

L'engagement actionnarial : principes, enjeux et limites *

Vanessa SERRET

Maître de conférences,
Université de Bretagne Sud

Résumé

Cet article s'intéresse aux actions prises par des investisseurs soucieux d'éthiques en tant que propriétaires de l'entreprise. L'engagement actionnarial (« shareholder engagement ») vise généralement à infléchir le comportement de l'entreprise vers un niveau de responsabilité sociétale plus élevé, afin de prendre en compte les intérêts de toutes les parties prenantes (actionnaires, salariés, fournisseurs, clients, créanciers, environnement écologique et local). Dans une première partie, nous présentons les principes et enjeux de cette stratégie d'Investissement Socialement Responsable en comparant différents pays. Puis, nous soulignons les limites de l'activisme sociétal en tant que mécanisme de contrôle du dirigeant et discutons de son efficacité. Finalement, le manque d'études probantes sur les effets constatés de l'intervention des actionnaires soulève la question de sa crédibilité qui présume de l'existence d'une performance financière en plus de la performance sociale et environnementale de la firme.

Mots-clés

engagement actionnarial - gouvernement d'entreprise - activisme - investissement socialement responsable

Les scandales financiers qui ont alimenté l'actualité soulève deux questions d'importance, celle du contrôle du dirigeant et celle de la responsabilité de l'entreprise à l'égard de ses parties prenantes (client, fournisseur, salarié, environnement local et écologique). L'engagement actionnarial (« shareholder engagement » ou « shareholder advocacy ») forme d'activisme, et stratégie d'Investissement Socialement Responsable¹ (désormais ISR) est une réponse apportée à ces interrogations.

L'ISR parfois appelé investissement éthique se caractérise par une volonté de l'épargnant de connaître avec précision la destination de son argent. On peut le définir comme un processus d'investissement qui prend en compte les conséquences sociales et environnementales, à la fois positives et négatives, de cet

1. De l'anglais « Socially Responsible Investment », le terme anglo-saxon « social » recouvre la notion de social (au sens français) et celle d'environnement. La traduction française parfois utilisée pour tenir compte des deux concepts est sociétal (Perez, 2002).

investissement dans un cadre rigoureux d'analyse financière (source SIF²). Il s'appuie sur le constat selon lequel l'entreprise produit des nuisances sociétales sans compensation financière pour ceux qui les subissent. En économie, l'impact des actions des entreprises sur le bien être de personnes ou d'organisations non concernées a priori par ces actions, est décrit comme un phénomène d'externalité. Pour tenter de remédier à cette anomalie, certains auteurs en gestion lient la pérennité de l'entreprise à son efficacité sur le plan social et environnemental. En d'autres termes, la firme doit être responsable devant tous les acteurs qui s'estiment atteints par son activité et non plus seulement devant ses actionnaires. Dans la perspective de la théorie des parties prenantes (« stakeholder theory », Freeman, 1984; Clarkson, 1985), un management qui délaisse ses parties prenantes est risqué (Waddock et Graves 1997, Boutin-Dufresne et Savaria, 2004). Ainsi, la prise en compte des intérêts de l'ensemble des partenaires est supposée réduire la probabilité future de litiges et de coûts associés à ces litiges, ainsi qu'augmenter les flux futurs de la firme. Prenons par exemple le point de vue du consommateur, si la firme est perçue socialement responsable par ses clients, ceux-ci peuvent consentir à payer un prix plus élevé pour les produits offerts, l'entreprise disposera d'un avantage concurrentiel. La performance sociétale est alors un facteur de performance financière.

Dans une acception plus étroite³, l'ISR a pour objectif final l'identification des sociétés qui ont adopté tout ou partie des standards de la Responsabilité Sociale des Entreprises (RSE)⁴. Une fois cette identification réalisée, l'investisseur peut décider de rejeter de son portefeuille les entreprises non conformes à ses préoccupations éthiques, il évitera l'achat de certaines actions (« negative screening » ou filtrage négatif) ou

bien il vendra certaines d'entre elles (vote par les pieds ou « exit »). Dans ce premier cas de figure, l'investisseur renonce à influencer la stratégie de la firme. Par ailleurs, l'investisseur peut également constituer un portefeuille d'entreprises respectant à des degrés plus ou moins forts les normes de la RSE. Dans ce second cas, deux stratégies s'offrent à lui, soit son choix d'investissement portent uniquement sur des entreprises à performance sociale élevée (« positive screening » ou filtrage positif) soit son niveau d'exigence est plus faible mais il décide d'infléchir la politique de l'entreprise en utilisant ses droits d'actionnaires (« voice » associée ou pas à un filtrage positif).

