HAL
open science

L'engagement actionnarial : de l'industrialisation de l'actionnariat à l'expression de nouvelles responsabilités

Rachelle Belinga

To cite this version:

Rachelle Belinga. L'engagement actionnarial : de l'industrialisation de l'actionnariat à l'expression de nouvelles responsabilités. Gestion et management. Université Paris sciences et lettres, 2018. Français. NNT : 2018PSLEM026 . tel-02132702

HAL Id: tel-02132702

https://pastel.hal.science/tel-02132702

Submitted on 17 May 2019

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

PSL UNIVERSITÉ PARIS

THÈSE DE DOCTORAT
DE L'UNIVERSITÉ PSL

Préparée à MINES ParisTech

L'engagement actionnarial : De l'industrialisation de l'actionnariat à l'expression de nouvelles responsabilités

Soutenue par

Rachelle BELINGA

Le 12 décembre 2018

Ecole doctorale n° 396

Économie, Organisations et Société

Spécialité

Sciences de gestion

Composition du jury :

Jean-Pascal, GOND Professeur, Cass Business School	*Président*
Catherine, KARYOTIS Professeur, NEOMA Business School	*Rapporteur*
Bertrand, VALIORGUE Professeur, École Universitaire de Management de Clermont-Ferrand	*Rapporteur*
Céline, LOUCHE Professeur, Audencia Business School	*Examinateur*
Andrew, JOHNSTON Professeur, Sheffield University	*Examinateur*
Hervé, GUEZ Directeur de la Gestion Action et de la Recherche, Mirova	*Invité*
Blanche, SEGRESTIN Professeur, MINES ParisTech	*Directeur de thèse*

MINES ParisTech | PSL

MINES ParisTech et PSL n'entendent donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans cette thèse. Ces opinions doivent être considérées comme propres à l'auteur

À Nadou, mon premier professeur

Remerciements

Alors que trois années de doctorat s'achèvent et se concluent -étrangement- par la rédaction d'une thèse, cette section « remerciements » me fournit enfin l'opportunité de remercier les différentes et nombreuses personnes qui m'ont tour à tour guidée, conseillée, soutenue et accompagnée dans cette expérience si particulière.

Je tiens tout d'abord à remercier celle qui m'a fait l'honneur d'être ma directrice de thèse, Blanche Segrestin. Ces travaux de thèse sont le fruit d'une réflexion collective qu'elle a insufflée, inspirée et animée de son époustouflante intelligence, mais aussi de sa force et de sa rigueur. Blanche m'a emmenée avec elle dans une aventure exigeante et ambitieuse à laquelle je suis fière d'avoir pu contribuer. Je tiens également à la remercier, sur un ton plus personnel, pour sa disponibilité et sa sensibilité, attentive aussi bien aux demandes scientifiques qu'aux affres émotionnelles du doctorat.

Cet accompagnement à la fois intellectuel et personnel a été également assuré par Kevin Levillain et Sophie Hooge auxquels je souhaiterais témoigner ma profonde reconnaissance. J'ai toujours pu, souvent dans l'urgence (et jusqu'au bout de la nuit la veille d'une échéance), trouver auprès d'eux aide et conseils avisés. D'un coup de baguette magique, ils ont su faire disparaître certains doutes et apparaître de nouvelles solutions. Au-delà de la thèse, leur souci de croiser éthique et science m'a énormément apporté dans la construction de ma représentation de ce qui constitue une équipe de recherche et le rôle social du chercheur.

J'aimerais remercier également l'équipe gouvernance de Mirova qui m'a accueillie et guidée dans ce monde complexe et passionnant de la gouvernance d'entreprise et de la gestion d'actifs. En particulier, je tiens à remercier Hervé Guez, Camille Noisette et Zineb Bennani pour leur patience, leur ouverture et leur enthousiasme quant aux travaux que nous menions.

Ces travaux ont également été reçu avec bienveillance au Collège des Bernardins dans le cadre du programme « Gouvernement de l'entreprise et créations de communs », et notamment par Baudoin Roger et Stéphane Vernac, dont les encouragements répétés furent un soutien précieux.

Le concours de la Chaire Théorie de l'Entreprise mérite aussi d'être souligné. En particulier, je souhaiterais remercier Armand Hatchuel, pour ses retours ô combien stimulants. Sa brillante audace intellectuelle et son érudition enthousiaste sont aussi inspirantes que contagieuses. J'en profite pour remercier plus généralement les membres du CGS, dont Franck Aggeri, Benoît Weil, Pascal Le Masson, Eva Boxenbaum, Cédric Dalmasso, Frédéric Kletz, Frédérique Pallez, Eric Ballot, Shenle Pan, pour leurs conseils et leur appui au cours de ces trois années de doctorat.

J'ai eu par ailleurs la chance de rencontrer dans cette expérience d'excellents compagnons de route, tels que Laure-Anne Parpaleix et Yohann Sitruk avec lesquels j'ai pu nouer de véritables relations d'amitié, et dont la curiosité scientifique mais aussi la générosité et la présence m'ont épaulée. Il me faut également remercier les autres doctorants du CGS et mes camarades, du bureau J302, notamment Yanyan Yang, Juliette Brun, Hicham Ezzat, puis Rémi Beulque, Anaëlle Camarda, certains « invités » tels que Mario Le Glatin. Leur délicieuse bonne humeur et nos échanges ont égayé mes journées de travail. Jérémy Lévèque fut en la matière un contributeur essentiel, qui m'a également accompagnée dans une relecture de dernière minute, et que je remercie ainsi très chaleureusement.

J'en profite pour remercier les assistantes du CGS, Stéphanie Brunet et Céline Bourdon qui m'ont suivie dans mes activités de doctorantes et sur un plan plus personnel. Leur chaleur et leur humour ont adouci voire même rendu agréables nombre de démarches administratives.

J'adresse également mes plus sincères remerciements aux membres de mon jury, Bertrand Valiorgue, Catherine Karyotis, Jean-Pascal Gond, Andrew Johnston, Céline Louche et Hervé Guez qui m'ont fait l'honneur d'accepter d'évaluer mes travaux.

Enfin, je ne peux manquer de remercier mes amis et ma famille pour leur soutien sans faille. Warda, l'acolyte sans laquelle je n'aurai jamais eu l'idée d'entreprendre une thèse, Gabrielle, mon alliée pour le meilleur et pour le pire, Cristiana, *our radiant caretaker*, Lola, ma chargée de communication personnelle, Guillaume, fidèle entre les fidèles, Vincent, général du « kiffe », Quentin, Coraline, Johanna, Camille, Julie, Anthony, votre affection et votre confiance (aveugle) m'ont encouragée ces trois dernières années dans ces différentes et importantes étapes de vie. Un petit mot tout spécial pour Aurora dont je ne compte plus les largesses et à laquelle cette thèse doit plus qu'elle n'accepterait dans sa grande humilité de reconnaître. Un mot tout aussi spécial pour souligner le rôle important de ceux de mes amis, qui m'ont non seulement accompagnée mais qui m'ont aussi relue dans les tous derniers instants, Lucie, ma Frédérique, Marine, mon roc, Lorraine, ma moitié, François, mon ami « au-delà ».

