


LES RELATIONS ENTRE ACTIONNAIRES ET EMETTEURS DE TITRES : DE LA COOPERATION A LA DEFIANCE

RELATIONS BETWEEN SHAREHOLDERS AND ISSUERS OF SECURITIES: FROM COOPERATION TO DISTRUST

David CHEKROUN,* Quentin MOREAU** et Patrick HUBERT-PETIT***

 Board of directors; Co-operation; European Union; Listed companies; Securities; Shareholders; United States

INTRODUCTION

L'article qui suit s'inscrit dans le cadre des débats qui se sont déroulés lors de la conférence du 7 décembre 2017 sur le thème « Emetteurs, Investisseurs et Proxys : Comment optimiser et fluidifier ces relations ? » Cette conférence du « *Professorship in International Corporate Governance* », née du partenariat entre ESCP Europe et KPMG, ambitionnait d'explorer les modalités des relations entre les trois grandes parties prenantes de la gouvernance d'entreprise à l'aune des pratiques observées ces dernières années sur les marchés des titres européens et anglo-saxons. La conférence a fait l'objet d'une première allocution d'introduction de Tony Fratto, ancien Deputy Assistant et Deputy Press Secretary à la Maison Blanche, fondateur de Hamilton Places Strategies, cabinet de conseil en stratégie, suivi de l'allocution de Jean-Florent Rerolle, Managing Director de Morrow Sodali, ancien Associé KPMG Corporate Finance, Evaluation et Stratégie Financière.

INTRODUCTION

The following article is part of the discussions that took place during the conference held on the 7 December 2017 on the theme "Issuers, Investors and Proxies: How can their interactions be optimized and streamlined?" This conference, part of the "Professorship in International Corporate Governance"—a partnership between ESCP Europe and KPMG—aimed to explore the modes of interaction amongst the three major stakeholders in corporate governance, in the light of the practices observed over recent years, on stock markets in Europe and the English-speaking world. The conference included an introductory speech given by Tony Fratto, former Deputy Assistant and Deputy Press Secretary at the White House and founder of the strategy consulting firm, Hamilton Places Strategies. A speech was also given by Jean-Florent Rerolle, Managing Director of Morrow Sodali, and a former Partner at KPMG Corporate Finance, Evaluation and Financial Strategy.

* Professeur de droit des affaires internationales à ESCP Europe, Directeur scientifique du KPMG Professorship in International Corporate Governance et Visiting Associate Professor of Law, Division of Social Science, New York University Abu Dhabi.

** Chargé de mission au sein du KPMG Professorship in International Corporate Governance, diplômé ESCP Europe 2017 (MIM), élève avocat (EFB).

*** Associé KPMG SA, Président de l'Audit Committee Institute France et Président du Comité d'orientation du KPMG Professorship in International Corporate Governance à ESCP Europe.

The round table discussions also brought together Eliane Rouyer-Chevalier, founder of ERC Consulting, Director of *Cercle de la Compliance*, and Chairwoman of the Audit Committee of Legrand; Loïc Dessaint, Chief Executive Officer of Proxinvest; Cédric Lavérie, Head of Corporate Governance at Amundi; and Eric Thomas, Legal Director of the Lagardère Group. The debates and exchanges were moderated by Patrick-Hubert Petit, a partner at KPMG and President of the Audit Committee Institute France, as well as David Chekroun, Professor of International Business Law at ESCP Europe and Scientific Director of the KPMG Professorship in International Corporate Governance.

The purpose of this article is to explore the mechanisms of interaction between shareholders and boards of directors of listed companies, both in Europe and the US. On the one hand, the rise of shareholder activism via participation in the capital of hedge funds is one of the key trends that have been witnessed over the past few years, in particular through the prism of highly publicised “proxy fights”. On the other hand, there has been a mutual understanding between institutional investors and managers, offsetting the risk of instability within shareholders. It is in this respect that boards of directors are today more willing to engage in dialogue with their majority shareholders. The opportunity to enter into a conflict, or, on the contrary, to facilitate dialogue between shareholders and managers, is rooted in a mediation dependent both on the environment and on factors internal to each of the parties. This may give rise to several unexpected costs associated with the acquisition of shares. In the case of activist funds, these costs may be linked to the strategy of short-term returns, whereas for institutional investors favouring long-term investment, these costs may be linked to the establishment of some form of vertical control from the board of directors. The agency model and transaction cost theory allow us to weigh these two major trends in order to grasp their theoretical justifications and the limits that must be imposed.

Unlike the image of the small passive shareholder simply rubber-stamping decisions made on the initiative of the company’s board of directors, legislative changes in companies whose shares are traded on a stock market, give rise to the expression of a true “shareholder democracy.” Shareholders, strengthened in their rights and obligations, have become an effective counterbalance to issuers of securities managed by a board of directors. The consequences of a negative vote on resolutions formulated on the initiative of securities issuers may be sufficient to influence the share price. In this regard, legislators have taken steps to make the actors in corporate governance accountable.

Les débats de la table ronde ont réuni, à leurs côtés, Eliane Rouyer-Chevalier, fondatrice d’ERC Consulting, société en communication financière et gouvernance, Administratrice du Cercle de la Compliance et Présidente du Comité d’Audit de Legrand, Loïc Dessaint, Directeur Général de Proxinvest, Cédric Lavérie, Responsable *corporate governance* chez Amundi, et Eric Thomas, Directeur Juridique du groupe Lagardère. Les débats et échanges étaient encadrés et conduits par Patrick-Hubert Petit, associé KPMG et Président de l’*Audit Committee Institute France*, ainsi que David Chekroun, Professeur de droit des affaires internationales à ESCP Europe et Directeur scientifique du *KPMG Professorship in International Corporate Governance*.

Le présent article se propose d’étudier les mécanismes d’interactions entre actionnaires et conseils d’administration des sociétés inscrites sur un marché réglementé, en Europe et aux Etats-Unis. D’une part, la montée de l’activisme actionnarial par l’entrée au capital des *hedge funds* est l’une des tendances notoires observées depuis quelques années, notamment par le prisme de *proxy fights* très médiatisés. D’autre part, on observe un rapprochement des investisseurs institutionnels avec les dirigeants permettant de contrebalancer les risques d’instabilité au sein du corps actionnarial. C’est dans cette mesure que les conseils d’administration acceptent aujourd’hui plus facilement d’engager un dialogue avec leurs actionnaires majoritaires. L’opportunité d’engager un rapport de force ou, au contraire, de faciliter le dialogue entre actionnaires et dirigeants résulte d’un arbitrage qui serait alors fonction d’un environnement et de facteurs internes à chacune des parties. Il en résulterait de très nombreux coûts latents liés à la prise de participation. Dans le cas des fonds activistes, ces coûts seraient liés à la stratégie de rendements de court terme dans une logique de marché, tandis que pour les investisseurs institutionnels privilégiant l’investissement de long terme, ces coûts seraient liés à la mise en place d’un certain contrôle vertical du conseil d’administration. Le modèle de l’agence et la théorie des coûts de transaction permettent donc de mettre en balance ces deux grandes tendances afin d’en saisir leurs justifications théoriques et les limites qui doivent s’imposer.

Contrairement à l’image du petit actionnaire passif, simple « caisse enregistreuse » des décisions prises à l’initiative du conseil d’administration de l’entreprise, l’évolution législative concernant les sociétés dont les titres sont admis sur un marché réglementé conduit à l’expression d’une véritable « démocratie actionnariale ». ¹ L’actionnaire, renforcé dans ses droits et ses obligations, est devenu un contre-pouvoir effectif et non simplement éventuel des émetteurs de titres dirigés par un conseil d’administration. ² Les conséquences d’un vote négatif sur des résolutions formulées à l’initiative des émetteurs de titres sont de nature à influencer le cours des

actions. Dans cette mesure, le législateur est intervenu en faveur d'une responsabilisation des acteurs de la gouvernance d'entreprise.

D'une part, les autorités boursières de la *Security Exchange Commission* (SEC) aux Etats-Unis, ou l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) en France, ont généralisé le recours à des codes de gouvernement d'entreprise³ selon la règle du « *comply or explain* » contraignant les sociétés émettrices de titres à adopter des modes de gouvernance favorisant la transparence de l'information et l'équilibre des pouvoirs.⁴ La France s'est sur ce point particulièrement distinguée, en instaurant notamment un vote contraignant des actionnaires sur les rémunérations des dirigeants.⁵ Cet encadrement de la *corporate governance* est venu remettre l'actionnaire dans son rôle de propriétaire de l'entreprise,⁶ envers lequel le conseil d'administration doit rendre des comptes.

D'autre part, le législateur français est venu également faciliter le vote non-résident,⁷ et contraindre les investisseurs institutionnels à une implication plus forte aux assemblées générales.⁸ Ces organismes collecteurs d'épargne regroupant les fonds de pension, OPCVM, assurances et banques chargés de placer les fonds dont ils ont la gestion, occupent aujourd'hui une place centrale dans le corps actionnarial. Il s'agissait bien de responsabiliser des acteurs français agréés, dont les participations représentent aujourd'hui près du tiers des actions des sociétés cotées,⁹ auxquels doivent s'ajouter près de 40 pour cent pour les investisseurs institutionnels étrangers. Ces investisseurs se sont donc tournés vers un engagement à long terme dans les entreprises dans lesquelles ils détiennent des participations propices à cette responsabilisation. Ces fonds institutionnels sont en grande partie composés de fonds de gestion passifs relativement verrouillés,¹⁰ d'autant plus enclins à mettre en place des politiques d'engagement actionnarial de long terme. C'est dans cette tendance d'un engagement responsable au capital que le législateur européen s'est positionné avec la Directive (UE) 2017/828 du Parlement européen et du Conseil européen du 17 mai 2017,¹¹ afin d'instaurer une plus grande implication des actionnaires dans la vie de l'entreprise¹² dont certaines mesures seront présentées dans cet article.

Ce mouvement général de stabilisation d'un pan de l'actionnariat, exerçant une majorité de contrôle suffisante pour permettre un équilibre des pouvoirs avec la direction des émetteurs de titres, n'est pas la seule évolution qui puisse être observée dans la gouvernance des sociétés cotées. En effet, d'autres acteurs bien moins réglementés viennent également accroître leurs participations sur le marché des titres, à l'origine aux Etats-Unis, et maintenant en Europe.

On the one hand, the market regulators of the United States Securities and Exchange Commission (SEC) and the French Financial Markets Authority (AMF) have normalised the use of corporate governance codes grounded in the "Comply or Explain" rule, obliging securities-issuing companies to adopt modes of governance that promote transparency of information and a balance of control. France has been particularly exemplary in this regard, notably by introducing binding shareholder voting on executive compensation. This corporate governance framework has restored to shareholders their role as owners of the company to whom the board of directors is accountable.