Cet article s'intéresse aux actions prises par des investisseurs soucieux d'éthiques en tant que propriétaires de l'entreprise. L'engagement actionnarial ou activisme sociétal vise généralement à orienter le comportement de l'entreprise vers un niveau de responsabilité sociale plus élevé, afin de prendre en compte les intérêts de toutes les parties prenantes. Les principes et enjeux de l'engagement actionnarial sont présentés dans une première partie. La seconde partie discute de ses principales limites conceptuelles et opérationnelles.

1. Principes et enjeux de l'engagement actionnarial

L'origine des débats actuels sur l'activisme remonte à la polémique déclenchée par le célèbre ouvrage de Berles et Means (1932) dans lequel les auteurs expliquent que les actionnaires des firmes cotées ont perdu le contrôle au profit de leur dirigeant. S'engage alors une réflexion sur les différents moyens de réappropriation du contrôle de la firme par les actionnaires. La recherche sur le gouvernement d'entreprise (ci-après GE) s'interroge sur l'ensemble des principes et des règles qui dirigent et limitent les actions des dirigeants (Charreaux, 1997).

Dans la théorie financière traditionnelle, l'actionnaire remplit deux fonctions. En premier lieu, il apporte des capitaux à la firme sans lesquels elle ne pourrait prétendre à d'autres sources de financement comme l'emprunt⁵. Cette fonction de financement lui donne droit à une rémunération incertaine contrairement aux autres parties prenantes (créanciers, salariés, four-

2. Social Investment Forum

3. Trois stratégies d'ISR sont communément distinguées, le filtrage de portefeuille, l'engagement actionnarial et l'investissement dans la communauté. Dans cette contribution, l'ISR est limité aux deux premières stratégies pour les raisons suivantes. Premièrement, l'investissement communautaire dont la finalité est de contribuer à des causes d'intérêt général se matérialise sous forme de fonds solidaires ou de partage investis en actifs obligataires. De surcroît, cette stratégie se distingue des deux autres par le fait que le choix d'investissement n'est pas dominé par la recherche de performance financière. Enfin, il représente une part marginale de l'ISR dans la plupart des pays sauf au Japon.

4. La Commission Européenne définit le concept de RSE comme l'intégration volontaire par les entreprises de préoccupations sociales et environnementales à leurs activités commerciales et leurs relations avec leurs partenaires (Livre vert de la commission européenne, juillet 2001).

5. Voir Albouy (2002) pour un point récent sur la fonction de financement

nisseurs) liées par un contrat. Le risque résiduel supporté par l'actionnaire lui confère alors une seconde fonction, celle du contrôle du dirigeant⁶. Ce dernier doit agir dans l'intérêt des actionnaires en valorisant leur investissement. Parmi les possibilités de surveillance qui s'offrent aux actionnaires, on identifie traditionnellement les mécanismes de contrôle externe (par le marché des prises de contrôle) et les mécanismes de contrôle interne (par le conseil d'administration).

L'activisme est un moyen de contrôle externe complémentaire des prises de contrôle⁷. Il est la manifestation par les actionnaires de leur désaccord vis-à-vis de la stratégie de la firme. De ce fait, il est un signal négatif envoyé au marché. Le mécontentement peut porter i) sur la performance de la firme, ii) sur les questions relatives au gouvernement d'entreprise, iii) sur les questions sociales, environnementales et éthiques. L'engagement actionnarial est une forme d'activisme concernant le troisième type de préoccupations.

Bien avant les prises de conscience politiques liées à la guerre du Vietnam et au régime de l'Apartheid (associée traditionnellement à la naissance du phénomène étudié, Perez 2002), deux personnages annonçaient l'activisme social (Marens, 2003). James Peck est le premier de ces précurseurs lorsqu'en 1948, il acquiert des actions de Greyhound (activité de transport) afin de débattre de l'abolition de la ségrégation raciale dans les autobus du Sud des Etats-Unis. Au même moment, Wilma Soss, fondatrice de « Federation of Women Shareholders », soulève le problème de la représentation des femmes dans le conseil d'administration de U.S. Steel.

Historiquement, ce sont les mouvements radicaux de citoyens ainsi que les congrégations religieuses américaines qui s'expriment sur des questions sociétales. Selon Loiselet (2000) qui décrit les racines modernes de l'activisme sociétal, la première manifestation d'engagement remonte à 1967, date à laquelle FIGHT une petite organisation communautaire fait l'acquisition d'actions de Kodak afin d'être représentée à l'assemblée générale (AG). L'objectif de son leader, Saul Alinski, est alors d'attirer le regard médiatique sur les pratiques salariales et les discriminatoires de la société dans son usine de Rochester. Parallèlement, les dé-

marches des congrégations religieuses se veulent plus modérés. En 1971, six Eglises protestantes se regroupent afin d'interroger les entreprises dont elles sont actionnaires concernant les profits tirés de la guerre du Vietnam ou du système de ségrégation raciale en Afrique du Sud. Ce groupement se pérennise pour devenir « l'Interfaith Center on Corporate Responsibility » (ICCR ensuite). Le centre interconfessionnel sur la responsabilité des entreprises est rejoint au fil des années par des Eglises représentatives de confessions différentes ainsi que des fondations caritatives ou encore des syndicats.