Pour conclure cette peut-être trop longue section, je souhaiterais exprimer mon immense gratitude à ma famille. Il me fut dit récemment que j'avais la chance d'avoir été élevée par une tribu, rien ne saurait être plus vrai. Marraine, René, Gérard, votre regard toujours affectueux, fier, voire même complaisant m'a déterminée à me montrer digne dans cette expérience de thèse de votre estime et de votre généreuse bienveillance. J'ai pu compter également sur l'amour inconditionnel de ma pétillante et courageuse grand-mère. Enfin, mes derniers remerciements ne peuvent qu'aller à ma merveilleuse mère, dont la force en toute circonstance, les analyses fines et engagées, la présence aimante, dévouée, parfois amusée, m'inspirent et me portent depuis toujours, et m'ont portée ces trois dernières années.

Sommaire

Introduction générale ***13***

I. L'engagement actionnarial : un nouveau rôle pour l'actionnaire ? 14

II. Les fondements, les enjeux et les implications de l'engagement actionnarial : une question de recherche 19

III. Synopsis de thèse 20

PARTIE I – LES FIGURES CONTEMPORAINES DE L'ACTIONNAIRE : LES DEFIS DE L'INDUSTRIALISATION DE L'ACTIONNARIAT **25**

Chapitre 1
La construction juridique et théorique de l'actionnaire *27*

I. Les fondements juridiques de la catégorie d'actionnaire 29

II. Capacités d'action restreintes des actionnaires et les théories de la gouvernance d'entreprise 40

III. Une figure classique de l'actionnaire au modèle d'action limité 50

Chapitre 2
L'industrialisation de l'actionnariat : Une extension des capacités d'action sur l'entreprise des actionnaires *56*

I. La transformation de l'actionnariat et la remise en question des théories de la gouvernance 58

II. Le déploiement de nouvelles capacités d'action de l'actionnaire : une industrialisation de l'actionnariat 65

III. Les implications d'un actionnariat industrialisé pour la gouvernance d'entreprise : le défi d'une gouvernance de l'actionnariat 76

Conclusion de la Partie I *85*
Des figures contemporaines de l'actionnaire à une « gouvernance de l'actionnariat » *85*

PARTIE II – L'EMERGENCE D'UNE « GOUVERNANCE DE L'ACTIONNARIAT » : DE LA DEFINITION DE L'ENGAGEMENT ACTIONNARIAL A UN MODELE UNIFIE DE LA RESPONSABILITE DE L'ACTIONNAIRE **87**

Chapitre 3
L'engagement actionnarial : étudier une forme novatrice de responsabilisation de l'actionnaire *91*

I. L'Investissement Socialement Responsable et l'activisme social des actionnaires, des formes de responsabilisation spontanées de l'actionnaire qui ne répondent pas aux défis de l'industrialisation de l'actionnariat 93

II. L'étude de la régulation de l'engagement actionnarial : méthode et matériel de recherche .. 97

Chapitre 4
La construction du concept d' « engagement actionnarial » dans la doctrine : un effort de définition des responsabilités de l'actionnaire industrialisé *107*

I. La régulation du rôle des investisseurs professionnels en gouvernance d'entreprise : une gouvernance de la chaîne d'intermédiation actionnariale 109

II. Les responsabilités des actionnaires industrialisés: les germes d'une théorie de l'« engagement » des actionnaires 118

Chapitre 5
Modélisation des régimes de responsabilités de l'actionnaire industrialisé, la figure manquante d'un actionnaire responsable envers l'entreprise *129*

I. La modélisation des responsabilités de l'actionnaire industrialisé : le recours à un langage de « gestion des entreprises » 131
II. Les figures de responsabilités de l'actionnaire industrialisé dans la doctrine de l'engagement actionnarial 136
III. Un modèle de responsabilité de l'actionnaire industrialisé et la figure manquante de l'actionnaire responsable envers l'entreprise 144
Conclusion de la Partie II *148*
Un modèle unifié des responsabilités de l'actionnaire industrialisé et des pratiques d'engagement actionnarial à construire *148*

PARTIE III – PRINCIPES D'ENGAGEMENT RESPONSABLE DE L'ACTIONNAIRE: LE CAS D'UN ACTIONNAIRE « *CUSTODIAN* » DE L'ENTREPRISE 153

Chapitre 6
Méthodes et matériel de recherche : le cas de la politique de vote de Mirova *155*
I. Le cas Mirova, un gérant d'actifs en quête de pratiques d'engagement orientées vers l'entreprise 157
II. Le cas Mirova et l'étude des politiques de vote d'actionnaires : une approche mixte 161

Chapitre 7
L'étude des responsabilités actionnariales au travers des politiques de vote d'actionnaires ... *165*
I. Les politiques de vote d'actionnaires, une rationalisation du vote de l'actionnaire industrialisé 167
II. Modélisation des politiques de vote : entre opportunités et rationalités de vote 170
III. Les rationalités des actionnaires dans les politiques de vote : l'expression d'un régime de responsabilité 177

Chapitre 8
Les rationalités de l'actionnaire responsable, une tension entre engagement et légitimité de l'actionnaire industrialisé : Le cas d'un actionnaire « custodian » *193*
I. L'engagement de l'actionnaire « *custodian* » : des moyens d'action prescriptifs pour la gestion de l'entreprise 194
II. Les moyens d'action de l'actionnaire industrialisé et les dilemmes de l'engagement responsable 206

Chapitre 9
Comment être un actionnaire engagé et responsable ? L'exemple du vote « équilibré » et « non-déterminant » sur la rémunération des dirigeants *217*
I. Le vote sur la rémunération des dirigeants : une énigme pour l'actionnaire « *custodian* » . 219
II. Le vote *custodian* sur la rémunération des dirigeants : les solutions de l'équipe gouvernance de Mirova 234
III. Des principes d'action pour l'engagement responsable des actionnaires industrialisés : la non-détermination de la gestion et l'équilibre des prescriptions 243

Conclusion de la Partie III
Vers un modèle d'engagement « responsable » de l'actionnaire industrialisé *249*