On the other hand, French legislators have also taken measures to facilitate non-resident voting and to oblige institutional investors to become more involved in general meetings. These asset managers, which include pension funds, mutual funds, insurance companies and banks, responsible for investing the funds they handle, represent a major part of the shareholders nowadays. The aim was to require accountability of registered French operators, whose participations now represent nearly one-third of the shares of listed companies, in addition to the nearly 40 per cent represented by foreign investors. These investors have therefore turned to making long-term commitments to the companies in which they have acquired portions of share capital in order to foster such accountability. These institutional funds are largely composed of relatively locked passive management funds, all the more likely to establish long-term shareholder engagement policies. In the context of this trend in responsible engagement in capital, European legislators have acted via Directive (EU) 2017/828 of the European Parliament and Council of 17 May 2017 to promote greater shareholder involvement in the life of the companies.

This general trend towards stabilising a segment of shareholders that exercise a controlling majority, sufficient to permit a balance of power with the management of securities issuers, is not the only change that can be seen in the governance of listed companies. Indeed, starting in the US, and now in Europe as well, other, much less regulated operators have been increasing their participations in the stock markets.

We are referring to the rise of activist funds, which include hedge funds and other alternative investment funds. Mainly American, these entities are especially recognised by their interference in company strategy in spite of having only minority shareholdings, with the aim of promoting short-term profitability. In 2017, 17 French companies were solicited by activist funds, compared to only four in 2014. The explosion of “proxy fights” reflects this surge in shareholder activism, in which some minority shareholders have managed, for instance, to shift the outcome of voting so as to place one of their members on the board of directors, accompanied by aggressive and costly public relations campaigns.

The joint emergence of these two major trends leads to a degree of pacification with institutional investors on the one hand, and tougher interactions with activist funds on the other. It has required a reconsideration of the theoretical models in place for relationships between shareholders and issuers. The atomisation of the shareholders, today intermediated and internationalised, requires the opening of new fields of research on modes of interaction with the executive body.

The first notion that must be examined and analysed here is Agency Theory. The analysis of economists Jensen and Meckling regards a corporation as a “legal fiction” made up of a “nexus of contracts” binding the parts that constitute it. Their model counterposes the shareholder (“the principal”) to the director (“the agent”) of the company, in a context of asymmetrical information coupled with an antagonism of interests, justifying the former’s control over the latter. Hence, shareholders need to look for incentive tools to allow for alignment of interests and transparency of information. In light of this theory, the group of shareholders—naturally heterogeneous in the stock market—is free to use the tools of corporate governance that permit its exercise of a potentially significant degree of control over the board of directors. In this regard, while long-term shareholders favour mutual understanding via dialogue and mediation, activists primarily motivated by short-term profitability and financial performance will instead prefer mechanisms of constraint by the threat of “parasitism” in order to achieve an alignment of interests.

In addition, the work of Williamson, former Nobel Prize winner in Economics, has revealed the coexistence of transactional mechanisms between governance structures, where coordination either by price (the market) or by control (vertical integration) predominate. These exchanges may cause higher or lower costs, depending on the environment in which

Il s’agit de l’essor des fonds activistes¹³ regroupant *hedge funds* et autres fonds d’investissements alternatifs. Principalement « étasuniens », ¹⁴ leur particularité est de s’immiscer dans la stratégie de l’entreprise malgré des prises de participation minoritaires, dans le but de favoriser la rentabilité de court terme.¹⁵ En 2017, 17 sociétés françaises ont ainsi été sollicitées par des fonds activistes, contre seulement quatre en 2014.¹⁶ L’explosion des *proxy fights* témoigne de cette embellie de l’activisme actionnarial, où certains actionnaires minoritaires parviennent par exemple à faire basculer l’issue d’un vote¹⁷ dans le but de placer un des leurs au conseil d’administration, à grand renfort de campagnes de communication agressives et onéreuses.¹⁸

L’émergence conjointe de ces deux grandes tendances conduit à une certaine pacification avec les investisseurs institutionnels d’un côté, et un durcissement de la relation avec les fonds activistes de l’autre. Elle appelle à confronter les modèles théoriques existants aux relations entre actionnaires et émetteurs. L’atomisation du corps actionnarial, aujourd’hui intermédié et internationalisé, nécessite d’ouvrir de nouveaux champs de recherches sur les modes d’interactions avec le corps exécutif.

C’est la théorie de l’agence qui doit tout d’abord être évoquée et analysée. Les économistes Jensen et Meckling¹⁹ analysent l’entreprise, comme une « fiction légale » de « nœuds de contrats » entre les parties qui la composent. Leur modèle oppose l’actionnaire (‘le principal’) au dirigeant (‘l’agent’) de l’entreprise, dans un contexte d’asymétrie d’information couplé à un antagonisme d’intérêts établi, justifiant un contrôle exercé par le premier sur le second. Partant, les actionnaires doivent s’employer à rechercher des outils incitatifs afin de permettre l’alignement des intérêts et la transparence de l’information.²⁰ A la lumière de cette théorie, le corps actionnarial — hétérogène par nature sur un marché réglementé²¹ — est libre d’user des outils de la gouvernance d’entreprise qui lui permettent d’exercer un contrôle potentiellement significatif sur le conseil d’administration. Ainsi, alors que les actionnaires de long terme privilégient le rapprochement par le dialogue et la médiation, les activistes — animés par une rentabilité de court terme et la performance financière — vont au contraire privilégier des mécanismes contraignants par la menace de « parasitisme »²² pour obtenir l’alignement d’intérêts.

En complément, les travaux de Williamson,²³ prix Nobel d’économie, ont révélé la coexistence de mécanismes transactionnels entre structures de gouvernance où prédominerait alternativement la coordination par le prix (le marché) ou le contrôle (l’intégration verticale). Ces échanges seraient à l’origine de coûts plus ou moins

élevés selon l'environnement dans lequel les structures évoluent. En se basant sur l'hypothèse d'agents rationnels et opportunistes cherchant à satisfaire leurs intérêts individuels, Williamson est le premier à avoir proposé une étude comparée des relations entre structures de gouvernance, dépendant du contexte informationnel, de l'incertitude et de la fréquence des transactions.²⁴ La théorie de Williamson trouve une résonance certaine quant aux relations entre actionnaires et émetteurs de titres sur les marchés réglementés, dont la transaction serait ici la prise de participation au capital.²⁵

Alors que l'engagement actionnarial des investisseurs institutionnels est à l'origine d'une coopération plus étroite grâce au dialogue avec le management et les administrateurs, on remarque également une autre tendance, à savoir celle d'un rapport de force exercé à l'initiative d'actionnaires minoritaires n'hésitant pas à « entrer en guerre » afin d'influer sur la direction stratégique des entreprises. La cohabitation d'interactions de natures différentes et visant des intérêts parfois contradictoires, complexifie la mission du conseil d'administration.

Aussi convient-il d'étudier ces deux mécanismes d'interactions, d'une part la coopération par le dialogue, et d'autre part, la défiance, manifestée par l'activisme. Si le premier est bien l'apanage des investisseurs de long terme en quête d'un alignement des intérêts dans un contexte informationnel plus transparent, le second, l'opposition, s'inscrit plutôt dans une logique d'investissements de court terme avec un contexte informationnel imparfait où l'antagonisme d'intérêts serait très élevé.

LA COOPERATION PAR LE DIALOGUE ENTRE INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ET EMETTEURS DE TITRES

La montée au capital des fonds institutionnels en Europe dans les grandes capitalisations boursières a redéfini le cadre du dialogue entre le conseil d'administration et les actionnaires. L'engagement de long terme et la responsabilisation des parties prenantes ont progressivement institutionnalisé ce dialogue dont la directive européenne en dessine aujourd'hui les contours. Le dialogue se manifeste aujourd'hui bien en amont des assemblées générales, mais les échanges contradictoires doivent se circonscrire au cadre réservé aux actionnaires sans rompre l'égalité qui leur est due.

Institutionnalisation du dialogue

Le dialogue entre actionnaires et émetteurs de titres s'est accentué ces dernières années en vue de répondre au besoin de transparence de l'information. Consacré en France dans le Code Afep-Medef,²⁶ il s'agit d'encourager

the structures develop. Working from an assumption of rational and opportunistic agents seeking to satisfy their individual interests, Williamson was the first to propose a comparative study of the relationships between governance structures, based on the information context and the uncertainty and frequency of transactions. Williamson's theory has a certain resonance in regard to relations among shareholders and securities issuers in stock markets, the transactions between whom would here be the acquisition of shares.

While shareholder engagement among institutional investors generates closer cooperation through dialogue with management and directors, another trend may also be observed, namely that of a conflict entered into on the initiative of minority shareholders who do not hesitate to "go to war" so as to influence the strategic direction taken by companies. The coexistence of interactions of different kinds, and sometimes oriented around contradictory interests, complicates the mission of the board of directors.

It is therefore necessary to study these two mechanisms of interaction: on the one hand cooperation through dialogue, and on the other hand, distrust manifested by activism. While the former is the prerogative of long-term investors looking for an alignment of interests in a more transparent information context, the second, the opposition, is part rather of an approach of short-term investment in an imperfect information context, where antagonism of interests may be very acute.

CO-OPERATION THROUGH DIALOGUE BETWEEN INSTITUTIONAL INVESTORS AND SECURITIES ISSUERS

The increased ownership of companies with large market capitalisations by institutional funds in Europe has redefined the framework for dialogue between boards of directors and shareholders. Long-term commitment and stakeholder accountability have gradually institutionalised this dialogue, which is now shaped by European directives. Dialogue is manifest today far in advance of general meetings, but the adversarial exchanges must be limited to the framework reserved to shareholders without impinging upon the equality due to them.

Institutionalisation of the dialogue

Dialogue between shareholders and directors has increased in recent years, in response to needs for transparency of information. Enshrined in France in the AFEP-MEDEF code, it aims to encourage boards of directors to establish sound policies concerning the

communication of financial and non-financial information, so as to facilitate shareholders' exercise of voting rights. In France, interactions between shareholders and securities issuers are permitted by legislation on a limited basis, as a function of the general meeting. Primarily, they consist of discussions held at the meeting, and written questions posed on the initiative of one or more shareholders. In practice however, discussions have moved upstream of general meetings, which are no longer the privileged space of dialogue.

A new dialogue has become institutionalised, upstream of the general meetings. The issues are significant: securities issuers seek to ensure shareholder support for the resolutions proposed at the meetings, so as to attract a majority of votes. Asset management companies seek to make an informed decision about which way to vote, based on quality information that satisfies their voting policies.

The institutionalisation of dialogue aims in this sense to facilitate the alignment of interests between two parties seeking to meet their own objectives.