La spécificité de l'actionnaire engagé se situe à deux niveaux. Par rapport à un actionnaire passif, l'activiste supporte un coût, celui du passager clandestin (« free rider », Grossman et Hart, 1980). En effet, les efforts qu'il met en oeuvre profitent à la totalité des actionnaires. Par rapport à un activiste conventionnel, l'actionnaire engagé se préoccupe de la performance sociétale en plus de la performance financière de son investissement. Ces deux caractéristiques déterminent en partie la nature des activistes socialement responsables. On a pu constater que la progression de l'activisme dans le monde allait de pair avec la montée en puissance des investisseurs institutionnels. Ces derniers ont des positions trop importantes sur les marchés d'actions pour pouvoir vendre sans risque de baisse de cours (Lakonishok et Chan, 1995). Ainsi, pour éviter cet impact de marché, ils peuvent être contraints à exécuter leurs ordres de ventes en plusieurs fois (Coffee, 1991). En dépit du phénomène de passager clandestin, l'activisme représente donc une alternative moins coûteuse qu'un comportement passif pour la plupart des investisseurs dont les encours représentent une part significative du marché boursier.

Parmi les investisseurs institutionnels, ce sont les fonds de pension qui pratiquent de préférence l'activisme et ce pour plusieurs raisons. D'un point de vue juridique, les fonds de pension américains évoluent dans le cadre de la loi ERISA⁸ (Employer's Retirement Income Security Act) de 1974 qui évalue notamment la responsabilité des gestionnaires selon les principes de prudence et de diversification des actifs. Le respect de ces règles amène les fonds de pension à participer au capital

6. Voir Ginglinger (2002) pour un point sur la fonction de contrôle

7. Les activistes veilleront notamment à ce que la firme ne soit pas protégée par des mécanismes anti-OPA.

8. Les mêmes principes réglementaires sont appliqués dans d'autres pays.

d'un grand nombre de sociétés⁹ et à pratiquer une gestion de type indiciel¹⁰. Ce comportement explique pourquoi les fonds de pension choisissent de rester dans le capital d'une entreprise plutôt que de s'en débarrasser lorsqu'ils sont insatisfaits de sa stratégie. De surcroît, grâce à des coalitions d'actionnaires (on rencontre aux Etats Unis, l'ICCR, le Council of Institutional Investors, l'United Shareholders, le Corporate Affairs Office du syndicat AFL-CIO, ou encore Responsible Wealth), l'effet de leur concertation limite le coût associé au passager clandestin et autorise une pression efficace en dépit du statut d'actionnaire minoritaire des investisseurs institutionnels. En dernier lieu, le développement de l'engagement actionnarial est favorisé par de nouvelles régulations en Europe. Au Royaume Uni, en juillet 2000, un amendement au « Pension Act » de 1995 (loi sur les fonds de retraite) contraint les fonds de pension à rendre publique leur prise en compte des aspects environnementaux, sociaux et éthiques dans la gestion de leur investissement et leur exercice de droits de vote. De même, depuis janvier 2002, les fonds de pension allemands doivent informer leurs membres du caractère éthique, social et environnemental de leur investissement. Au final, la modification en cours des systèmes de retraite européens pourrait accroître l'intervention des investisseurs institutionnels dans le domaine sociétal. En France par exemple, le nouveau fonds de réserve de retraite (juillet 2001) doit déclarer la nature de ses investissements. Il a entraîné la création du Comité Intersyndical pour l'Epargne Salariale (le CIES a été fondé par quatre syndicats, la CFDT, la CFTC, la CGC et la CGT) qui a pour objectif de délivrer des labels éthiques à des offres de produits de gestion de fonds d'épargne salariale.

Si les principaux acteurs de l'engagement actionnarial sont les fonds de pension, d'autres investisseurs institutionnels jouent également un rôle. Les fonds d'investissement (mutual funds américains, trusts britanniques, Opcvm français) en particulier sont de plus en plus encouragés à voter aux AG. Contrairement aux fonds de pension, les fonds d'investissement ont un horizon d'investissement plus court et un taux de rotation des actifs plus élevé. Ceux-ci sont contraints par des souscriptions nouvelles et des rachats de parts quotidiens

ce qui les oblige à rééquilibrer en permanence la composition de leur portefeuille pour rester diversifié. En raison des caractéristiques énoncées, leur activisme est plus discret que celui des fonds de retraite mais les codes de déontologie professionnels¹¹ incitent les gérants de fonds à s'exprimer en tant qu'actionnaire.