Conclusion générale
L'ENGAGEMENT RESPONSABLE DE L'ACTIONNAIRE : DE PREMIERS JALONS POUR UNE GOUVERNANCE DE L'ACTIONNARIAT 253
I. Synthèse des principaux résultats de la thèse 254
II. Limites de la recherche 260
III. Perspectives de recherche 261

REFERENCES 272

Introduction générale

La gouvernance d'entreprise à l'épreuve de l'engagement actionnarial

I. L'ENGAGEMENT ACTIONNARIAL : UN NOUVEAU ROLE POUR L'ACTIONNAIRE ? 14
a. *L'engagement des actionnaires : un standard en construction* 14
b. *L'engagement des actionnaires : une discussion théorique naissante* 16
c. *L'engagement des actionnaires : l'enjeu théorique fondamental du rôle de l'actionnaire* 17

II. LES FONDEMENTS, LES ENJEUX ET LES IMPLICATIONS DE L'ENGAGEMENT ACTIONNARIAL : UNE QUESTION DE RECHERCHE 19

III. SYNOPSIS DE THESE 20
a. *Les transformations contemporaines de l'actionnariat (Partie I)* 20
b. *L'engagement actionnarial : des logiques de responsabilité multiples (Partie II)* 21
c. *Des principes d'action pour l'engagement responsable des actionnaires (Partie III)* 22

« *Companies must ask themselves: What role do we play in the community? How are we managing our impact on the environment? Are we working to create a diverse workforce? Are we adapting to technological change? Are we providing the retraining and opportunities that our employees and our business will need to adjust to an increasingly automated world? Are we using behavioral finance and other tools to prepare workers for retirement, so that they invest in a way that will help them achieve their goals?* »[1].

Cette déclaration n'émane ni d'un groupe politique ni d'un groupe associatif mais de BlackRock, le leader mondial de la gestion d'actifs qui possède des participations dans la plupart des grandes sociétés cotées. Depuis 2012, son Président Directeur Général (PDG), Larry Fink, écrit chaque année une lettre publique aux dirigeants d'entreprise. Il y expose les attentes de BlackRock à l'égard des sociétés dont elle est actionnaire. Dans cette lettre de 2018, intitulée « *A sense of purpose* », Larry Fink ajoute « *Just as the responsibilities your company faces have grown, so too have the responsibilities of asset managers.* »[2]

Dix ans après la chute de Lehman Brothers, la gouvernance d'entreprise n'échappe plus aux enjeux de croissance durable. La prévention des crises financières ainsi que les responsabilités économiques, sociales et environnementales des entreprises sont devenues des préoccupations majeures pour les actionnaires eux-mêmes. L'« engagement actionnarial » figure ainsi au nombre des mécanismes de contrôle en gouvernance qui participent de la responsabilisation des entreprises.

[1] Extrait de la lettre de Larry Fink disponible en ligne : https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter (dernière consultation 15 octobre 2018)
[2] *Ibid.*

I. L'engagement actionnarial : un nouveau rôle pour l'actionnaire ?

L'engagement des actionnaires auprès des entreprises, et plus spécifiquement l'engagement sur des sujets Environnementaux, Sociaux ou de Gouvernance (ESG), est souvent présenté comme un levier non seulement de prévention des crises mais aussi de promotion de stratégies de croissance durable pour les entreprises.

Lancés en 2006 à l'initiative de l'alors secrétaire général Kofi Annan, les *Principles for Responsible Investment* (PRI) de l'Organisation des Nations Unies définissent l'engagement des investisseurs comme les « *interactions between the investor and current or potential investees (which may be companies, governments, municipalities, etc.) on ESG issues. Engagements are undertaken to influence (or identify the need to influence) ESG practices and/or improve ESG disclosure* »[3]. Selon la définition onusienne, l'engagement actionnarial rassemble ainsi les activités portées par les actionnaires pour encourager de bonnes pratiques ESG au sein des entreprises dans lesquelles ils ont des participations. Les actionnaires peuvent ainsi prendre un rôle positif auprès des entreprises. En 2018, les PRI publiaient d'ailleurs un rapport intitulé « *How ESG engagement creates value for investors and companies* »[4].

a. L'engagement des actionnaires : un standard en construction

L'engagement des actionnaires désigne ainsi un comportement d'actionnaire à vocation aussi bien descriptive que normative. Les managers, déjà, ont connu un mouvement de responsabilisation avec le développement de standards et de pratiques de Responsabilité Sociale des Entreprises (RSE) (Acquier et Aggeri, 2008). Les investisseurs ont également connu un mouvement de responsabilisation avec le développement de standards et de pratiques d'Investissement Socialement Responsable (Arjaliès, 2010). C'est dorénavant au tour de la gouvernance d'entreprise de penser le comportement responsable des actionnaires et les liens qu'ils entretiennent avec les entreprises.

En 2010, au Royaume-Uni, le Financial Reporting Council publiait sous l'impulsion du gouvernement britannique un code de gouvernance à destination des investisseurs, le UK Stewardship Code. Ce code définit des responsabilités pour les investisseurs institutionnels en matière d'engagement dans la gouvernance d'entreprise. Depuis, le UK Stewardship Code a fait des émules (Hill, 2017) et nourri les espoirs d'une culture de contrôle « éclairé » des entreprises parmi les investisseurs (Fenwick et Vermeulen, 2018). À l'échelle de l'Union

[3] Extrait du « PRI Reporting Framework. Main definitions 2018 », p.8, disponible en ligne : https://www.unpri.org/download?ac=1453 (dernière consultation : 15 octobre 2018)
[4] Rapport disponible en ligne : https://www.unpri.org/download?ac=4637 (dernière consultation : 15 octobre 2018)

Européenne, ces espoirs se sont traduits par la promulgation en 2017 de la Directive 2017/828, qui porte sur « l'engagement à long-terme des actionnaires » (Johnston et Morrow, 2015). Plus qu'un phénomène spontané de responsabilisation des actionnaires, l' « engagement » est appuyé par une doctrine qui attribue ainsi un rôle aux actionnaires dans la bonne marche des entreprises et de l'économie dans son ensemble.

Les actionnaires sont d'ailleurs désormais tenus responsables de leurs pratiques d'engagement. Début 2018, à la surprise générale, Carillion, le géant britannique du BTP, se déclare en faillite alors qu'il avait continué au cours des dernières années de distribuer d'importants dividendes à ses actionnaires (Hatchuel et Querrien, 2018)[5]. Lorsque les Commissions « Business, Energy and Industrial Strategy » et «Work and Pensions » de la Chambre des Communs mènent l'enquête, elles intègrent le témoignage des principaux actionnaires de Carillion. Pour les députés, il s'agissait notamment ce comprendre quelles avaient été les pratiques d'engagement de ces actionnaires, d'évaluer s'ils s'étaient suffisamment « engagés » auprès de Carillion, et ainsi de déterminer s'ils auraient pu prévenir la crise[6].