First of all, institutional investors and their management companies are increasingly sensitive in regard to legal norms, and to seeing the CSR issues relevant to the entities they invest in addressed. In order to enable such long-term commitment, shareholders are diversifying performance criteria, by taking more significant non-financial criteria into consideration. Asset managers like Amundi have thus distinguished themselves by their implementation of a Shareholder Engagement Policy. The intention of this wording—one that is more nuanced than social activism, which is specific to the militancy of certain funds whose acquisition of shares simply allows them to express their demands—is to express resources allocated by institutional funds for the consideration of environmental, social and governance (ESG) interests. Hence, these types of investors seek to impose their demands through dialogue with the company, in the form of a partnership model.

For investors, shareholder engagement may be roughly likened to Corporate Social Responsibility (CSR). ESG criteria form the basis for assessing the non-financial reporting rendered mandatory in France by art.173 of the Law on Energy Transition for Green Growth. The various criteria—environmental, social and governance-related—bring together several different spheres. The environmental criteria cover the direct and indirect impacts of the issuer's activity on the environment. Next, the issuer's activity in the social sphere is analysed through the lens of societal criteria such as respect for human rights. Respect for these

le conseil d'administration à engager une véritable politique de communication de l'information financière et extra-financière en vue de faciliter l'exercice du droit de vote des actionnaires. En France, les interactions entre actionnaires et émetteurs de titres sont admises par le législateur de façon restreinte à travers le prisme de l'assemblée générale : il s'agit principalement des débats qui y sont menés et de la question écrite posée à l'initiative d'un ou plusieurs actionnaires.²⁷ Toutefois, les échanges se sont en pratique déplacés en amont des assemblées générales qui ne sont plus l'espace privilégié du dialogue.

C'est en amont des assemblées générales que s'est institutionnalisé un nouveau dialogue. L'enjeu est de taille : il s'agit pour les émetteurs de titres de s'assurer du soutien des actionnaires aux résolutions proposées en assemblée afin de former une majorité de vote. Pour les sociétés de gestion d'actifs, il s'agit de pouvoir exercer un arbitrage éclairé sur le sens du vote à partir d'une information de qualité qui soit conforme à leurs propres politiques de vote.

L'institutionnalisation du dialogue vise, dans cette mesure, à faciliter l'alignement des intérêts entre deux parties cherchant à satisfaire leurs propres objectifs.

Tout d'abord, les investisseurs institutionnels et leurs sociétés de gestion sont de plus en plus sensibles aux respects des normes légales et de la prise en compte des problématiques de RSE des entités dans lesquelles ils investissent. Afin de permettre cet engagement de long-terme, les actionnaires diversifient les critères de performance avec une prise en compte des critères extra-financiers plus significative. Les « *assets managers* », à l'image d'Amundi,²⁸ s'illustrent ainsi par la mise en œuvre d'une politique d'engagement actionnarial. Ce terme, plus nuancé que l'activisme social qui serait propre au militantisme de certains fonds²⁹ dont la prise de participation permettrait seulement d'exprimer les revendications, vise à exprimer les moyens alloués par des fonds institutionnels pour la prise en compte des intérêts environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG). Partant, ce type d'investisseur tente d'imposer ses exigences à travers un dialogue avec l'entreprise sous la forme d'un modèle partenarial.

A l'échelle des investisseurs, l'engagement actionnarial peut valablement être assimilé à la Responsabilité Sociétale des Entreprises (RSE). Les critères ESG constituent la base d'évaluation du « reporting » extra-financier rendu désormais obligatoire en France, par l'art.173 de la Loi de la transition énergétique pour la croissance verte.³⁰ Les différents critères — environnementaux, sociaux et de gouvernance — regroupent des périmètres différents. Les critères environnementaux abritent les impacts directs

et indirects de l'activité de l'émetteur sur l'environnement. Ensuite, les comportements de l'émetteur en matière sociale sont analysés à travers des critères sociétaux tel que le respect des droits humains. Le respect de ces critères sociaux sera étudié à travers une analyse de la gestion des ressources humaines, du management, du bien-être des salariés, ou encore de la qualité du dialogue social. S'agissant enfin des critères de gouvernance, ils s'attachent à évaluer la composition, la rémunération et la nomination des organes de direction et de gouvernance, ainsi que les relations entre les actionnaires et les dirigeants.

La poursuite des enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance ne sont en réalité que la traduction d'objectifs que souhaitent atteindre les investisseurs responsables. D'une part, si ces derniers sont à la recherche d'une maximisation permanente de la valeur de leurs investissements à travers celle de l'entreprise, beaucoup se concentrent sur cet objectif via une vision de long terme. D'autre part, la prise en compte des enjeux ESG participent de la réputation de l'entreprise et donc des actionnaires, réputation qui doit être impérativement préservée notamment pour garantir la valeur de l'action sur le marché.

Le législateur européen est venu acter l'utilité du dialogue. La Directive (UE) 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 reconnaît l'utilité d'un tel dialogue, cette fois-ci par le prisme de la stabilité des cours boursiers et de la performance globale des entreprises. Le dialogue serait alors la condition *sine qua non* de l'engagement de long terme des actionnaires, lui-même garant d'une certaine stabilité des cours contribuant à prévenir, au moins en partie, la survenance de crises financières.

Aujourd'hui plusieurs initiatives, comme le protocole SDX,³¹ à l'initiative des investisseurs institutionnels visent à fournir une approche objective et contrôlée des échanges entre émetteurs et investisseurs. Au Royaume-Uni, le UK Corporate Governance Code définit un cadre non contraignant (*comply or explain*) au dialogue en vue d'une meilleure compréhension des objectifs du conseil d'administration et des actionnaires majoritaires.³² En France, aucune règle n'est pour l'instant venue encourager ce dialogue actionnarial bien que le sujet soit en discussion.³³

La communication à destination des investisseurs continue de se développer puisque de plus en plus d'entreprises comprennent l'opportunité de sécuriser leur relation avec l'investisseur institutionnel afin de construire la confiance. A cet effet, il n'est pas rare que les émetteurs affectent à un membre du conseil d'administration la tâche d'assurer la relation et la discussion avec les investisseurs institutionnels.

social criteria is studied via an analysis of human resources management, the management of employee well-being, or the quality of labor relations. Lastly, criteria related to governance involve an assessment of the composition, remuneration and appointment of the board of Directors.

The pursuit of environmental, social and governance-related goals is in fact simply a reflection of the objectives that responsible investors seek to achieve. On the one hand, while these investors seek to permanently improve the value of their investments by maximising the value of the company, many focus on this objective through a long-term vision. On the other, taking ESG issues into consideration contributes to the company's reputation, and therefore of its shareholders—and that reputation must imperatively be preserved, particularly in order to ensure the market value of the company's shares.

European legislators have come to recognise the benefit of dialogue. Directive (EU) 2017/828 of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017 has recognised the benefit of such a dialogue, regarding the share prices' stabilisation and the general performance of companies. Dialogue, then, is considered as the *sine qua non* condition for long-term shareholder commitment, which itself guarantees some price stability, helping to prevent the occurrence of financial crises.

Today, several initiatives have been taken by institutional investors, such as the *SDX protocol*, in view of providing an objective and controlled approach to exchanges between issuers and investors. In the UK, the UK Corporate Governance Code has established a non-binding framework for dialogue (*Comply or Explain*) in order to better understand the objectives of the board of directors and the shareholders' majority. In France, no regulations have yet been developed to encourage such shareholder dialogue, though the subject is under discussion.

Communications addressed to investors continue to grow as more and more companies come to understand this as an opportunity to secure their relationship with institutional investors and thus to build trust. For this purpose, it is not uncommon for issuers to appoint a member of the board of directors to handle relationships and discussions with institutional investors.

Dialogue among shareholders and boards of directors in regard to governance issues continues to grow. The number of S&P 500 companies disclosing their information has increased from 6 per cent in 2010 to 72 per cent in 2017. And administrators are becoming more and more involved in this engagement. This year, 29 per cent of companies that disclosed their information to investors have seen significant increases in investment by the latter.

Dialogue between institutional investors and securities issuers tends to promote the alignment of interests. By significantly improving the information environment in which this privileged agency relationship is established, this environment gives rise to a virtuous circle of trust that reduces both shareholder uncertainty and agency costs. Dialogue thus participates in the wealth-creating disciplinary function exercised by majority control thanks to the decrease in agency costs.

Dialogue upstream of general meetings reduces the phenomenon of *adverse selection*, the *ex-ante* cost of a vote that in the absence of such encouragement might lead to a decision contrary to company strategies and shareholder interests. This would mean that an institutional investor, responding to an investment policy binding it on behalf of its constituents, would end up adopting a resolution whose actual negative consequences would be revealed only later.

Dialogue also helps to reduce the *ex-post* costs related to *moral hazard*. Moral hazard arises from a situation where agents behave differently than they would if they were directly exposed to risk. In the context of an agency relationship with a board of directors, this hazard corresponds to any strategy of a board of directors that goes against the institutional investor's investment policy. This in turn leads to negative consequences which can be avoided if the board bears the consequences of its decisions.

Dialogue, then, is a co-operative model that can help promote the alignment of shareholder interests with the interests of the board of directors. Its benefits can be seen not only in the improved informational framework it provides, but also in the reduction in transactional costs produced by interaction between shareholders and managers.

Terms of Dialogue

Though it may be presumed that dialogue can facilitate greater harmony between institutional investors and securities issuers, it nevertheless cannot cover all subjects. The object of this dialogue is limited to the governance of a company, and does not concern the merits of its overall strategy. But what is its objective?

Le dialogue entre actionnaires et conseils d'administration sur des sujets de gouvernance, continue ainsi à grandir. La partie des entreprises du S&P 500 divulguant leurs informations a augmenté de 6 pour cent en 2010 à 72 pour cent en 2017. Et les administrateurs deviennent de plus en plus impliqués dans cet engagement. Cette année, 29 pour cent des entreprises qui ont divulgué leurs informations aux investisseurs ont vu une augmentation significative de la participation de ces derniers.³⁴

Le dialogue entre investisseurs institutionnels et émetteurs de titres est de nature à favoriser l'alignement des intérêts. Améliorant considérablement le contexte informationnel dans lequel s'établit cette relation d'agence privilégiée, il en résulte un cercle vertueux de confiance de nature à réduire le niveau d'incertitude pour l'actionnaire et les coûts d'agence.³⁵ Le dialogue participe ainsi à la fonction disciplinaire créatrice de richesse, exercée par une majorité de contrôle grâce à la baisse des coûts d'agence.³⁶

Le dialogue en amont des assemblées générales réduit le phénomène de *sélection adverse*,³⁷ coût *ex ante* d'un vote qui conduirait, en l'absence d'une telle incitation, à prendre une décision contraire à la stratégie de l'entreprise et à l'intérêt de l'actionnaire. En l'espèce, il s'agirait pour un investisseur institutionnel répondant d'une politique d'investissement contraignante auprès de ses mandants, d'adopter une résolution dont les conséquences négatives effectives se révéleraient postérieurement.

