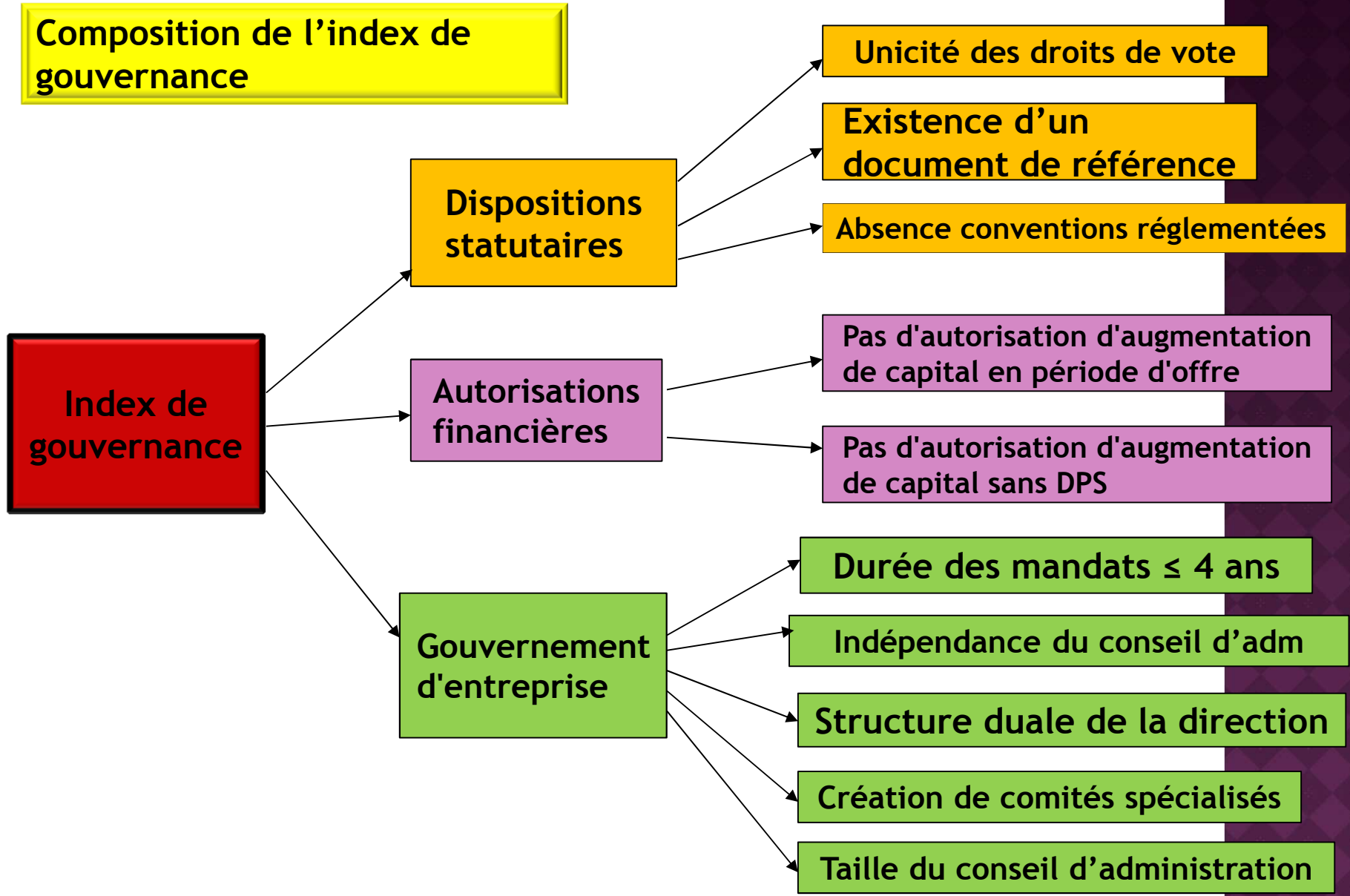
# HYPOTHÈSES

- H1: Le niveau de performance a un impact négatif sur la probabilité d'occurrence de l'activisme.
- H2: Le niveau de la structure de gouvernance a une relation négative avec la probabilité d'occurrence de l'activisme.
- H3: La concentration du contrôle a un impact négatif sur la probabilité d'occurrence de l'activisme.
- H4: La nature managériale du contrôle a un impact positif sur l'activisme.