Pourtant, la doctrine de l' « engagement actionnarial » n'a pas encore atteint le statut de standard et les pratiques d'engagement sont toujours en cours de construction. En particulier, l'engagement suscite des interrogations parmi les actionnaires eux-mêmes.

Toujours dans sa lettre aux dirigeants d'entreprise de 2018, Larry Fink critique certaines pratiques d'engagement et appelle à une refonte du « modèle » de l'engagement actionnarial :

> « *The time has come for a new model of shareholder engagement – one that strengthens and deepens communication between shareholders and the companies that they own. I have written before that companies have been too focused on quarterly results; similarly, shareholder engagement has been too focused on annual meetings and proxy votes. If engagement is to be meaningful and productive – if we collectively are going to focus on benefitting shareholders instead of wasting time and money in proxy fights – then engagement needs to be a year-round conversation about improving long-term value*»[7].

Les pratiques d'engagement des actionnaires ne font donc pas consensus. Les praticiens organisent d'ailleurs des espaces de discussion et des rencontres dédiés à l'engagement actionnarial. À titre d'exemple, le 13 Avril 2018, le « *think tank* » français France Stratégie, organisme publique d'expertise sur les sujets socio-économiques, organisait une conférence intitulée « Actionnariat et nouvelles gouvernances d'entreprise : Place et rôle de l'actionnaire

---

[5] Pour une analyse de l' « affaire Carillion », voir l'article d'A. Hatchuel dans le journal Le Monde : https://www.lemonde.fr/idees/article/2018/02/06/le-britannique-carillion-mort-par-overdose-de-gestion-actionnariale_5252520_3232.html (dernière consultation: 15 octobre 2018)

[6] Le compte-rendu des échanges parlementaires est disponible en ligne : http://data.parliament.uk/writtenevidence/committeeevidence.svc/evidencedocument/work-and-pensions-committee/carillion/oral/79969.html (dernière consultation : 15 octobre 2018)

[7] Extrait de la lettre de Larry Fink disponible en ligne : https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter (dernière consultation : 15 octobre 2018)

dans la redéfinition des modèles de gouvernance d'entreprise ». Cette conférence qui réunissait des « représentants d'entreprises, des investisseurs, des juristes, des économistes, des représentants des pouvoirs publics et des administrations françaises et européennes »[8] interrogeait la manière dont l'engagement actionnarial pouvait contribuer à la « croissance durable » des entreprises[9].

Ainsi, alors que l'engagement des actionnaires est aujourd'hui plébiscité par le législateur et les actionnaires eux-mêmes, les pratiques d'engagement font encore l'objet de discussions et de réflexions.

Les moyens d'action et les standards de l'engagement actionnarial constituent donc des interrogations d'actualité pour la gouvernance d'entreprise. Cependant, au-delà de leurs incidences pratiques, ces interrogations révèlent également l'existence d'enjeux théoriques sous-jacents.

b. L'engagement des actionnaires : une discussion théorique naissante

Dans la littérature en gouvernance d'entreprise, l'engagement actionnarial se rattache au champ d'étude de l'activisme actionnarial. L'activisme actionnarial recouvre l'ensemble des stratégies que les actionnaires peuvent mettre en place pour influencer les entreprises (Goranova et Ryan, 2014). Ce n'est pas un phénomène récent. Dès le début du XXème siècle, des actionnaires ont utilisé les mécanismes de la gouvernance d'entreprise, et en particulier le droit de vote en assemblée générale, pour générer des changements dans la direction des entreprises (Marens, 2002). Dans la littérature, l'engagement des actionnaires, un anglicisme, constitue alors une forme d'activisme actionnarial qui, à l'instar du sens anglais du terme *engagement*, désigne les actions qui visent à entrer en relation avec une partie ou à se saisir d'un sujet en particulier. Au sens strict, l'*engagement* des investisseurs qualifie ainsi le dialogue que les investisseurs établissent avec la direction des entreprises, managers et administrateurs (Sparkes et Cowton, 2004). Il est plus largement utilisé pour décrire la manière dont les investisseurs portent des sujets spécifiques auprès des entreprises, et notamment des sujets ESG (voir par exemple Van Cranenburgh et al., 2014 ; Dhir, 2012 ; Gifford, 2010 ; Goodman et al., 2014).

L'activisme des actionnaires à des fin sociales voire même éthiques est perçu comme un moyen de lier Investissement Socialement Responsable (ISR) et Responsabilité Sociale des Entreprises (RSE) (Haigh et Hazelton, 2004 ; Sparkes et Cowton, 2004). Aussi, de nombreux auteurs en RSE ont investi ce sujet (Sjöström, 2008). Pour certains, les actionnaires activistes « sociaux » se comportent même parfois en « entrepreneurs de la norme » (Sjöström, 2010). Ils développent et participent à la diffusion et à l'acception de normes de RSE ou de normes éthiques pour les

---

[8] Extrait du communiqué de presse de l'évènement, disponible en ligne : http://www.strategie.gouv.fr/sites/strategie.gouv.fr/files/atoms/files/13-04-2018-gouvernance-entreprise.pdf (dernière consultation : 15 octobre 2018)

[9] L'audio de la conférence est disponible en ligne : http://www.strategie.gouv.fr/debats/place-role-de-lactionnaire-redefinition-modeles-de-gouvernance-dentreprise (dernière consultation : 15 octobre 2018)

entreprises. Dans cette perspective, l'actionnaire joue le rôle de leader du changement au sein des entreprises.

Ce rôle peut cependant interroger. L'activisme actionnarial à des fins sociales est une manifestation spontanée des préférences extra-financières des activistes. Ces préférences ne constituent pas des « standards » de l'engagement des actionnaires. Les sujets portés par les activistes sociaux évoluent en fonction des tendances et de l'actualité économique et politique (Graves, Waddock et Rehbein, 2001). Les normes que véhicule l'engagement actionnarial auprès des entreprises, ainsi que leur possible hétérogénéité, manquent encore d'une discussion théorique dans la littérature.