Le dialogue permet également de réduire les coûts *ex post* liés à l'*aléa moral*. L'aléa moral découle de situations où un agent se comporte différemment que s'il avait été directement exposé au risque.³⁸ Dans cette relation d'agence avec le conseil d'administration, cet aléa correspondrait à toute stratégie d'un conseil d'administration allant à l'encontre de la politique d'investissement de l'investisseur institutionnel, et dont les conséquences négatives effectives auraient pu être évitées si le conseil d'administration avait eu à supporter les conséquences de ses décisions.

Le dialogue est donc un modèle coopératif de nature à favoriser l'alignement des intérêts des actionnaires sur ceux du conseil d'administration. Son utilité est démontrée par le biais de l'amélioration du cadre informationnel qu'il permet, mais aussi par la baisse des coûts transactionnels que la relation entre actionnaires et dirigeants suscite.

Modalités du dialogue

Si l'on peut admettre que le dialogue facilite le rapprochement entre investisseurs institutionnels et émetteurs de titres, il ne peut toutefois porter sur tous les sujets. L'objet de ce dialogue est bien circonscrit à la gouvernance de l'entreprise et ne porte pas sur le bien-

fondé de sa stratégie globale. Mais quel en est l'objectif ? Les thèmes liés à la gouvernance d'entreprise (les mandats des dirigeants, l'organisation de comités, les rémunérations, le fonctionnement) en sont les sujets privilégiés. Toutefois, il en demeure une frontière poreuse avec la stratégie globale de l'entreprise : révocation et rémunération des dirigeants sont souvent décidées en réponses à une performance décevante de cette dernière.

L'espace du dialogue n'est également plus circonscrit à celui de l'assemblée générale, seul reconnu dans les textes français. Le dialogue entre actionnaires et émetteurs de titres est un concept à géométrie variable : plébiscité par les investisseurs institutionnels, il est toutefois rendu difficile en pratique par la quantité d'informations à traiter sur de courtes périodes, en amont des assemblées générales. C'est ce qui explique la survenance d'un dialogue intermédiaire avec une nouvelle série d'acteurs que sont les *proxy advisors*. Ces agences de conseil en vote, mandatées par les investisseurs en vue de procéder à l'analyse de la gouvernance des sociétés composant leurs portefeuilles de participations, sont aujourd'hui devenues une des pierres angulaires de l'environnement de la gouvernance des sociétés cotées. Marché concentré autour de quelques acteurs (ISS, Glass Lewis ou Proxinvest en France), ces agences facilitent le travail de *reporting* de l'information financière et extra-financière pour formuler des recommandations de vote. Profitant du manque de moyens internes de certaines sociétés de gestion d'actifs pour formuler leurs propres observations, les *proxy advisors* ont aujourd'hui une influence telle sur l'issue des votes qu'elles sont craintes par les dirigeants d'entreprises qui vont, pour certains, se plier avant tout vote à une recommandation défavorable.³⁹

Les *proxy advisors* ne sont pourtant pas les « ennemis » des conseils d'administration. Au service des investisseurs institutionnels, ils favorisent le rapprochement des émetteurs de titres avec les actionnaires en améliorant la communication et la médiation. Le législateur est d'ailleurs venu poser récemment les jalons d'une réglementation *à minima* visant à favoriser la mise en place d'un dialogue direct avec les émetteurs de titres. Aux Etats-Unis, Le *Corporate Governance Reform and Transparency Act* de 2016 est venu amender le *Securities Exchange Act* de 1934, obligeant notamment les *proxy advisors* à fournir une copie de leurs recommandations et des éléments de recherche dans leur rapport aux sociétés émettrices de titres, avant publication auprès des investisseurs institutionnels. Elles doivent s'engager à un dialogue par l'intermédiaire d'un médiateur en vue d'éventuelles modifications. Le législateur européen se penche également sur la question, avec la directive du 17 mai 2017 modifiant la Directive 2007/36/CE relative à l'exercice de certains droits des actionnaires des

In such dialogue, themes involving corporate governance (executive mandates, organisation of committees, remuneration, operations) are subjects of special interest. However, a porous border still exists there with overall company strategy: matters of executive termination or executive compensation may often be decided in response to a disappointing performance in regard to strategy.

The space for such dialogue is also no longer limited to the general meeting, which is the only space recognised by law for such purpose in France. Dialogue between shareholders and securities issuers is a concept with a variable geometry: championed by institutional investors, it is nevertheless rendered difficult in practice due to the amount of information to be handled in short periods of time, in advance of the general meeting. This explains the emergence of intermediary dialogue with a new set of actors, namely *proxy advisors*. Proxy advisory firms, mandated by investors to carry out governance analysis on the companies constituting their investment portfolios, have today become a cornerstone of the corporate governance environment for listed companies. In a market dominated by a handful of operators (ISS, Glass Lewis or Proxinvest in France), these agencies facilitate the reporting of financial and non-financial information so as to formulate voting recommendations. Taking advantage of the lack of internal resources some asset management companies have to formulate their own arguments, proxy advisors today have such influence on the outcome of the votes that they are feared by company managers, to such an extent that some may yield to unfavourable recommendations before any voting takes place.

Proxy advisors, however, are not the "enemies" of boards of directors. Working on behalf of institutional investors, they help to create greater harmony between securities issuers and shareholders by improving communication and mediation. Legislators have recently laid the groundwork for some minimal regulations to encourage the establishment of direct dialogue with securities issuers. In the US, the 2016 Corporate Governance Reform and Transparency Act amended the Securities Exchange Act of 1934, requiring proxy advisors to provide a copy of their recommendations and research evidence in their reports to securities issuers before the publication thereof to institutional investors. They must engage in dialogue via a mediator in view of possible changes. European legislators have also addressed the issue with the passage of the Directive of 17 May 2017, amending Directive 2007/36/EC on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies. They have taken a position in favour of implementing a "comply or explain" approach for the transparent operation of proxy advisory agencies, without going so far as to impose a regulated dialogue.

sociétés cotées. Celui-ci se prononce en faveur de la mise en place de la règle du « *comply or explain* » sur la transparence du fonctionnement des agences en conseil de vote,⁴⁰ sans aller toutefois jusqu'à imposer un dialogue encadré.

Limits of dialogue

This dialogue, as the manifestation of a potentially adversarial discussion between two willing parties, becomes a model for privileged interactions with institutional investors. The practice of shareholder dialogue is based on a selective information model, in the presence of privileged recipients. It is for these reasons that some legal safeguards are kept in place so that the practice of this dialogue will not divert to serve as an instrument of collusion between certain shareholders and the board of directors.

First, there is the issue of equality amongst shareholders. This general principle, which has a certain resonance with the proportional nature of shareholder rights, forms a natural obstacle to the establishment of a dialogue with an identified group of shareholders having a significant stake in the capital. In France, however, the AMF seems to allow for a degree of flexibility in this principle in regard to non-confidential information, by recognising, for example, the validity of shareholder clubs with a special relationship with members of the board of directors.

Second, regulated markets are subject to increased scrutiny, particularly with a view to maintaining the stability of share prices. The communication and exploitation of inside information, prohibited in European and French law as in Anglo-American law, thus constitutes the ultimate barrier to the development of dialogue. Inside information is defined as:

“information of a precise nature, which has not been made public, relating, directly or indirectly, to one or more issuers or to one or more financial instruments, and which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments or on the price of related derivative financial instruments.”

Communicating with shareholders thus becomes a balancing act for boards of directors. While they may personalise their discourse, it is nevertheless prohibited for them to provide information likely to create any de facto inequality in regard to the treatment of shareholders. Though no legal framework governs the form of their dialogue, a potential risk of violating penal regulations remains.

Questions also arise as to whether this dialogue makes a beneficial economic contribution to business performance. The argument to the affirmative runs as follows: according to a neoliberal view of the role of the company as a creator of wealth and a source of profits,

Limites du dialogue

Le dialogue, comme manifestation d'une discussion potentiellement contradictoire entre deux parties consentantes, devient le modèle d'interaction privilégié avec les investisseurs institutionnels. La pratique du dialogue actionnarial se fonde pour autant sur un modèle d'information sélective, en présence de destinataires privilégiés. C'est pour ces raisons que certains garde-fous légaux subsistent afin que la pratique de ce dialogue ne soit pas détournée aux fins d'un instrument de collusion entre certains actionnaires et le conseil d'administration.

Tout d'abord, se pose la question de l'égalité entre les actionnaires. Ce principe général qui trouve une résonance certaine dans la proportionnalité des droits des associés,⁴¹ est un obstacle naturel à l'établissement d'un dialogue avec un groupe identifié d'actionnaires ayant une participation significative au capital. L'AMF en France semble toutefois admettre une certaine flexibilité de ce principe pour des informations non confidentielles, en reconnaissant par exemple la validité des clubs d'actionnaires en lien privilégié avec les membres du conseil d'administration.⁴²

Les marchés réglementés font l'objet d'un contrôle accru, notamment en vue de préserver la stabilité des cours. La communication et l'exploitation d'informations privilégiées prohibées en droits européen et français,⁴³ comme en droit anglo-américain, sont ainsi l'ultime barrière au développement du dialogue. L'information privilégiée se définit comme une « information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés ».⁴⁴

La communication avec les actionnaires devient alors un exercice d'équilibriste pour les conseils d'administration. En personnalisant le discours, ils ne peuvent toutefois pas amener d'informations de nature à créer une inégalité de fait sur le traitement des actionnaires. En l'absence d'un cadre légal établi sur les modalités du dialogue, le risque d'infraction à la réglementation pénale n'est pas nul.

Le dialogue suscite également des questions quant à son apport économique bénéfique pour la performance des entreprises. Un argument plaide en faveur de cette affirmation : selon une vision néolibérale du rôle de

l'entreprise, comme créatrice de richesse et source de profit, la prise en compte des nouveaux critères extra-financiers dans les politiques globales d'investissements des *asset managers* n'a pas forcément vocation à stimuler la rentabilité financière. Il en résulterait une certaine dénaturation de la finalité de l'entreprise, amoindrissant sa capacité à affronter ses concurrents sur une économie de marché. Evidemment, le bilan global est à nuancer à la lumière des apports bénéfiques que de telles politiques peuvent avoir sur l'environnement et la protection des droits sociaux.

L'autre point porte sur le maintien d'une dualité entre les propriétaires de l'entreprise (actionnaires) et sa direction et ses organes de gouvernance (le conseil d'administration). L'antagonisme d'intérêts participe à la vivacité des rapports de force entre investisseurs et émetteurs de titres. Le dialogue est, à cet égard, un outil de pacification. Facilitant la transmission de l'information entre principal et agent, le dialogue pourrait être de nature à réduire les comportements opportunistes des conseils d'administration et des investisseurs.