Les études ont confirmé la variabilité de l'activisme en fonction du type d'investisseur institutionnel (Jones, Lee et Tompkins, 1997). Ce résultat s'explique par des différences d'horizon d'investissement, d'aversion au risque et d'information (Charlét, 2001).

L'ampleur du phénomène d'engagement aux Etats Unis est significative. Les actionnaires engagés possèdent environ 448¹² milliards de dollars (juin 2003, SIF). En Europe, ils détiendraient environ 370 milliards d'euros (Eurosif¹³, 2003). Cet activisme est le fait principal des investisseurs institutionnels britanniques (les fonds de pension, fondations caritatives, Eglises) et dans une moindre mesure les fonds de retraite néerlandais. Signalons que cette tendance à l'engagement (Lewis et Mackenzie, 2000) est un trait marquant du paysage britannique contrastant au regard du modèle culturel européen continental.

Les attentes des actionnaires varient selon l'identité et l'origine des actionnaires engagés. Par exemple, les syndicats seront sensibles aux questions relatives aux droits des travailleurs. En Europe, les pays latins (Italie, Espagne, France) sont sensibles aux questions sociales et d'impact sur la communauté locale, l'Allemagne et les Pays Bas sont préoccupés d'écologie, les britanniques se soucient d'éthiques (Eurosif, 2003).

Les modalités d'actions de l'activisme sont diverses mais son outil principal est la menace de résolution (quelque soit la nature du mécontentement à l'exception de l'insuffisance de performance¹⁴). On parle de ciblage de la firme par proxy qui consiste à formaliser une proposition de résolution (« proxy proposal »).

11. Voir par exemple le règlement de déontologie des OPCVM de l'Association Française de la gestion Financière (AFG)

12. En réalité, 441 milliards de dollars concernent une stratégie d'engagement actionnariat associée à des stratégies de filtrage associées, seulement 7 milliards sont concernés par la seule pratique de l'activisme actionnarial.

13. Rapport European Sustainable and Responsible Investment Forum

14. Précisons que le thème de mécontentement le plus souvent évoqué est l'insuffisance de performance. Dans ce cas, la pratique observée est la constitution et la publication par les activistes de listes d'entreprises dont la rentabilité leur semble insatisfaisante. Cette procédure est moins coûteuse que le ciblage par proxy.

9. Minov et Monk (1991) remarquent que le risque de sous diversification interdit aux fonds de pension de vendre des titres sous-performants.

10. Gestion passive consistant à répliquer les performances d'un indice de marché et minimisant les coûts de gestion.

La démarche générale consiste à interpeller les entreprises sur les conséquences des risques et dommages collatéraux. L'entreprise visée est l'objet d'interrogations au travers d'échanges téléphoniques et/ou de courriers sur son risque potentiel concernant le sujet abordé. On peut aussi lui demander directement de changer l'un des aspects de son management. L'initiation des négociations est donc plus ou moins formelle. Deux possibilités se présentent, soit l'entreprise répond aux questions posées, soit elle décide de les ignorer. A chaque étape du processus, les actionnaires peuvent décider de médiatiser leur mécontentement ce qui constitue un moyen de pression sur la firme et ses dirigeants. Si les deux parties ne s'entendent pas, les activistes formuleront une proposition de résolution qui devra être soumise aux votes lors de l'AG. Celle-

ci après accord de la SEC, est communiquée à tous les investisseurs. En cas d'accord avant l'assemblée des actionnaires, la résolution est retirée. Dans le cas contraire, elle fait l'objet d'un vote. Il n'est pas nécessaire que le nombre de votes soit élevé (voir tableau 1) pour que la campagne menée soit efficace d'autant que les investisseurs institutionnels sont des actionnaires minoritaires. L'important est d'attirer l'attention des parties prenantes et celle de la presse. En cas de désaccord profond, la firme peut être poursuivie en justice.

Aux Etats Unis sur la période récente, les thèmes de mécontentement observés au travers des résolutions émises relativement à la politique de l'entreprise dans le domaine social et environnemental¹⁵ sont illustrés dans le tableau qui suit.