Nous y reviendrons, mais la littérature sur l'engagement social des actionnaire s'est plutôt intéressée à décrire l'engagement d'acteurs spécifiques (Clark et Hebb, 2004 ; Van Cranenburgh et al., 2014 ; Doh et Guay, 2006 ; Goodman et al., 2014 ; Louche, Arenas et Van Cranenburgh, 2012 ; Marens, 2004 ; Waygood et Wehrmeyer, 2003), leurs outils (Logsdon et Van Buren, 2009 ; Tkac, 2006) et à modéliser leur processus d'engagement (Goodman et al., 2014 ; Vandekerckhove, Leys et Van Braeckel, 2008). Elle s'est également attachée à en évaluer les résultats (Lee et Lounsbury, 2011 ; Mackenzie, Rees et Rodionova, 2013 ; Marens, 2004 ; Rojas et al., 2009), et notamment les réactions et réponses des *managers* (David, Bloom et Hillman, 2007 ; Vandekerckhove, Leys et Van Braeckel, 2007) dont elle s'efforce d'expliquer les raisons (Gifford, 2010). D'autres auteurs interrogent l'opportunité que l'engagement actionnarial peut représenter pour la RSE (Haigh et Hazelton, 2004 ; O'Rourke, 2003), et plus spécifiquement pour les parties prenantes des entreprises (McLaren, 2004) et les droits de l'Homme (Dhir, 2006, 2012).

Les travaux sur l'engagement social des actionnaires se sont cependant peu inscrits à un niveau théorique. De plus récentes propositions ont développé un cadre éthique pour penser les conditions et légitimer le processus d'engagement des activistes sociaux (Goodman et Arenas, 2015). Néanmoins, le cahier des charges de l'engagement actionnarial pour la gouvernance d'entreprise est une discussion encore absente de la littérature en sciences de gestion.

c. *L'engagement des actionnaires : l'enjeu théorique fondamental du rôle de l'actionnaire*

En particulier, le concept d'engagement des actionnaires intervient dans un débat plus large en gouvernance d'entreprise. Le rôle et les droits des actionnaires constituent des objets de recherche controversés. Dans la littérature juridique, deux camps continuent de s'affronter sur la question du « juste » rôle des actionnaires en gouvernance d'entreprise (Thompson, 2016). D'un côté, les tenants du *shareholder empowerment* défendent l'idée selon laquelle l'entreprise doit être gérée dans l'intérêt de ses actionnaires et que l'intervention de ces derniers est cruciale pour réguler les entreprises et s'assurer que le comportement des managers visent bien la maximisation de la valeur actionnariale (Bebchuk, 2007, 2013). L'*empowerment* des actionnaires est cependant très critiquée dans la littérature juridique pour ses effets sur les

entreprises (Anabtawi et Stout, 2008 ; Bratton et Wachter, 2010 ; Stout, 2012). Aussi, nous retrouvons de de l'autre côté les tenants du *shareholder disempowerment*, qui défendent l'idée selon laquelle le conseil d'administration doit être protégé de l'intervention et de l'influence de certaines parties pour pouvoir pleinement accomplir son rôle, au service de l'intérêt à long-terme de l'entreprise (Bainbridge, 2002 ; Blair et Stout, 1999).

La réception de ces débats dans la littérature en sciences de gestion a attiré l'attention sur la nécessaire latitude d'action des administrateurs (Lan et Heracleous, 2010) et des managers (Segrestin et Hatchuel, 2011) pour que l'entreprise puisse porter à bien son projet collectif. Des théories du management alternatives à la maximisation de la valeur actionnariale soulignent ainsi l'importance, à la fois stratégique mais aussi éthique, de répondre aux attentes des multiples parties prenantes de l'entreprise (Donaldson et Preston, 1995 ; Freeman et Reed, 1983b).

Dans ce contexte, alors que l'engagement actionnarial atteint un statut normatif, ses fondements théoriques mais aussi les conditions de légitimité de ce nouveau rôle de l'actionnaire interpellent.

II. Les fondements, les enjeux et les implications de l'engagement actionnarial : une question de recherche

L'engagement actionnarial se situe ainsi au carrefour d'un certain nombre d'interrogations neuves pour la gouvernance d'entreprise. La construction de standards et de pratiques d'engagement pour l'actionnaire révèle l'existence d'un espace de conception pour de nouvelles pratiques et de nouvelles modalités de gouvernance d'entreprise. Le nouveau rôle prescrit aux actionnaires modifie par voie de conséquence les rôles traditionnels des acteurs de la gouvernance d'entreprise, et notamment des managers et des administrateurs. De plus, puisque l'engagement actionnarial et sa doctrine renouvellent les enjeux de l'ancien débat sur le rôle des actionnaires, ils soulignent et annoncent de potentiels nouveaux besoins, à la fois théoriques et pratiques, pour assurer le bon gouvernement des entreprises.

Au cours de nos travaux de thèse, nous avons aussi cherché à explorer le concept d'engagement des actionnaires, ses manifestations mais aussi ses perspectives pour la gouvernance d'entreprise. Nous nous sommes aussi donné la problématique suivante : **Quels sont les fondements, les enjeux et les implications à la fois théoriques et empiriques de l'engagement actionnarial ?**

De cette problématique générale découle alors trois sous-questions de recherche. En premier lieu, nous avons essayé de comprendre pourquoi l'engagement actionnarial rencontrait un tel plébiscite des praticiens. En particulier, **comment expliquer l'émergence et l'actualité du concept d'engagement des actionnaires au regard des enjeux contemporains de la gouvernance d'entreprise ?**

En second lieu, nous nous sommes alors interrogés sur le concept même d'engagement actionnarial. Si l'engagement des actionnaires permet de répondre à certains besoins contemporains en gouvernance d'entreprise, alors ce concept recouvre des caractéristiques et des propriétés spécifiques. Comment décrire le nouveau rôle alloué aux actionnaires ? **Quels sont les doctrines de l'engagement des actionnaires ?** Quelles pratiques y sont associées ?

Enfin, au-delà de la qualification du rôle de l'actionnaire engagé, nous nous sommes intéressés aux conditions qui permettent à cet actionnaire de construire, et même d'inventer, ses propres pratiques d'engagement. À quels critères l'engagement actionnarial doit-il répondre ? **Quels principes peuvent orienter les pratiques d'engagement des actionnaires ?**

Afin de répondre à ces différentes questions de recherche, nous avons conduit un raisonnement en trois étapes.

III. Synopsis de thèse

Nos travaux de thèse se sont ainsi attachés à comprendre et expliquer l'engagement actionnarial sous le prisme des interrogations et des conséquences que ce phénomène soulève et entraîne pour le champ de la gouvernance d'entreprise.

Notre itinéraire de recherche s'est ainsi déroulé en trois temps.

a. Les transformations contemporaines de l'actionnariat (Partie I)

Nous avons introduit nos travaux sur l'engagement actionnarial par une réflexion sur les pratiques actionnariales pré-engagement des actionnaires. Si l'engagement actionnarial est aujourd'hui plébiscité, cela suppose que l'engagement se substitue à de précédentes pratiques à la fois d'actionnaires et de gouvernement d'entreprise.