L'ACTIVISME ACTIONNARIAL, INSTRUMENT DE DEFIANCE DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES

Les fonds activistes exercent aujourd'hui une influence considérable dans les grandes capitalisations boursières mondiales. Loin de périliter avec l'accentuation de la réglementation boursière, ces fonds parviennent à s'immiscer dans la gouvernance d'entreprise. Il s'agit d'étudier quelles sont les justifications de ce rapport de force, afin d'en saisir les modalités et les limites.

Justifications du rapport de force

L'activisme actionnarial est le reflet de la modernisation des pratiques au sein des assemblées générales.⁴⁵ Les fonds activistes de la famille de la gestion alternative profitent des sous-valorisations de sociétés cotées pour prendre une part minoritaire au capital. Ils les poussent à céder des filiales, fusionner, changer la direction et ainsi améliorer la performance du titre. 2017 fut l'une des années les plus trépidantes de l'histoire de l'activisme, avec près de \$62 milliards investis dans des campagnes, plus du double qu'en 2016.⁴⁶

Plusieurs fonds sont très actifs en Europe, comme Cevian Capital⁴⁷ (€10 milliards d'actifs, plus de 15 campagnes depuis 2010), Crystal Amber⁴⁸ (£118 millions et plus de 14 campagnes) et Knight Vinke⁴⁹ (\$1,2 milliard avec 13 campagnes).⁵⁰

L'activisme actionnarial est une pratique aujourd'hui normalisée sur le marché des titres. La tendance est à la hausse dans le monde et la France n'est pas épargnée. Elle

the inclusion of considerations regarding the non-financial criteria in determining the overall investment policies of asset managers does not necessarily stimulate financial profitability. The result would then be a distortion of the purpose of the company, tending to reduce its ability to compete in a market economy. Obviously, the overall assessment must be qualified in light of the beneficial effects that such policies can have for the environment and the protection of social rights.

Lastly, the maintenance of a duality between the owners of the company (the shareholders) and its governance body (the board of directors) is well appreciated by the financial sector. The antagonism of interests contributes to dynamism in the balance of control between investors and securities issuers. In this respect, dialogue is a tool for pacification. By facilitating the transmission of information between principal and agent, dialogue may tend to reduce opportunistic behavior among boards of directors and investors.

SHAREHOLDER ACTIVISM, AN INSTRUMENT OF DISTRUST AGAINST SECURITY ISSUERS

Activist funds now exert considerable influence in the world's large-cap companies. Far from collapsing with the escalation of stock market regulations, these funds continue to insinuate themselves into corporate governance. We will need to examine the justifications of this power relationship, in order to comprehend its forms and its limits.

Justifications of the power relationship

Shareholder activism is a reflection of the modernisation of practices among general meetings. Activist funds of the alternative management type profit from under-valuations of listed companies to take a minority stake in the capital. They encourage them to sell subsidiaries, merge, change management and thus improve the performance of their stock. 2017 was one of the most hectic years in the history of activism, with nearly \$62 billion invested in campaigns, more than twice as much as in 2016.

Several funds are very active in Europe, such as Cevian Capital (€10 billion in assets, more than 15 campaigns since 2010), Crystal Amber (£118 million and more than 14 campaigns) and Knight Vinke (\$1.2 billion and 13 campaigns).

Shareholder activism is a standard practice in the stock markets today. The trend is rising worldwide, and France is no exception. The country was not originally

a preferred destination for activists because of certain specificities that reduced its attractiveness to outside funds to a certain degree: this included the practice of double voting rights, or the prevalence of powerful family shareholding allowing majorities with stable control. But this does not ultimately appear to have slowed the aggressive acquisition of holdings by activist funds. Seven campaigns were conducted in France in 2017, particularly at Safran, Danone, SoLocal and Zodiak, following an increase in mergers and acquisitions, one of the key triggers for the acquisition of holdings by hedge funds.

The practice of activist funds is characterised by a determination to exert influence, with or without the support of the board of directors, on companies' strategic direction, particularly their executive compensation policies, the composition of their boards of directors, or their dividend policies. They seek to refocus company strategy primarily on short-term performance. One of the preferred targets of activist funds are public listed companies, with potential value not expressed in their share price due to potential failures in the company's overall management. These failures may be related to any of the following:

- Overall performance lower than that of its competitors in a similar market,
- Excess liquidity, demonstrating unused investment capacities,
- Underperforming activity branches with no effect on the overall strategy of the group,
- A board composition lacking the qualities of independence, diversity and renewal supported by codes of good governance.

The activist approach tends towards what Williamson would call market-mediated co-operation; it is built on a price system that alone justifies interactions among organisations and whose purpose in the context of this study would be the acquisition of shares. Here, the antagonism between securities issuers and shareholders is very acute. A minority shareholder would meet the company's need for capital in exchange for a security whose growth in value would generate gains. This relationship can only be maintained in the context of this reciprocal exchange. The balance is fragile and the transaction costs are high. This is explained by a very marked incompleteness in the contractual relationship between the issuer and short-term shareholder: changes in the price of the share being traded are also dependent on an uncertain external environment, which cannot be fully guaranteed by the board of directors. Short-term shareholders are rational agents who behave opportunistically, and once their

n'était pas à l'origine la destination privilégiée des activistes car certaines spécificités réduisaient, dans une certaine mesure, l'attractivité pour des fonds étrangers : il en va de la pratique du droit de vote double ou de la présence d'un fort actionnariat familial permettant une majorité de contrôle stable. Mais cela ne semble pas avoir freiné les prises de participation agressives des fonds activistes. Sept campagnes ont ainsi été menées en France en 2017, notamment sur Safran, Danone, SoLocal ou encore Zodiak suite à une hausse des opérations de fusions-acquisitions, l'un des déclencheurs clés de la prise de participation des *hedge funds*.⁵¹

La pratique des fonds activistes se caractérise par une volonté d'influer, avec ou sans le soutien du conseil d'administration, sur la direction stratégique de l'entreprise, notamment sur la politique de rémunération des dirigeants, la composition du *board of directors* ou encore sur la politique de distribution des dividendes. Il s'agit de mettre, au cœur de l'entreprise, une stratégie principalement orientée sur le rendement de court terme.⁵² Les cibles privilégiées des fonds activistes sont des entreprises inscrites sur un marché réglementé, ayant un potentiel de valeur non exprimé dans le cours de l'action et imputable à de potentielles défaillances dans la gestion globale de l'entreprise.⁵³ Ces défaillances peuvent être liées à :

- Une performance globale inférieure à celle de ses concurrents sur un marché similaire,
- Un excès de liquidité témoignant de capacités d'investissements non exploitées,
- Des branches d'activités sous performantes sans résonance avec la stratégie globale du groupe,
- Une composition du conseil d'administration qui ne présente pas les qualités d'indépendance, de diversité et de renouvellement plébiscitées par les codes de bonne gouvernance.⁵⁴

La logique de l'activisme tend à ce que Williamson appellerait une coopération par le marché,⁵⁵ construite sur un système de prix qui, à lui seul, justifie les interactions entre organisations et dont l'objet, dans le cadre de cette étude, serait la prise de participation. L'antagonisme entre émetteurs des titres et actionnaires est dans ce cas très élevé. L'actionnaire minoritaire répondrait au besoin de capitaux de l'entreprise en échange d'un titre dont l'évolution de la valeur permettrait de générer un gain. La relation n'a lieu de se maintenir que dans le cadre de cet échange réciproque. L'équilibre est donc fragile et les coûts de transaction sont élevés. Cela s'explique par une incomplétude très forte de la relation contractuelle entre l'émetteur et l'actionnaire de court terme : l'évolution des

cours de l'action, objet de la transaction dépend également d'un environnement extérieur incertain dont le conseil d'administration ne peut fournir toutes les garanties. Les actionnaires de court terme sont des agents rationnels dotés d'un comportement opportuniste qui appelle à un désengagement rapide de l'entreprise en cas de satisfaction de l'objectif de profit, en vue de trouver de nouvelles opportunités sur le marché des titres.

La confrontation du modèle des coûts de transaction à la pratique de l'activisme actionnarial permet d'en saisir le fondement théorique, mais aussi ses limites. L'activisme est une stratégie manifestée par des tactiques souvent hostiles visant à s'immiscer dans la direction et la stratégie de l'entreprise. Mais les conséquences de telles pratiques contribuent à façonner le comportement des grandes entreprises dont la dimension est telle que son but premier de « partage du bénéfice »⁵⁶ s'estompe pour laisser une place plus importante aux parties prenantes. La cohabitation de l'activiste actionnarial avec l'investissement institutionnel permettrait donc de trouver un nouvel équilibre entre profit et responsabilité.

Les modalités du rapport de force

L'activisme actionnarial se manifeste par une prise de participation suivie de différentes tactiques observées lui permettant de peser dans la prise de décision stratégique par la construction d'un rapport de force. Jusqu'à la fin des années 90, l'une des méthodes principalement observées chez les actionnaires minoritaires en France consistait à recourir aux procédures judiciaires contre les décisions adoptées en assemblées générales.⁵⁷ Toutefois, la lenteur des procédures a eu raison de leur efficacité et les fonds activistes, fort de leurs ressources financières massives et de leurs méthodes d'analyses, recourent aujourd'hui de nouvelles stratégies offensives à l'encontre de la direction des entreprises cotées.

Il s'agit tout d'abord des campagnes de médiatisation massive autour des résolutions présentées en assemblées générales. Ces campagnes mettent en exergue la défaillance du conseil d'administration en vue d'obtenir le vote sur la nomination ou la révocation d'un dirigeant, ainsi que sur sa rémunération. A titre d'exemple, la campagne menée aux Etats-Unis par le fonds Trian, détenu par Nelson Peltz, en vue de sa nomination au *board* de Procter & Gamble en 2017 aurait coûté près de \$100 millions à chacune des parties⁵⁸ en dépenses de communication pour obtenir l'ascendant sur l'issue du vote.

Poussées à leur paroxysme, les campagnes de médiatisation peuvent également avoir pour finalité d'influer négativement sur les cours de l'action. La pratique du « short selling » consiste ainsi pour les *hedge funds* à

profit objective is met, they will likely make a quick exit from the company to seek new opportunities in the stock markets.

A comparison of the transaction cost analysis model with the practice of shareholder activism makes it possible to grasp its theoretical basis, but also its limits. Activism is a strategy that often manifests as hostile tactics intended to interfere in the administration and strategy of the company. But the consequences of such practices help to shape the behavior of large companies, whose dimensions are such that their primary purpose of "sharing profits" is attenuated, assigning a more prominent place to stakeholders. The cohabitation of shareholder activism and institutional investment may thus make it possible to strike a new balance between profit and responsibility.