Tableau 1. Résolutions d'actionnaires sur des questions sociétales aux Etats-Unis (SIF, 2003)

Thèmes	Nombre de résolutions									Vote moyen (%)		
	Proposées			Retirées			Votées					
	2001	2002	2003 ¹⁶	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Banque/assurance ¹⁷	10	10	6	6	8	3	3	2	1	4,6	4,7	8
Actions caritatives	6	9	21	1	2	1	2	3	1	3,6	3,2	2,6
Environnement												
Ressources naturelles/déchets	24	34	33	5	8	7	19	21	12	72	9,3	11,3
Reporting	9	8	13	4	4	6	5	3	6	9,2	7,8	
OGN	19	14	13	3	3	1	13	11	4	7,9	5,7	4,4
Changement climatique	6	21	21	2	13	10	4	6	9	9,5	18,8	16,3
Egalité à l'emploi	27	34	34	14	13	13	10	16	7	11,3	16,6	28,6
Droit du travail	48	48	47	7	16	20	28	27	8	8,5	8,8	10,3
Droits de l'homme	19	16	16	3	2	5	11	13	6	9,3	7,4	10,3
Militarisme	13	10	9	1	1	-	11	10	6	6	5,5	6,2
Irlande du Nord	11	13	10	6	6	2	5	7	4	17,5	12,8	8,3
Accès à la santé	9	20	5	2	11	3	7	5	1	6,9	3,7	13,3
Liens politiques	12	9	6	-	-	-	10	8	4	5,9	5,8	5,6
Tabac	13	13	21	4	2	7	9	9	11	7,2	5,9	9,1
Autres ¹⁸	10	11	27	4	2	5	3	5	9	4,4	9,2	12,6
TOTAL	236	270	282	62	91	83	140	146	83	7,9	8,3	10,5

15. Donc résolutions hors GE. A titre comparatif, les propositions de résolutions sur le GE (composition du conseil d'administration, rémunération du dirigeant, mécanismes anti-Opa...) représentent approximativement le double par rapport aux résolutions sur des questions sociétales. Enfin, un certain nombre d'entre elles sont transversales : 269 propositions en 2001, 292 en 2002, 310 en juin 2003.

16. Au 15 juin 2003

17. Octroi de prêts équitables avec prise en compte de critères sociaux...

18. La catégorie regroupe des préoccupations relatives à l'environnement local de l'entreprise.

L'observation des statistiques présentées ci-dessus met en lumière plusieurs tendances. Premièrement, le nombre de résolutions proposées progresse. Deuxièmement, sur l'ensemble des propositions de résolutions, une partie est retirée (26,3% en 2001 ; 33,7% en 2002 ; 29,4% en 2003), une autre partie est votée (59,3% en 2001, 54% en 2002, 29,4% en 2003), la différence regroupe des résolutions qui ne sont pas approuvées par les autorités boursières (non conformes à la règle 14a-8 de la SEC). Troisièmement, les thèmes des résolutions sont variés avec une vigilance particulière de la part des activistes concernant les thématiques de l'emploi et de l'environnement. Enfin, on remarque que le pourcentage de vote moyen est souvent en deçà de 10% mais en progression. Ce dernier point semble indiquer que les investisseurs perçoivent l'engagement comme efficace (d'où la progression générale), et que celui-ci ne dépend pas nécessairement du pourcentage de vote obtenu lorsque les résolutions sont soumises à l'approbation de l'AG.

Au final, les investisseurs ont de plus en plus recours au mécanisme des résolutions. Ils font pression sur la firme en menaçant de révéler publiquement un comportement jugé non conforme à la RSE. L'ignorance délibérée du point de vue de leurs actionnaires, confrontent les entreprises au risque de renchérissement du coût du capital.

L'activisme sociétal se différencie de l'activisme pour des questions de GE, ou bien de sous performance, en ce qu'il vise à prévenir des situations de crises.

2. Limites conceptuelles et opérationnelles de l'activisme sociétal

Le premier constat que l'on peut faire est que la part de financement par fonds propres dans les entreprises est relativement faible. Si le rôle de l'actionnaire en tant qu'apporteur de ressources financières est limité, on ne voit pas pour quelle raison lui accorder une fonction exclusive de contrôleur. L'activisme sociétal peut s'analyser selon deux points de vue celui de la valeur actionnariale ou celui de la valeur partenariale. Ces deux grilles de lecture ont été critiquées, nous en rappelons les principaux aspects et limites dans un premier paragraphe. Le second paragraphe met en évidence le manque d'études probantes sur les effets constatés de l'engagement actionnarial.