Nous nous sommes en particulier intéressés à la figure de l'actionnaire et aux modèles d'action qui lui sont associés. Pour cela, nous avons effectué une revue de littérature sur les fondements juridiques et théoriques de cette catégorie d'acteurs. Cette revue de littérature met en évidence une représentation classique de l'actionnaire comme un acteur sans capacité d'action sur l'entreprise.

Cependant, au regard des différentes manifestations du pouvoir actionnarial et en particulier de l'influence grandissante d'investisseurs institutionnels tels que BlackRock, cette représentation nous a semblé étonnante. Nous avons alors entrepris de caractériser ces figures contemporaines de l'actionnaire.

À ces fins, nous avons croisé diverses sources, des éléments tirés de la littérature, des données secondaires telles que des rapports d'entreprises et autres documents de littérature grise, ainsi que des données primaires composées d'entretiens auprès de praticiens de la gouvernance d'entreprise. Ce travail nous a permis de décrire le déploiement des capacités d'action des actionnaires et de révéler un phénomène d'industrialisation de l'actionnariat des grandes sociétés cotées.

L'industrialisation de l'actionnariat bouleverse la figure classique de l'actionnaire. Les figures contemporaines de l'actionnaire disposent de nouveaux moyens d'action et ces moyens d'action les dotent d'une influence nouvelle sur l'entreprise. Cette dernière s'expose dès lors aux risques que peuvent entraîner les attentes souvent hétérogènes d'actionnaires industrialisés.

Ainsi, les transformations contemporaines de l'actionnariat constituent de nouveaux défis pour la gouvernance des entreprises. En particulier, elles déplacent les discussions en matière de

gouvernance au niveau, non plus des administrateurs et des managers, mais des actionnaires des entreprises.

b. L'engagement actionnarial : des logiques de responsabilité multiples (Partie II)

Notre première partie nous aura ainsi permis d'expliquer le contexte qui entoure la discussion sur l'engagement actionnarial mais aussi de dégager de nouvelles questions de recherche. En particulier, la transformation des figures contemporaines de l'actionnaire invite à une réflexion sur les mécanismes de gouvernance de l'actionnariat, au nombre desquels figure l'engagement des actionnaires.

En effet, dans un contexte d'industrialisation de l'actionnariat, l'engagement actionnarial n'est plus seulement un phénomène qui décrit un comportement de l'actionnaire mais il constitue un mécanisme de gouvernance et de responsabilisation des actionnaires.

Nous nous sommes alors proposés d'étudier ce mécanisme à partir d'une analyse de textes de réglementation afin d'exhiber une définition du concept d'engagement actionnarial. Ces travaux ont porté tout particulièrement sur le UK Stewardship Code et la Directive européenne 2017/828 que nous avons mentionnés précédemment.

La doctrine de l'engagement des actionnaires souligne l'existence de régimes de responsabilité inédits de l'actionnaire. Si la figure classique de l'actionnaire se définit notamment par le régime juridique de la responsabilité limitée, les figures contemporaines de l'actionnaire, elles, n'échappent pas à la question de la responsabilité. La « gouvernance de l'actionnariat » conçoit ainsi l'engagement « responsable » de l'actionnaire industrialisé.

Confrontés à différents régimes de responsabilité de l'actionnaire, parfois concurrents, nous avons alors proposé une modélisation des responsabilités actionnariales. Cette modélisation nous a permis de mettre en évidence les contradictions possibles entre différents régimes de responsabilité de l'actionnaire. Elle révèle en particulier l'attention considérable réservée par la réglementation aux responsabilités fiduciaires des investisseurs professionnels au détriment notamment de la conception de responsabilités de l'actionnaire envers l'entreprise elle-même.

Notre réflexion sur l'engagement actionnarial manquait dès lors d'une analyse empirique des critères qui permettent de déterminer les conditions de responsabilité de l'engagement des actionnaires.

c. *Des principes d'action pour l'engagement responsable des actionnaires (Partie III)*

La deuxième étape de nos travaux de thèse a mis en lumière la nécessité de penser la responsabilité de l'engagement actionnarial dans un contexte d'industrialisation et de « gouvernance de l'actionnariat ».

L'engagement « responsable » des actionnaires est un concept cependant nouveau dont les contours ne sont pas encore très bien définis. C'est pourquoi, dans notre Partie III, nous présentons l'exploration empirique que nous avons conduite sur les pratiques d'engagement d'un cas d'actionnaire industrialisé en quête de responsabilité.

En particulier, la politique de vote de cet actionnaire a constitué un terrain non seulement d'exploration mais aussi d'expérimentation en recherche-intervention (Hatchuel et David, 2007 ; Hatchuel et Molet, 1986) de pratiques d'engagement soucieuses de la création par l'entreprise de valeur partagée.

Après avoir proposé une caractérisation des politiques de vote au moyen d'une étude comparative de documents (Bowen, 2009) d'un échantillon de politiques de vote d'actionnaires industrialisés, nous avons analysé les rationalités de vote d'un actionnaire original que nous avons qualifié de « *custodian* » l'entreprise. Cette analyse nous a permis de décrire le régime manquant de responsabilité de l'actionnaire envers l'entreprise et son devenir, mais aussi de dégager deux dilemmes de l'engagement responsable des actionnaires industrialisés.

Aussi, à partir d'une expérimentation sur le cas des rationalités de vote des actionnaires sur la rémunération des dirigeants, nous avons dégagé, en collaboration avec l'actionnaire partenaire de notre recherche-intervention, des voies possibles pour répondre à ces dilemmes.

Ces solutions nous ont permis d'exhiber deux principes d'action pour l'engagement responsable des actionnaires industrialisés, à savoir un principe d'équilibre des prescriptions et un principe de non-détermination de la gestion.

Ainsi, nous concluons notre troisième partie par une caractérisation du modèle d'action de l'engagement responsable des actionnaires dans un contexte d'industrialisation des figures de l'actionnariat.

Nous résumons nos principales questions de recherche et nos principaux résultats dans le Tableau 1 suivant.