The forms of conflicts from activist shareholders

Shareholder activism manifests itself as the acquisition of shares, followed by various observable tactics permitting them to place pressure on strategic decision-making by the construction of a public conflict. Until the end of the 1990s, one of the methods most commonly observed among minority shareholders in France was to introduce legal proceedings against the decisions adopted at general meetings. However, the slowness of such proceedings was the reason for their effectiveness, and activist funds, by leveraging their massive financial resources and analytical methods, are now able to use new offensive strategies against the management of listed companies.

These consist first and foremost of massive media campaigns focusing on the resolutions presented at general meetings. Such campaigns may highlight the failure of the board of directors to obtain a vote on the appointment or dismissal of an executive, or regarding his/her remuneration. For example, the campaign run by Trian, Nelson Peltz's hedge fund, in the US to obtain his appointment to the board of Procter & Gamble in 2017 cost each party nearly \$100 million in public relations expenditures intended to help gain the upper hand in the vote.

In extreme cases, media campaigns may also be intended to negatively influence the share price. Thus, the practice of "short selling" may involve hedge funds speculating on a decrease in the share price while publicly revealing anomalies in the firm's management.

The agency Muddy Waters, for example, published a damning report on the Casino Group in 2015, criticising in particular its level of indebtedness. This smear campaign resulted in a reprimand from the AMF and an 11.6 per cent decline in the share price.

The “Proxy Fight” is today a well-established practice in the strategic arsenal of activist funds. It consists of actively soliciting proxy-voting mandates from shareholders. The solicitation of proxy voting mandates was made possible in France by Law no.2010-1511 of 9 December 2010 permitting a proxy voting mandate to be issued to the natural person or legal entity of one's choice. This practice, it should be pointed out, may face difficulties identifying shareholders in stock markets if the transfer of shares are not subject to continual monitoring. Proxy fights have become a significant source of power. With only a minority stake in the capital, activists seek to obtain proxy mandates from the rest of shareholders via campaigns also accompanied by significant media coverage intended to help them gain the upper hand in the vote.

Activist funds have many legal instruments at their disposal to compel boards to act. For example, if they hold at least five per cent of the share capital, they may file a motion for a resolution at the general meeting. This is the same percentage required to call a general meeting of shareholders.

Some French legislative devices render the stock market conducive to infiltration by activism. The first is the existence of binding “Say On Pay”. Following the subdued success of the first version of a French-style “Say on Pay” rule, legislators recently took action with Law no.2016-1691, known as “Sapin 2” Law on transparency, anti-corruption measures and the modernisation of economic activity. The new art.L225-37-2 of the French Commercial Code introduced a priori control of shareholders regarding the principles and criteria used for determining the amounts of variable remuneration subject to voting, as well as introducing a posteriori voting for approving or challenging them.

Voting on regulated agreements, which are unknown on the other side of the Atlantic, is an additional source of constraint for activists. Under art.L225-38 of the Commercial Code, agreements entered directly or indirectly between a company and its directors or a shareholder holding more than 10 per cent of the voting rights must be authorised by the general meeting.

spéculer sur la baisse du cours en révélant publiquement des anomalies dans la gestion de la société. L'agence Muddy Waters⁵⁹ a, par exemple, publié un rapport accablant sur le groupe Casino en 2015 critiquant notamment son niveau d'endettement. Cette campagne de dénigrement a abouti à un rappel à l'ordre de l'AMF et une chute du cours de l'action de 11,6 pour cent.⁶⁰

Le « *proxy fight* » est aujourd'hui une pratique bien ancrée dans la stratégie des fonds activistes. Elle consiste à solliciter activement des mandats de vote au sein du corps actionnarial. La sollicitation de mandat de vote a été rendue possible en France par l'Ordonnance no.2010-1511 du 9 décembre 2010 permettant la procuration à la personne physique ou morale de son choix. Notons que cette pratique se heurte au problème d'identification des actionnaires sur les marchés réglementés, en l'absence d'un suivi actualisé en continu sur les transferts de titres.⁶¹ Les *proxy fights* sont devenus un instrument de pouvoir significatif. Avec une participation minoritaire au capital, l'activiste va rechercher la procuration auprès du corps actionnarial par des campagnes qui s'accompagnent également d'une médiatisation importante en vue d'obtenir l'ascendant sur le vote.

Les fonds activistes disposent de nombreux outils légaux pour contraindre le conseil d'administration. C'est ainsi qu'ils peuvent notamment déposer une demande de résolution à l'assemblée générale en cas de détention d'au moins de cinq pour cent du capital social.⁶² Il en va du même pourcentage pour provoquer une assemblée générale des actionnaires.⁶³

Certains dispositifs légaux français font du marché réglementé des titres un espace propice à l'immersion de l'activisme. Il en va tout d'abord du *Say on Pay* contraignant. Suite au succès en demi-teinte de la première version du *Say on Pay* « à la française », le législateur est intervenu récemment avec la Loi no.2016-1691 dite « Sapin 2 » relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique. Le nouvel art.L225-37-2 du Code de commerce introduit un contrôle *a priori* des actionnaires sur le principe et les critères de détermination, ainsi qu'un vote *a posteriori* permettant d'avaliser ou de contester le montant des rémunérations variables soumises au vote.

Le vote sur les conventions réglementées, méconnues Outre-Atlantique, est un instrument de contrainte supplémentaire pour l'activiste. Prévu à l'art.L225-38 du Code de commerce, les conventions conclues directement ou indirectement entre la société et ses dirigeants ou un actionnaire détenant plus de 10 pour cent des droits de vote doivent être soumises à une autorisation de l'assemblée.

Du côté des émetteurs de titres, l'activisme actionnarial est généralement perçu comme une menace amenant à la mobilisation de ressources internes pour contrebalancer le rapport de force. Une communication accrue auprès du corps actionnarial permet ainsi de limiter l'influence des activistes. Le dialogue avec les investisseurs institutionnels est ainsi facilité en vue de pousser à la prise de position en faveur de la stratégie du conseil d'administration. Dans le durcissement du rapport de force entre actionnaires activistes et émetteurs de titres, les investisseurs institutionnels doivent arbitrer leur position.

Afin de faciliter cette communication auprès des actionnaires, les émetteurs de titres et les fonds activistes sollicitent également le service d'agences spécialisées pour influencer sur l'issue des votes. Il s'agit des *proxy solicitors*⁶⁴ dont le développement s'est accéléré avec l'explosion des *proxy fights*. Ces agences sont mandatées pour diffuser l'information auprès du corps actionnarial et faciliter les négociations. A l'image de Morrow Sodali,⁶⁵ ces agences proposent des services d'assistance et de conseil pour déployer la campagne de sollicitation des mandats de vote.

En parallèle de cette confrontation directe entre fonds activistes et conseils d'administration, les agences de conseil en vote ou « *proxy advisors* » participent également à la construction des rapports de force aux assemblées générales sur les questions de gouvernance. Le rôle hybride des agences de conseil explique d'ailleurs les velléités portées par les émetteurs de titres à leur encontre. Mandatées par les investisseurs institutionnels, elles peuvent toutefois s'exprimer contre certaines résolutions qui auraient pu naturellement être admises par un gestionnaire d'actifs. Il n'est pas rare qu'elles soutiennent certaines résolutions formulées par les fonds activistes, non pas dans une logique d'augmentation des rendements, mais de conformité aux règles de bonne gouvernance. En effet, prônant un alignement de la rémunération des dirigeants sur la performance de l'entreprise, les agences appuieront dans certaines situations l'intégration au *board* de nouveaux administrateurs présentant de meilleures garanties d'indépendance et de compétence.⁶⁶

Les limites de l'activisme actionnarial

L'activisme est un mécanisme visant à contester ou s'opposer à la stratégie du conseil d'administration des émetteurs de titres. A défaut d'aboutir à une position commune, les campagnes menées sont une menace réelle pour la performance de long terme de l'entreprise, par une destruction de richesse liée à la fois aux moyens mobilisés dans la campagne tout d'abord, mais surtout à l'impact sur la politique de distribution des dividendes qui améliore le rendement de l'action au détriment de l'investissement. Toutefois cette première critique est à

From the securities issuer's perspective, shareholder activism is generally perceived as a threat causing the mobilisation of internal resources to compensate the balance of powers. Increased communication with the shareholder body can then help to limit the influence of activists. This in turn facilitates dialogue with institutional investors, with a view to encouraging them to take a position in favour of the board's strategy. As the power relationship between activist shareholders and securities issuers becomes more acute, institutional investors must choose a side.

In order to facilitate this communication with shareholders, security issuers and activist funds may also seek the services of specialised agencies to influence the outcome of votes. The growth of these agencies, known as proxy solicitors, has spiked with the boom in proxy fights. Proxy solicitors are mandated to disseminate information to the shareholder body and facilitate negotiations. These agencies, like Morrow Sodali, offer assistance and advisory services for the rollout of proxy voting mandate solicitation campaigns.

In parallel with this direct confrontation between activist funds and boards of directors, proxy advisors also participate in the construction of the opposition at general meetings on governance issues. The hybrid role of advisory agencies also explains directors' apprehension towards them. Though mandated by institutional investors, they may take a position against certain resolutions that an asset manager may simply have accepted. It is not uncommon for them to support certain resolutions formulated by activist funds, not as part of an approach focused on increasing returns, but in compliance with the rules of good corporate governance. Indeed, advocating for the alignment of executive compensation with the company's performance, these agencies may in certain situations support the inclusion on the board of new members offering better guarantees of independence and competence.

The limits of shareholder activism

Activism is a mechanism used to question or oppose the strategy of a securities issuer's board of directors. If they fail to bring all parties to a common position, these campaigns may pose a real threat to the long-term performance of the company, by the destruction of wealth associated first with the mobilisation of resources for the campaign, but also and above all with the impact on the dividend policy that improves share yield to the detriment of investment returns. This first criticism is however qualified in light of the progressive promotion of accountability for hedge funds. No longer acting only on their own behalf, they are now solicited by more institutional actors as well and must prove that

there is some coherence to their investment policy. Moreover, much like Nelson Peltz of the Trian fund, these operators may not seek only to promote a rise in the share price, but also to improve the company's performance in the long term through strategic and operational changes necessary for the group's survival. It should however be noted that the consideration of ESR issues, and more generally of all non-financial criteria, is only of secondary importance in the prioritisation of objectives.

Shareholder activism also poses some problems regarding the conformity of the practice with certain rules of corporate law. The use of hostile strategies to change the outcome of votes conflicts first and foremost with the principle of the proportionality of shareholder rights. The notion of majority control is normally correlated with the proportions of shares held. However, the activist model relies on a minority shareholding approach in order to diversify risks, while mobilising substantial financial means to impose a certain strategic policy oriented towards short-term performance. It is not unlikely, with regard to the amount of money deployed during the proxy fights of 2017, that legislators may seek to regulate the resources that may be mobilised, much like the ceilings imposed on sums spent on electoral campaigns.