# 3- DÉMARCHE MÉTHODOLOGIQUE

- ◉ Recherche exploratoire:
- ◉ Identification de l'ensemble des firmes ciblées par de l'activisme durant la période
- ◉ Identification de la nature et des raisons de chaque évènement d'activisme
- ◉ Analyse de leur structure de gouvernance avant/après l'activisme
  
- ◉ => Construction d'un index de bonne gouvernance (10 critères) et sélection des évènements d'activisme (10 critères)



# EVÈNEMENTS D'ACTIVISME

- 1) Contestation de mesures anti-OPA
- 2) Contestation du montant des dividendes
- 3) Contestation de la politique des dirigeants
- 4) Contestation de la rémunération des dirigeants
- 5) Contestation de l'équité d'une opération
- 6) Contestation sur les résultats comptables
- 7) Intervention en assemblée générale
- 8) Plainte auprès de l'AMF
- 9) Plainte en justice
- 10) Demande d'une assemblée générale extraordinaire

## ● Echantillon

- Population récurrente du SBF 120 sur les quatre exercices consécutifs (2001, 2002, 2003, 2004)
- Choix dicté par l'accessibilité de l'information
- Entreprises cotées sur un marché organisé et liquide
- Actualité importante autour des sociétés cotées
- Existence de programmes de veille de l'AFG et de Proxinvest sur le SBF 120.

## 4- ANALYSE DES RÉSULTATS

- ◉ Disparité des structures de gouvernance des firmes en fonction du ciblage par de l'activisme. Certains critères semblent faire une différence dans le profil des firmes ciblées (D\_CS, ARS, A\_OPA/DPS).
- ◉ Evolution de l'intensité de l'activisme, les outils de l'activisme sont échelonnés. Pour une même affaire, il peut y avoir une hiérarchie des actions dans le temps.

- ◉ Les firmes respectant peu de critères de bonne gouvernance sont surtout des firmes étroitement contrôlées. Il n'y a alors que l'activisme pour exprimer son désaccord.
- ◉ A l'inverse, des firmes avec une bonne gouvernance permettent aux actionnaires minoritaires de s'exprimer. Mais il est possible que même avec de bonnes performances, les minoritaires aient des réclamations.

# RÉSULTATS

- ◉ Baisse de la performance financière augmente la probabilité de survenance de l'activisme.
- ◉ Baisse du nombre de critères de gouvernance augmente la probabilité de survenance de l'activisme.
- ◉ Les firmes contrôlées ont moins de chances d'être touchées par l'activisme.
- ◉ Les firmes managériales ont plus de chances d'être touchées par l'activisme.

# 5- CONCLUSION

- ◉ **Apport théorique**: Intégration des déterminants de la gouvernance dans une analyse dynamique de l'activisme actionnarial.
  
- ◉ **Apport méthodologique**:
  - Création d'un index de bonne gouvernance (évolutif)
  - Mesure de l'intensité de l'activisme
  - Analyse multivariée de données entre 2001 et 2004
  
- ◉ **Apport empirique**:
  - Etude longitudinale de la gouvernance sur les sociétés du SBF 120
  - Etude de l'évolution de l'activisme actionnarial sur une période continue et une population récurrente.
  - Création d'un outil simple d'informations des actionnaires