Étapes	Objet de recherche	Questions de recherche	Méthode et matériel de recherche	Principaux résultats
Partie I	Les figures contemporaines de l'actionnaire et ses moyens d'action	Comment expliquer l'émergence et l'actualité du concept d'engagement actionnarial ?	*Analyse juridique, théorique et empirique des figures de l'actionnaire* - Revue de littérature multidisciplinaire - Données secondaires : réglementation, documents d'entreprise, rapports d'experts - Données primaires : entretiens avec des praticiens	1) Figure classique de l'actionnaire aux capacités d'action restreintes 2) Industrialisation de l'actionnariat des grandes sociétés
Partie II	L'engagement actionnarial et la gouvernance de l'actionnariat	Comment la doctrine de l'engagement actionnarial introduit-elle une gouvernance de l'actionnariat ?	*Étude de cas de réglementation / Modélisation des responsabilités des actionnaires* - Cas du UK Stewardship Code et de la Directive 2017/828	1) L'engagement actionnarial, un mécanisme de responsabilisation des actionnaires 2) Le modèle de la responsabilité des actionnaires : une typologie des régimes de responsabilités actionnariales
Partie III	Les conditions de l'engagement responsable des actionnaires	Quels sont les principes d'action pour un engagement responsable des actionnaires ?	*Recherche-intervention (RI) / Étude de cas comparative* - Politique de vote de Mirova (RI) - Politiques de vote d'investisseurs	1) Caractérisation des politiques de vote d'actionnaires 2) Caractérisation d'un régime de responsabilité de l'actionnaire envers le projet collectif de l'entreprise 3) Deux principes d'action d'engagement responsable

Tableau 1: Architecture de la thèse : questions, méthodes, résultats

De l'engagement actionnarial à une théorie de « gouvernance de l'actionnariat » ?

Au terme des trois étapes de notre raisonnement, nous observerons qu'au-delà de l'étude de l'engagement actionnarial, nos travaux de thèse introduisent et contribuent à un champ de recherche nouveau, à savoir la « gouvernance de l'actionnariat ». Si ce champ paraît connexe à

celui de la gouvernance d'entreprise, il déplace le locus d'analyse de l'entreprise et ses parties prenantes au niveau des actionnaires de l'entreprise et leurs parties prenantes.

En nous appuyant sur nos résultats sur l'engagement actionnarial, nous discuterons alors, en conclusion de cette thèse, des enjeux théoriques et des perspectives quant à l'élaboration d'un cadre de gouvernance de l'actionnariat.

PARTIE I

Les figures contemporaines de l'actionnaire : Les défis de l'industrialisation de l'actionnariat

La promotion de l'engagement actionnarial est un courant récent et d'actualité dans les débats en gouvernance. Pourtant, les actionnaires occupent depuis longtemps déjà une place fondamentale dans le gouvernement de l'entreprise et les théories qui s'y rattachent. Nombreux sont les théoriciens qui définissent le champ de la gouvernance d'entreprise par la relation qui lie l'entreprise et son management à ses actionnaires (voir par exemple Shleifer et Vishny, 1997). La littérature en gouvernance d'entreprise s'est toutefois surtout focalisée sur le contrôle des dirigeants et le rôle du conseil d'administration (voir par exemple la revue de littérature de Daily, Dalton et Cannella, 2003), au détriment des développements théoriques sur la figure et les modèles d'action de l'actionnaire en gouvernance d'entreprise.

Les évolutions récentes de l'actionnariat des sociétés appellent cependant à une réévaluation des théories de la gouvernance d'entreprise et de la figure de l'actionnaire (Gomez, 2009 ; Ryan et Schneider, 2003). Quelles sont ces évolutions ? Quelles conséquences pour la figure de l'actionnaire ? Comment l'engagement actionnarial s'inscrit-il dans ce contexte théorique ?

Dans cette première partie, nous nous attacherons à expliquer pourquoi l'engagement actionnarial correspond aujourd'hui à un « courant » en gouvernance d'entreprise et à quels enjeux ce phénomène paraît pouvoir répondre. Il s'agit pour nous de comprendre le rôle traditionnellement assigné aux actionnaires et dans quelle mesure l'engagement actionnarial constitue une perspective nouvelle pour les modèles d'action de l'actionnaire. Pour cela, nous nous concentrerons sur l'étude des figures contemporaines de l'actionnaire et des modèles d'action qui y sont associés. Quelle place occupe l'actionnaire dans la gouvernance de l'entreprise ? Pour cela nous commencerons par nous demander (Chapitre 1) quelles représentations le droit et les théories de la gouvernance donnent de l'actionnaire. À partir d'une revue de littérature à la fois historique et théorique, nous dégagerons les contours d'une figure implicite et archétypale de l'actionnaire qui soutient les débats théoriques sur le rôle de l'actionnaire en gouvernance. Dans un second temps (Chapitre 2), nous confronterons cette figure classique de l'actionnaire aux observations empiriques sur l'identité et les pratiques contemporaines des actionnaires. Nous fondons cette analyse sur une revue de littérature multidisciplinaire sur les pratiques actionnariales, que nous avons complétée de données aussi bien secondaires que primaires. Ces analyses croisées nous feront émettre le diagnostic d'une industrialisation de l'actionnariat des grandes entreprises contemporaines, qui bouleverse à la fois la figure classique de l'actionnaire, ses modèles d'action et la relation qui lie l'entreprise à son actionnariat.

Nous conclurons en conséquence que la transformation de la figure de l'actionnaire et l'industrialisation de l'actionnariat ont porté les réflexions encadrant les théories et la régulation de la gouvernance d'entreprise au niveau d'une « gouvernance de l'actionnariat ».

Chapitre 1

La construction juridique et théorique de l'actionnaire

I. LES FONDEMENTS JURIDIQUES DE LA CATEGORIE D'ACTIONNAIRE 29
a. Aux origines de la catégorie juridique de l'actionnaire : un acteur qui ne « gère » pas 29
b. La défense des droits actionnariaux et l'encadrement des capacités d'action sur les entreprises des actionnaires 35

II. CAPACITES D'ACTION RESTREINTES DES ACTIONNAIRES ET LES THEORIES DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE 40
a. L'actionnaire et la naissance de la corporate governance *: une figure omniprésente 40*
b. La figure de l'actionnaire dans la théorie de l'agence : entre légitimité et droits de contrôle limités 41
c. La figure de l'actionnaire dans les théories critiques du modèle principal-agent : des capacités d'action légitimement restreintes 45

III. UNE FIGURE CLASSIQUE DE L'ACTIONNAIRE AU MODELE D'ACTION LIMITE 50
a. La figure classique de l'actionnaire : une caractérisation du lien à l'entreprise 50
b. Le modèle d'action classique de l'actionnaire : les limites à l'action des actionnaires en gouvernance d'entreprise 51

Un acteur aux capacités d'action restreintes sur l'entreprise

L'engagement actionnarial est une thématique en construction en gouvernance d'entreprise qui définit des modèles d'action spécifiques pour les actionnaires. Avant d'entrer dans l'étude de ces modèles d'action proprement dit, il nous faut encore expliquer en quoi ces modèles d'action constituent une nouveauté et donc expliciter les modèles d'action que l'engagement actionnarial entend remplacer. Autrement dit, quels sont les modèles d'action traditionnellement attachés à la figure de l'actionnaire ?