Shareholder activism also raises the question of the role of the shareholder, which is no longer limited to that of owner of the company. Clearly exhibiting its strategic ambitions, activist funds appropriate the powerful tools of corporate governance, seeking to divert them from their intended goals of transparency and balance of power. These objectives fundamentally pursue aims of a common interest beyond the individual interests of shareholders, but are now being instrumentalised to serve private interests. Hedge funds, with lighter regulations on their activity, are developing in a gray area where the quest for profit may not necessarily be accompanied by greater accountability. The question of tightening the rules on hedge funds now taking shape in the Euro-zone may thus be posed in the years to come as well.

In view of the practices of active solicitation of proxy voting mandates and shareholder dialogue, greater communication between Boards of Directors and their shareholders has become a necessity. The control of the quality and quantity of the information transmitted to the shareholders or to the controlling majority is one

nuancer face à une responsabilisation progressive des *hedge funds*. Agissant non plus uniquement pour leur compte, ils sont également sollicités par des acteurs plus institutionnels et doivent justifier d'une certaine cohérence de leur politique d'investissement. De surcroît, à l'image de Nelson Peltz du fonds Trian, ces acteurs ne souhaitent pas uniquement favoriser une hausse du cours de l'action mais bien améliorer durablement la performance de l'entreprise par un changement stratégique et opérationnel nécessaires à la survie du groupe. Toutefois, il est à noter que la prise en compte des problématiques de RSE, et plus généralement de l'ensemble des critères extra-financiers, est bien placée au second rang dans la priorisation des objectifs.

L'activisme actionnarial pose également certains problèmes quant à la conformité de la pratique avec certaines règles du droit des sociétés. Les stratégies hostiles en vue de faire basculer l'issue des votes se heurtent tout d'abord au principe de proportionnalité des droits des associés. La notion de contrôle de la majorité est normalement corrélée à la proportion de participations. Toutefois le modèle de l'activisme s'appuie au contraire sur une logique de participations minoritaires afin de diversifier les risques, tout en mobilisant des moyens financiers conséquents pour imposer une certaine politique stratégique tournée vers le rendement de court terme. Il n'est pas impossible, au regard des montants déployés lors des *proxy fights* de 2017, que le législateur se saisisse de la question de l'encadrement des ressources qui pourront être mobilisées, à l'image du plafonnement des montants pour les campagnes électorales.

L'activisme actionnarial soulève aussi la question du rôle de l'actionnaire qui n'est plus circonscrit à celui de propriétaire de l'entreprise. Affichant clairement ses ambitions stratégiques, le fond activiste s'appuie sur les puissants outils de la *corporate governance* pour les détourner de leurs finalités de transparence et d'équilibre des pouvoirs. Ces objectifs poursuivent, dans leur fondement, un but d'intérêt commun qui dépassent les intérêts individuels des actionnaires mais sont aujourd'hui instrumentalisés pour servir des intérêts privés. En présence d'une réglementation allégée des *hedge funds*, ces derniers évoluent dans une zone grise où la recherche du profit ne s'accompagne pas nécessairement d'une plus grande responsabilisation. La question d'un durcissement des règles à l'encontre des *hedge funds* évoluant dorénavant dans l'espace européen pourrait également se poser dans les années à venir.

Au regard des pratiques de sollicitation active de mandats et du dialogue actionnarial, l'exercice de communication du conseil d'administration avec ses actionnaires est devenu une nécessité. La maîtrise de la qualité et de la quantité d'informations transmises au corps actionnarial ou à la

majorité de contrôle est un des facteurs clés permettant de maîtriser l'issue d'un vote fortement marqué par l'incertitude sur un marché des titres atomisé. L'opportunité d'exercer un dialogue ou non semble donc pouvoir résulter de la durée temporelle de l'investissement au capital, des motivations intrinsèques des parties (priorité à la performance financière ou à des politiques d'engagement global sur des thèmes liés à l'ESG, les deux n'étant d'ailleurs pas incompatibles), et de la quotité de capital détenu. L'incomplétude contractuelle de la relation entre actionnaires et dirigeants dans un contexte d'information imparfaite est de nature à générer des coûts de transaction qui se cristallisent notamment pendant les campagnes de communication massive des *proxy fights*, ou des coûts d'organisation liés à l'instauration d'un dialogue durable et vertueux avec les fonds institutionnels sensibles à certaines propositions des fonds activistes et aux recommandations de leurs agences de conseil en vote.

of the key factors that allow control of outcomes in votes strongly affected by the uncertainty of an atomised stock market. It would thus appear that the opportuneness of engaging in or refraining from dialogue may result from the temporal duration of investment in capital, the intrinsic motivations of the parties (priority to financial performance or to policies of global engagement on themes related to ESG, which are after all, not incompatible), and the proportion of capital held. The contractual incompleteness of the relationship between shareholders and managers in an imperfect informational context tends to generate transaction costs that crystallise in particular during the mass communication campaigns of proxy fights, or organisational costs related to the establishment of a lasting and virtuous dialogue with institutional funds that are sensitive to certain activist fund proposals and the recommendations of their proxy advisory agencies.

Notes

1. Voir C. Clerc, « *Réflexions sur la démocratie actionnariale* » [2007] 3 RTDF 88.

2. Plusieurs réformes sont intervenues suite à la Directive européenne no.2007/36/CE du 11 juillet 2007 : le Décret no.2010-684 du 23 juin 2010 a enrichi l'information due aux actionnaires à charge de l'émetteur, préalablement et postérieurement à l'assemblée. L'Ordonnance no.2010-1511 du 9 décembre 2010 et le Décret no.2010-1619 du 23 décembre 2010 proclament et encadrent la liberté de procuration de vote.

3. En France, La Loi no.2008-649 du 3 juillet 2008 a instauré la règle du « *comply or explain* » pour les sociétés se référant au code de gouvernement d'entreprise AFEP-MEDEF révisé à plusieurs reprises depuis. A cet égard, des initiatives similaires ont été transposées dans la plupart des Etats-membres de l'Union européenne.

4. Le Code AFEP-MEDEF préconise par exemple de recourir à des administrateurs indépendants (art.8.1) ou encore de mettre en place une politique de communication financière rigoureuse auprès des actionnaires (art.4.1).

5. Voir la Loi no.2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économie, dite « Sapin 2 ». La rémunération des dirigeants est dorénavant soumise à un vote *ex ante* relatif « aux principes et critères de détermination, de répartition et d'attribution » de la rémunération des dirigeants pour l'avenir. Un vote *ex post* est également instauré sur la rémunération effective des dirigeants, de manière individuelle, sur l'exercice passé.

6. Jusque dans le courant des années 90, la règle du « *Wall Street Walk* » dictait le comportement des investisseurs institutionnels : il s'agissait alors de céder ses participations en cas de désaccord avec le *Board of Directors* qui avait le dernier mot sur toute question relative à la stratégie de l'entreprise. Voir A.R. Admati, P. Pfleiderer, « The "Wall Street Walk" and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice » [2009] 7 *The Stanford Review of Financial Studies*.

7. Voir l'Ordonnance no.2010-1511 du 9 décembre 2010. A cet égard, il était prévu jusqu'à cette réforme des formalités contraignantes comme le « certificat d'immobilisation » de nature à réduire la liquidité des titres. La simplification du mandat de vote a considérablement facilité l'entrée au capital des investisseurs étrangers.

8. Voir la Loi no.2003-706 du 1 août 2003 et l'art.L.533-22 du Code monétaire et financier. Il en résulte que les sociétés de gestion de portefeuille sont dorénavant contraintes d'exercer les droits de vote attachés aux actions qu'elles détiennent ou d'expliquer les motifs de leur abstention auprès des actionnaires.

9. Voir « Radiographie de l'actionariat des entreprises françaises », Etude de l'Observatoire de l'Epargne Européenne pour l'Association Nationale des Sociétés par Actions (ANSA), 2016.

10. Les dix plus gros fonds mondiaux de gestion passive détiennent aujourd'hui 30 pour cent des entreprises du S&P 500. Voir M. Sawyer, M. Trevino & Sullivan Cromwell LLP « Review and analysis of 2017 U.S shareholder activism » [2018] *Harvard Law Review*.

11. Les Etats membres devront la transposer dans leurs législations nationales respectives d'ici juin 2019.

12. Les grandes mesures de cette directive ont pour objectifs de (i) permettre une plus grande interactivité entre les sociétés cotées et leurs actionnaires et (ii) donner à ces derniers plus de pouvoirs en matière de rémunérations des dirigeants et de gestion des conflits d'intérêts.

13. L'activisme actionnarial se définit « comme un processus de contestation engagé par un actionnaire ou un collectif d'actionnaires minoritaires pour améliorer soit la performance de l'entreprise critiquée, soit son système de gouvernance ». Voir C. Girard, J. Le Meaux, « De l'activisme à l'engagement actionnarial » [2007] *Revue française de gouvernance d'entreprise, Institut français des administrateurs* 113-132.

14. Les fonds activistes les plus actifs en 2017 sont : Elliot Management (US), Trian Partners (US), Third Point Partners (US), Amber Capital (UK), Carl Icahn (US), Starboard Value (US), Marcato Capital Management (US), Jana Partners (US) et Oasis Capital (HK). Voir « The activist investing annual review 2018 », *Activist Insight*.

15. « En France, si les années 1990 ont été marquées par une stratégie judiciaire « d'harcèlement » menée par des actionnaires minoritaires [Courret, 1996], les années 2000 ont débuté par des guérillas de questions posées en assemblées générales. » Voir C. Girard, J. Le Meaux, « De l'activisme à l'engagement actionnarial » [2007] *Revue française de gouvernance d'entreprise, Institut français des administrateurs* 113–132.

16. Voir A. Grumberg, S. Hopkins, and L. Corte, « Activists Investing in Europe » [2017] *Harvard Law Review*.

17. En 2017, 54 pour cent des « proxy fights » se sont achevées par une victoire partielle ou totale des activistes lorsque les campagnes ont abouti à un vote. Voir « The activist investing annual review 2018 », *Activist Insight*.

18. C'est précisément dans ce contexte que le proxy fight opposant Procter & Gamble au fonds activiste Trian Partners a abouti à la nomination de son manager Nelson Peltz au conseil d'administration après un affrontement extrêmement médiatisé et une victoire de justesse. Voir « Trian says Nelson Peltz wins fight for P&G board seat », *The Financial Times*, 15 novembre 2017.

19. M.C. Jensen and W.H. Meckling, « Agency costs and the theory of the firm », 1976.

20. La prise de participation au capital des managers est un des mécanismes incitatifs exposé par les auteurs pour garantir cet alignement même partiel des intérêts de l'entreprise avec ceux des actionnaires.