2.1. Limites conceptuelles

Le modèle de GE de type actionnarial suppose que la création de valeur est fondée sur le seul contrôle du dirigeant par les actionnaires. Celui-ci s'est construit sur la base des apports de la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976). Cette posture est celle qui prévaut dans les pays anglo-saxons. L'alignement des intérêts du gérant de la firme sur ceux des investisseurs est supposé garantir la maximisation de la richesse créée. Une mauvaise gestion est sanctionnée par le marché des prises de contrôle : si les marchés sont efficaces, une performance économique insuffisante incite un actionnariat dispersé à céder ses titres rendant la firme vulnérable à une OPA. Dans cet univers, la seule relation d'agence envisagée est celle qui lie le gérant et les actionnaires (les créanciers sont parfois pris en compte).

Cependant, le modèle de la valeur actionnariale est incomplet d'une part, parce que les autres partenaires de la firme contribuent à la valeur créée et d'autre part, parce qu'ils sont affectés par les décisions du dirigeant. Or, la diversité des intérêts qui rentrent en considération requiert leur intégration dans ce jeu du pouvoir (Charreaux et Desbrières, 1997).

A côté de l'approche orthodoxe, le modèle de GE de type partenarial (vision prédominante en Europe et au Japon) accorde moins d'importance aux marchés financiers. Il suppose que certains actionnaires détiennent des blocs de contrôle ce qui permet une protection contre le risque d'OPA. Ce sont les actionnaires majoritaires qui surveillent le gérant par l'intermédiaire du conseil d'administration. L'efficacité du modèle provient d'un système juridique énonçant le rôle des parties prenantes. L'observation des faits a stigmatisé le risque de collusion entre les actionnaires majoritaires et le dirigeant aux dépens des intérêts des actionnaires minoritaires et notamment ceux des investisseurs institutionnels.

Plihon, Ponssard et Zarlowski (2001) soutiennent l'hypothèse d'une convergence des deux paradigmes. Plusieurs facteurs permettraient l'émergence d'un « modèle de gouvernement avec actionnaires minoritaires forts et une pluralité d'objectifs pour l'entreprise ». Parmi les éléments en faveur de cette thèse les auteurs citent, le pouvoir accru des investisseurs institutionnels, l'internationalisation des marchés, la globalisation de la stratégie des firmes ou encore la mise en place de nouvelles régulations internationales.

Cependant Jensen (2002), partisan de la sanction par le marché des prises de contrôle, si il reconnaît la pertinence d'une vision pluraliste d'intérêts doute de son apport pratique. En effet, comment gérer la diversité d'objectifs des partenaires ?

En dernier lieu, certains auteurs (Ferone, d'Arcimoles, Bello, Sassenou, 2001) présentent la thématique de la responsabilité à l'égard des partenaires comme l'émergence d'un nouveau paradigme. Pourtant, les investisseurs continuent à exiger la performance financière en plus de la performance sociale et environnementale. Comme le remarque Marens (2003), les activistes « ont besoin d'une logique financière pour soutenir une question sociale ». Dans le même ordre d'idées, pour Martinet et Reynaud (2003) « l'entreprise se trouve amenée à répondre aux besoins des différents stakeholders pour satisfaire les shareholders ». On peut en conclure alors qu'il n'y a pas d'opposition fondamentale entre les deux postures, l'objectif ultime demeure l'enrichissement des actionnaires. Le parti pris de la valeur partenariale relèverait plutôt d'un élargissement du modèle de GE de type actionnarial.

En définitive, il n'est pas surprenant de constater que l'essentiel de la recherche académique s'est concentrée sur la question de l'impact de l'activisme sur la performance financière.

2.2. Limites opérationnelles

De nombreux travaux se sont intéressés à l'impact de l'activisme. L'efficacité de celui-ci peut s'apprécier en termes de performance financière ou bien en termes de changement dans le management. De manière générale, la difficulté de ce type d'études tient à la confusion des différents signaux émis (Gilliam et Starks, 1998). En d'autres termes, les changements observés sont-ils le reflet de l'action engagée ou bien celui de la modification du contexte institutionnel et économique ? De plus, les effets de l'activisme sont sous-estimés puisque une partie des négociations entre l'équipe dirigeante et les actionnaires est d'ordre privé et échappe donc à l'évaluation (Carleton, Nelson, et Weisbach, 1998).

La littérature s'est le plus souvent focalisée sur les effets de l'activisme des fonds de pension. La question centrale de ce type de recherche est de savoir dans quelle mesure ce phénomène affecte la performance de la

entreprise. Karpoff (2001) souligne que les écarts méthodologiques entre les études ne facilitent leur comparaison. Certains auteurs (Wahal, 1996 ; Karpoff, Malatesta, et Walking 1996) ne constatent aucun effet sur la performance notamment à long terme, cependant la littérature est loin d'être consensuelle.