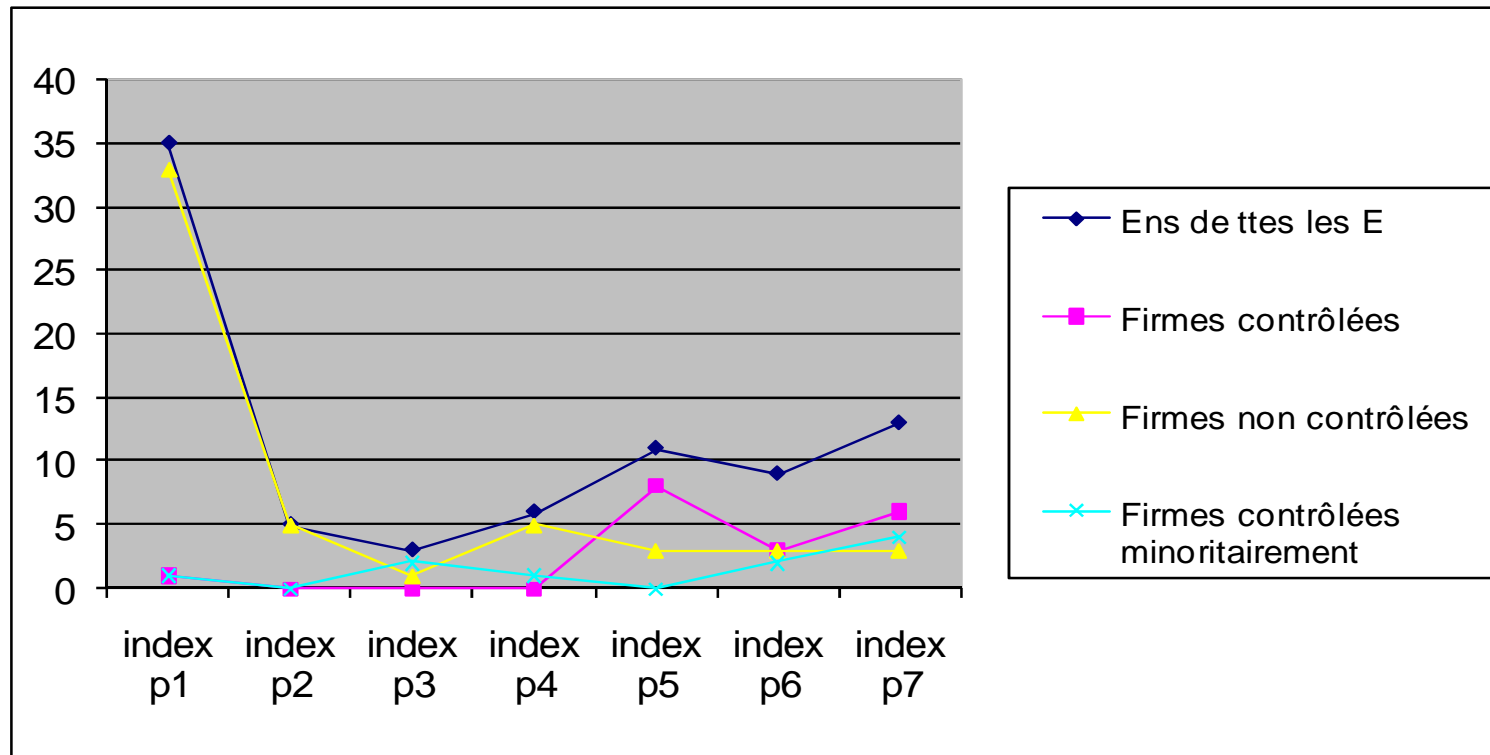
# ANNEXES



# RÉPARTITION DES CRITÈRES DE GOUVERNANCE EN FONCTION DU CIBLAGE DE L'ACTIVISME

Critères de gouvernance dans chaque échantillon de firmes	DVU	D_CS	ARS	MINF4	DR	A_CR	A_OPA	A_DPS	Ind_sup50	FORM_CSL
Ensemble des firmes	29,9%	29,2%	16,2%	49,6%	20,1%	16,9%	18%	20,4%	33,5%	82,4%
<b>Firmes avec activisme</b>	<b>32,5%</b>	<b>16,7%</b>	<b>13,3%</b>	49,2%	23,3%	15%	<b>12,5%</b>	<b>16,7%</b>	<b>39,2%</b>	83,3%
Firmes sans activisme	28%	38,4%	18,3%	50%	17,7%	18,3%	22%	23,2%	29,3%	81,7%

# RÉPARTITION DE L'ACTIVISME EN FONCTION DU CONTRÔLE



p203

# RÉPARTITION DES CRITÈRES DE GOUVERNANCE

Pourcentage par rapport au nombre total d'entreprise (%)	ANNEES			
	2001	2002	2003	2004
<b>Critères de gouvernance</b>				
DVU	26,8	29,6	32,4	32,4
DCS	29,6	28,2	31	28,2
ARS	8,4	16,9	18,3	21,1
Minf4	37,1	45,7	47,9	63,4
A_CR	21,1	18,3	15,5	12,7
DR	9,9	18,3	26,8	25,3
A_OPA	25,3	19,7	15,5	11,3
A_DPS	23,9	19,7	19,7	18,3
Ind_sup50	22,5	26,8	43,7	40,8
Form_csl	77,5	78,9	85,9	84,5

# RÉPARTITION DES ÉVÈNEMENTS D'ACTIVISME

%	2001	2002	2003	2004
C_antioipa	0	4,22	2,81	0
C_div	0	0	0	1,41
C_Dir	0	0	4,22	2,81
C_rem	0	2,81	4,22	0
C_equite	5,63	2,81	4,22	8,45
C_res	0	1,41	2,81	4,22
Interv_AG	1,41	5,63	10	7,04
PI_AMF	4,22	1,41	1,41	2,81
PI_justice	2,81	4,22	7,04	7,04
Dde_AGE	0	1,41	2,81	0

p193

# SYNTHÈSE DES RÉSULTATS

Facteurs associés	Coefficient d'estimation	Khi 2 de Wald	Relation avec la probabilité d'occurrence de l'activisme	Vérification des hypothèses
ROE	-0,0285	Significatif à 5% (Pr = 0,0002)	Négative	Hypothèse 1
Index gouvernance	-1,048	Significatif à 5% (Pr = 0,037)	Négative	Hypothèse 2
Firme contrôlée	-1,2423	Significatif à 5% (Pr = 0,015)	Négative	Hypothèse 3
Firme managériale	2,4898	Significatif à 5% (Pr = 0)	Positif	Hypothèse 4
Firme patrimoniale	-2,4898	Significatif à 5% (Pr = 0,015)	Négatif	-
Firme familiale	-2,0632	Significatif à 5% (Pr = 0,0445)	Négatif	-

P328