21. Sur ce point, C. Girard et J. Le Meaux, proposent une nouvelle segmentation du corps actionnarial qui serait à la fois fonction du degré d'engagement organisationnel par la quotité de capital détenue ainsi que du degré d'engagement sociétal. Cette segmentation serait à l'origine de quatre catégories d'activistes (au sens le plus générique du terme) : (i) l'activiste conventionnel avec prise de contrôle (celui de la majorité des investisseurs institutionnels), (ii) les fonds socialement responsables avec un engagement global, (iii) les actionnaires dissidents sans prise de contrôle (les activistes orientés vers le rendement de court terme) et (iv) les actionnaires militants sans prise de contrôle (ONG, syndicat et autres organisation en faveur de l'activisme social). V.C. Girard, J. Le Meaux, « De l'activisme à l'engagement actionnarial » [2007] *Revue française de gouvernance d'entreprise, Institut français des administrateurs* 113–132.

22. Les fonds activistes cherchent par exemple à manifester leurs intentions en interpellant le conseil d'administration publiquement notamment sur la politique de distribution des dividendes, les opérations stratégiques de croissance externe et la gouvernance. Par exemple le groupe Safran a finalement dû plier face à *The Children's Investment Fund Management* (TCI) en 2017. Dès que le groupe aéronautique a annoncé son intention d'acquiescer Zodiac Aerospace, il a dû faire face à l'opposition de ce fonds activiste britannique, actionnaire à hauteur d'environ 4 pour cent.

23. Williamson, O.E. (1985), « The Economic Institutions of Capitalism », The Free Press, 1985.

24. Williamson s'est penché à partir de 1991 sur l'existence de modèles hybrides de relations entre structures de gouvernance qui ne sont ni du ressort de l'intégration verticale, ni du marché. Dans ce nouveau cadre, il justifiait l'existence de relations contractuelles plus abouties telles que la franchise ou la joint-venture. Voir O.E. Williamson « Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives » (1991) 36(2) *Administrative Science Quarterly* 269–296.

25. Il convient de noter que Williamson ne s'est jamais intéressé à la prise de participation au capital comme transaction. Toutefois, il existe un parallèle notable étudié ici dans la façon dont les actionnaires interagissent avec le conseil d'administration : la transaction principale serait la prise de participation qui implique la naissance de droits attachés aux actions. Les coûts attachés à la prise de participation seraient alors fonction pour chacune des parties, de leurs motivations intrinsèques et de l'environnement dans lequel elles évoluent, faisant l'objet de la présente étude.

26. Voir art.4.1 du Code AFEP-MEDEF « Il appartient à chaque conseil d'administration de définir la politique de communication financière de la société. »

27. Voir art.L225-28 du Code de commerce.

28. Premier acteur européen de la gestion d'actifs avec 1.400 milliards de fonds gérés. Voir <https://www.amundi-ee.com> [Consulté le 26 juin 2018].

29. Voir n.19.

30. Voir la Loi no.2015-992 du 17 août 2015 relative à la transition énergétique pour la croissance verte.

31. Voir <http://www.sdxprotocol.com/> [Consulté le 26 juin 2018].

32. « There should be a dialogue with shareholders based on the mutual understanding of objectives. The board as a whole has responsibility for ensuring that a satisfactory dialogue with shareholders takes place » Voir « Section E: Relations with shareholders », The UK Corporate Governance Code, 2016.

33. Sur ce point un récent rapport plaide en faveur du non-encadrement du dialogue par le législateur au regard du risque limité qu'il représenterait sur l'information privilégiée et les gains que l'incitation d'un tel dialogue permettrait de générer sur la gouvernance et la stabilité actionnariale. Voir « Rapport commission dialogue administrateurs-actionnaires », le club des Juristes, décembre 2017.

34. Voir M. Madoff et K. Klemash, « EY 2017 Proxy Season Review » Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation.

35. Jensen et Meckling identifiaient trois types de coûts générés par cette relation d'agence : les coûts de surveillance 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 de liberté du dirigeant. Voir C. Jensen et W.H. Meckling « Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure » [1976] *Journal of Financial Economics* 305–360.

36. B.S. Black observait que l'engagement actionnarial participait au changement effectif de la gouvernance : 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. V.B.S. Black « Shareholder Activism and Corporate governance in the United States » in *The new Palgrave dictionary of economics and law* (Stockton Press, 1998), pp.459–465.

37. Voir G. Akerlof, « The Market for Lemons », [1970] *Quarterly Journal of Economics*. Le phénomène de sélection adverse a tout d'abord été observé sur le marché des voitures d'occasion. Akerlof concluait que, face à un panel de vendeurs de voitures d'occasion qui seuls connaissaient la

valeur intrinsèque du véhicule mis à la vente, l'acheteur ayant pris seulement connaissance du fait que certaines voitures étaient de qualité médiocre par rapport à d'autres, il était rationnellement enclin à proposer un prix d'achat inférieur à ce que les « bons » vendeurs auraient été prêt à accepter pour leur véhicule. Dans ce contexte informationnel, les « mauvais » vendeurs étaient plus facilement récompensés que les bons et le prix de marché devenait inférieur au juste prix du véhicule dans un contexte informationnel parfait.

38. Ce concept a été formulé par K. Arrow dans son étude « Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care » (1953) 53(5) *The American Economic Review* 941–973. Il a par la suite été développé dans le domaine de l'assurance par ce même auteur notamment pour mesurer la nécessité de prix discriminants des services aux assurés (les agents). Dans la mesure où ces derniers n'ont pas à supporter le coût de certains dégâts liés à leurs actes, ils seraient enclins à prendre des risques supplémentaires dont les assureurs (les principaux) devraient supporter les frais.

39. L.E. Strine, (2014) 30 *Delaware Journal of Corporate Law* 688. Extrait du témoignage du Chancelier de la Cour du Delaware : « Powerful CEOs come on bended knee to Rockville, Maryland, where ISS resides, to persuade the managers of ISS of the merits of their views about issues faced by their companies. »

40. Voir la Directive de l'Union européenne no.2017/828 du 17 mai 2017.

41. Voir l'art.1843- 2 du Code civil : « les droits de chaque associé dans le capital social sont proportionnels à ses apports ».

42. Voir « Rapport commission dialogue administrateurs-actionnaires », le Club des Juristes, 2017.

43. Voir le Règlement (UE) no.596/2014 du Parlement européen et du conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché et abrogeant la Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du conseil et les Directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE.

44. Voir l'art.7 du Règlement (UE) no.596/2014 du Parlement européen et du conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché et abrogeant la Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du conseil et les Directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE.

45. Il convient, pour les besoins de cette étude, de réduire le périmètre de l'activisme actionnarial à celui pratiqué par des fonds alternatifs orientés sur des objectifs de performance financière. L'activisme peut traduire également un engagement militant dont la prise de participation « est un moyen d'exprimer les attentes des parties prenantes (stakeholders) et non pas directement des actionnaires (shareholders) ». Voir C. De Brito, « ISR : Comment les critères extra-financiers impactent les objectifs de gestion ? », [2006] 85 *Revue d'économie financière* 151–170.

46. Voir « *Review of Shareholder Activism* », Lazard's Shareholder advisory group, 2017.

47. Voir <https://www.ceviancapital.com/> [Consulté le 26 juin 2018]

48. Voir <https://crystalamber.com/home> [Consulté le 26 juin 2018]

49. Voir <https://knightvinke.com/> [Consulté le 26 juin 2018]

50. Cf. n.43.

51. Sur ce point, l'opportunité des prises de participation des activistes est notamment fonction du niveau de liquidités présentes dans le groupe, d'une sous-évaluation au regard de sa performance relative aux autres acteurs du secteur et des différentes opérations de croissance externe de nature à influencer directement sur le cours de l'action. Voir « Les fonds activistes partent à l'assaut des entreprises européennes », *Les Echos*, novembre 2017.

52. Sur ce point, notons que cette orientation « court-termiste » des fonds activistes peut valablement être nuancée : selon l'étude de A. Bebchuk, A. Brav et W. Jian, réalisée sur un échantillon de 2040 opérations activistes entre 1994 et 2007, les *hedge funds* activistes auraient un impact positif à long terme (cinq ans) sur les performances opérationnelles et financières des entreprises visées ainsi que sur leur valorisation. Voir A. Bebchuk, A. Brav et W. Jian, « The Long Term Effects of Hedge Fund Activism » (2015) 115 *Columbia Law Review*.

53. Le marché *large cap* (évalué à plus de \$10 milliards) est celui qui suscite le plus d'attractivité pour les fonds activistes en 2017, avec 167 campagnes menées sur cette période. Voir « The activist investing annual review 2018 », *Activist Insight*.

54. Voir P. Loop, C. Bromilow and L. Malone, « The changing face of Shareholder activism », Harvard Law School Publication, 2018.

55. Voir O.E. Williamson, « Markets and Hierarchies : Analysis and Antitrust Implications », Free Press, New York, 1975.

56. Voir l'art.1832 du Code civil. « La société est instituée par deux ou plusieurs personnes qui conviennent par un contrat d'affecter à une entreprise commune des biens ou leur industrie en vue de partager le bénéfice ou de profiter de l'économie qui pourra en résulter. »

57. Voir A. Couret « Le harcèlement des majoritaires », Working paper, ESUG, 1996.

58. Voir « Peltz's P&G loss unlikely to stop activist investing tide », *The Financial Times*, 2017.

59. Voir <http://www.muddywatersresearch.com/> [Consulté le 26 juin 2018].

60. Voir A.W. Grumberg et P.H. Darriet, « Etat des lieux de l'activisme actionnarial en France », Fusions & Acquisitions Magazine, janvier 2017.

61. La Directive (UE) 2017/828 du Parlement européen et du conseil du 17 mai 2017 prévoit des mesures visant à faciliter la traçabilité de l'identité des actionnaires pour la communication financière et extra-financière.

62. Voir l'Ordonnance no.2010-1511 du 9 décembre 2010.

63. Voir l'art.L225-103 II 2^o du Code de commerce.

64. Les « proxy solicitors » sont des agences spécialisées dans l'accompagnement des grandes entreprises pour analyser la composition de l'actionnariat, les meilleures pratiques de gouvernance et pallier le risque de formation d'une majorité dissidente. En présence d'un *proxy fight*, elles s'occupent de solliciter les actionnaires pour le compte de leur client afin de peser sur l'issue du vote.

65. Voir <http://www.morrrowsodali.com/> [Consulté le 26 juin 2018].

66. L'exemple du *proxy fight* de P&G en novembre 2017 va dans ce sens. La nomination de Nelson Peltz était également préconisée dans le rapport d'ISS, l'un des leaders du *proxy advisory*.