Concernant les effets constatés de l'activisme social, Romano (1993) soutient que les considérations sociales et environnementales fréquemment défendues par les fonds de pension public sont susceptibles d'affecter négativement la valeur de la firme. De la même manière, Carleton, Nelson et Weisbach (1998) remarquent dans le cas de TIIA-CREF (fonds de pension privé) que les résolutions portant sur la défense des minorités sont associées négativement à la performance boursière. Campbell, Gillan et Niden (1998) s'intéressent aux propositions de résolution sur le GE comparées à celles sur des considérations sociétales. Ils concluent que les premières obtiennent un soutien plus important de la part de l'ensemble des actionnaires.

En l'absence d'études sur l'impact de l'engagement, on peut se référer à la littérature concernant le lien entre la performance sociale et la performance financière. De nouveau, dans ce thème de recherche on se heurte à plusieurs ambiguïtés. La première tient à la difficulté de définir les concepts de RSE et de performance sociale (Carroll, 1999). La seconde relève de la mesure de la performance sociale (Igalens et Gond, 2003). En troisième lieu, il existe plusieurs hypothèses¹⁹ concurrentes concernant le lien entre la performance sociale et la performance financière (Gond, 2001). A titre d'exemple, si l'on suppose une association positive entre les deux concepts, comment l'interpréter ? Du point de vue de la théorie des parties prenantes, la performance sociale explique la performance financière. En revanche, d'après l'hypothèse des fonds disponibles (« slack »), selon laquelle des ressources excédentaires dans l'entreprise sont la condition d'un comportement socialement responsable, la relation est inversée (Waddock et Graves, 1997).

En résumé, l'ambiguïté des conclusions de la littérature ; i) sur l'impact de l'activisme, ii) sur la relation performance sociale et performance financière ne contribue pas à légitimer l'actionnariat social.

19. Pour une recension des hypothèses voir Preston et O'Bannon (1997) et Gond (2001)

Ce double constat est peut être à l'origine du succès des stratégies de filtrage simple (non accompagnées d'activisme) privilégiées par des investisseurs soucieux d'éthiques.

Enfin, certains argumentent que les effets de l'activisme auraient un caractère global (« spillover effect », Hansen et Lott, 1996) en ce sens qu'il permettrait aux équipes dirigeantes de toutes les firmes (y compris celle qui ne sont pas l'objet d'un ciblage) une prise de conscience et une modification à long terme de leur politique managériale.

En dépit du coût élevé de l'activisme sociétal, celui-ci est en progression. Ce phénomène est alimenté par le besoin d'éthique des investisseurs (Webley, Lewis et Mackenzie, 2001) ainsi que par l'émergence de nouvelles réglementations en faveur d'un reporting social et environnemental. Cependant, l'expression des investisseurs sur des considérations sociétales et environnementales lors des AG est assujettie au maintien d'une performance financière qui reste encore à démontrer.

Bibliographie

Albouy (2002), L'actionnaire comme apporteur de ressources financières, *Revue Française de Gestion*, vol.28, n°141, p.17-35.

Baron D. (2000), *Private Politics, Corporate Responsibility and Integrated Strategy*, Working Paper, Stanford University

Barnea A., Rubin A. (2003), *Corporate Social Responsibility and Ownership Structure*, Working Paper, University Of Columbia

Boutin-Dufresne F, Savaria P. (2004), *Corporate Social Responsibility and Financial Risk*, *Journal of Investing*, vol.13, Spring, p.57-66.

Berle A., Means G (1932) *The Modern Corporation and the Private Property*, Mc Millan, New York.

Carleton W.T., Nelson J.N., Weisbach M.S. (1998), *The Influence of Institutions on Corporate Governance through Private Negotiations: Evidence from TIAA-CREF*, *Journal of Finance*, vol.53, n°4, p.1335-1362.

Carroll A. B., (1999), *Corporate Social Responsibility, Evolution of a Definitional Construct*, *Business and Society*, vol.38, n°3, p.268-295.

Campbell C., Gillan S., Niden C. (1998), *Current Perspectives on Shareholder Proposals: the 1997 Proxy Season*, Iowa State University, Working Paper.

Charreaux G., (1997), *Vers une théorie du gouvernement des entreprises*, in G. Charreaux, *Le Gouvernement des Entreprises*, Paris, Economica, p.471-493.

Charreaux G., Desbrières P., (1998), *Gouvernance des entreprises: Valeur partenariale contre valeur actionnariale*, *Finance Contrôle Stratégie*, vol.1, n°2.

Charlety (2001), *Activisme des actionnaires : le cas particulier des fonds de pension*, *Bulletin COB*, n°354, p.17-35.

Clarkson M.B. (1995), *A Stakeholder Framework for Analysing and Evaluating Corporate Social Performance*, *Academy of Management Review*, vol.20, n°1, p.92-115.

Coffee . (1991) *Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor*, *Columbia Law Review*, vol.91, p.1277-1368

Del Guercio D, Hawkins (1999), *The Motivation and Impact of Pension Fund Activism*, *Journal of Financial Economics*, vol.52,, p.293-340.

Ferone G., (d')Arcimoles C.H., Bello P., Sassenou N. (2001), *Le développement durable, des enjeux stratégiques pour l'entreprise*, Editions d'Organisation.

Freeman R. E. (1984), *Strategic Management : a Stakeholder Approach*, Pitman, Boston.

Friedman M. (1970) *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, *New York Times Magazine*

Ginglinger E. (2002), *L'actionnaire comme contrôleur*, *Revue Française de Gestion*, vol.28, n°141, p.37-55

Gillan S., Starks L. (1998), *A Survey of Shareholder Activism : Motivation and Empirical Evidence*, *Contemporary Finance Digest*, vol.2, n°3, p.30-34

Gond J-P (2001), *L'éthique est-elle profitable*, Novembre-Décembre, *Revue Française de Gestion*, p.77-85.

Grossman S., Hart O. (1980), *Takeover Bids, the Free Rider Problem, and the Theory of the Corporation*, *Bell Journal of Economics*, vol.11, p.42-64.

Hansen R., Lott J. (1996), *Externalities and Corporate Objectives in a World with Diversified Shareholders:*

Consumers, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.31, p.43-68.

Igalens J., Gond J-P. (2003), La mesure de la performance sociale de l'entreprise : une analyse critique et empirique des données ARESE, *Revue de Gestion des Ressources Humaines*, n°50, octobre-novembre-décembre, p.111-129.

Jensen M. (2002), "Value Maximisation, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function", *Business Ethics Quarterly*, vol.12, n°1, janvier, p.235-256.

Jensen M, Meckling W. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, vol.3, p.305-360.

Jones S.L., Lee D., Tompkins J.G. (1997), Corporate Value and Ownership Structure in the Post-Takeover: What Role Do Institutional Play?, *Managerial and Decision Economics*, vol. 18, p.627-643.

Karpoff J.M. (2001), The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings, University of Washington, WP

Karpoff J., Malatesta P., Walking R. (1996), Corporate Governance and Shareholder Initiatives: Empirical Evidence, *Journal of Financial Economics*, vol.42, p.365-395.

Lakonishok J., Chan L.K. (1995), The Behavior of Stock Prices around Institutional Trades, *Journal of Finance*, vol.50, n°4, p.1147-1174.

Lewis A, Mackenzie C (2000), Support for Investor Activism among UK Ethical Investors, *Journal of Business Ethics*, vol. 24, p.215-222.

Loiselet E. (2000), L'investissement socialement responsable : genèse, méthode, enjeux, *Economie Politique*, n°7, p.

Manry D., Stangeland D. (2003), The United Shareholders Association Shareholders 1000 and Firm Performance, *Journal of Corporate Finance*, 9, p.353-375.

Martinet A-C, Reynaud E (2001), Shareholders, Stakeholders et Stratégie, *Revue Française de Gestion*, Novembre-Décembre, p.12-25.

Marens R. (2003), Evolution du gouvernement des entreprises : l'émergence de l'activisme actionnarial au milieu du XXème siècle, *Finance Contrôle Stratégie*, vol.6, n°4, p.97-131.

Mercier S. (2004), L'Ethique dans les Entreprises, La Découverte, Collection Repères, Paris

Minov N., Monks R. (1991), *Power and Accountability*, Dunmore, PA : HarperCollins.

Perez R (2002), L'actionnaire socialement responsable, *Revue Française de Gestion*, n°141, 131-141.

Plihon D., Ponssard J-P, Zarlowski (2001), Quel scénario pour le gouvernement d'entreprise ? Une hypothèse de double convergence, *Revue d'Economie Financière*, vol.3, n°63, p.35-52.

Preston, O'Bannon (1997), The Corporate Social-financial Performance Relationship. A Typology and Analysis", *Business and Society*, vol. 36, n°4, p.109-125.

Romano (1993), Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered, *Columbia Law Review*, vol.93, p.795-853

Waddock S., Graves S. (1997), The Corporate Social Performance-Financial Performance Link, *Strategic Management Journal*, vol.18, n°4, p.303-319.

Wahal S. (1996), Pension Fund Activism and Firm Performance, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.31, p.1-23.

Webley P., Lewis A, Mackenzie C. (2001), Commitment among Ethical Investors: An Experimental Approach, *Journal of Economic Psychology*, 22, p.27-42.