Si la figure de l'actionnaire semble omniprésente dans les débats sur la gouvernance d'entreprise (Boatright, 1994), les actionnaires sont une catégorie d'acteurs qui demeure pourtant moins décrite par ses propres modèles d'action que par la manière dont ils sont affectés par les modèles d'action des managers ou des administrateurs (voir par exemple la revue du champ de la gouvernance d'entreprise par Turnbull, 1997). Quelles représentations la gouvernance d'entreprise donne-t-elle des actionnaires ? En particulier, comment les théories de la gouvernance d'entreprise pensent-elles les modèles d'action des actionnaires ? Sur quelle figure de l'actionnaire reposent-elles ?

Dans ce chapitre, nous nous efforcerons d'exhiber les modèles d'action des actionnaires dans les théories de la gouvernance d'entreprise et ainsi de caractériser une figure classique, archétypale, de l'actionnaire. Sachant que le droit des sociétés et ses évolutions constituent l'un des premiers cadres structurants pour les théories de la gouvernance d'entreprise (Veldman et Willmott, 2013), nous introduirons cette réflexion par une analyse historico-juridique de la catégorie d'actionnaire (I). Cela nous permettra de comprendre sur quels fondements juridiques les théories en gouvernance d'entreprise s'appuient pour penser les modèles d'action de l'actionnaire. Nous procèderons alors à une revue multidisciplinaire de la littérature théorique en gouvernance d'entreprise sous l'angle spécifique des modèles d'action actionnariaux (II). Les principales théories de la gouvernance d'entreprise sembleront alors converger vers un même archétype de l'actionnaire. Nous nous attacherons donc à dégager cet archétype et à décrire ce que nous appellerons la « figure classique de l'actionnaire » (III).

I. Les fondements juridiques de la catégorie d'actionnaire

Restriction et encadrement des capacités d'action des actionnaires

La construction juridique de la catégorie d'actionnaire procède d'un double mouvement. Elle s'inscrit en particulier dans l'histoire des sociétés de capitaux. Au cours du XIXème siècle, le droit des sociétés s'est attaché à établir la personnalité morale des sociétés anonymes et, par conséquent, une certaine autonomie de la fonction de gestion des entreprises par rapport à ses actionnaires. Les actionnaires se sont alors trouvés tributaires des décisions des dirigeants des sociétés dans lesquelles ils sont associés. Aussi, les débats juridiques ont organisé, en parallèle, une défense et une protection des « droits des actionnaires ».

Dans cette sous-partie, nous retracerons ce double mouvement en commençant par dresser une brève histoire juridique de l'action comme outil de partage du capital, qui nous permettra d'expliquer comment les actionnaires ont été écartés de la fonction de gestion (a). Nous poursuivrons alors en décrivant le développement d'un mouvement en faveur des « droits des actionnaires » qui a conduit à un encadrement des capacités d'action sur l'entreprise des actionnaires (b).

a. Aux origines de la catégorie juridique de l'actionnaire : un acteur qui ne « gère » pas

Est actionnaire une personne physique ou morale qui détient une ou plusieurs actions dans une société par actions[10]. Cet acteur se définit donc par la possession d'un outil spécifique, l'action, qui organise la mise en commun et le partage du capital au sein d'une société de capitaux.

Les dispositifs de mise en commun du capital sont antérieurs aux sociétés de capitaux. En effet, dès l'Antiquité, de multiples formes de partage des risques et des résultats d'un projet économique ont été constituées et ont soutenu des aventures commerciales (Hatchuel et Segrestin, 2007). Les sociétés de capitaux sont une forme particulière de sociétés commerciales qui organisent la mise en commun d'un patrimoine en vue d'une action collective au travers de la technique de l'action.

i. L'histoire de l'action et l'émergence d'actionnaires « anonymes »

L'action, comme titre de propriété du capital d'une société, est un instrument qui a une histoire ancienne. À Rome, les sociétés de « publicains », de puissants citoyens romains en charge

[10] Définition donnée par le Centre National de Ressources Textuelles et Lexicales : http://www.cnrtl.fr/definition/actionnaire (dernière consultation: 12 septembre 2018)

notamment de l'impôt, amassent d'importants capitaux pour servir certaines grandes et coûteuses entreprises publiques. Elles ont alors recours à la participation d'« associés » extérieurs à la gestion de ces projets. Ces associés acquièrent des parts dans ces sociétés par le biais de titres qui paraissent même pouvoir s'acheter sur une forme de marché boursier et être dans certaines circonstances cessibles (Szramkiewicz, 1989).

Les premières formes d'actions en tant que telles sont inventées à Toulouse en 1372, par la Société des Moulins de Bazacle, et prennent le nom d' « uchaux » (Sicard, 1953). L'activité meunière constituait alors une importante source de revenus et les moulins à eaux se répartissaient entre de petites exploitations familiales. Cependant, pour que les moulins puissent prospérer, les meuniers voulurent aménager le fleuve, ce qui nécessitait de coûteux et conséquents travaux. La mise en commun des efforts de production et des efforts techniques autour du fleuve a alors entraîné une concentration des activités en un petit nombre de très grands moulins. Si dans un premier temps les propriétaires se partageaient la propriété et l'exploitation de chaque moulin, les « uchaux », soient les parts détenues, devinrent progressivement des valeurs idéales et dématérialisées.

Les uchaux présentent de nombreux traits communs avec les actions telles que nous les connaissons aujourd'hui (Bris, Goetzmann et Pouget, 2015). En particulier, ils ouvraient un certain nombre de droits à leurs propriétaires. Ces derniers avaient non seulement le droit de participer aux résultats de la société, mais aussi de céder librement leurs titres. Les détenteurs d'uchaux avaient également ce qui s'apparenterait aujourd'hui à un droit de vote au sein d'une assemblée qui décidait du futur de la société. Cette assemblée nommait ses administrateurs, validait les comptes, répartissait les bénéfices et désignait des mandataires pour la représenter devant les autorités judiciaires (Bris, Goetzmann et Pouget, 2015). En outre, les détenteurs d'uchaux bénéficiaient de ce qui s'apparente à un régime de la responsabilité limitée. Ils n'étaient tenus qu'à la hauteur de leur apport et n'avaient pas à répondre des dettes de la société.

Si la Société des Moulin de Bazacle est un exemple isolé, l'Italie est au Moyen-Âge un foyer de développement de société de capitaux par le biais notamment de compagnies qui sont, à l'instar des sociétés de publicains, en charge de lever l'impôt (Szramkiewicz, 1989). Les titres de ces compagnies sont cessibles, et bien qu'il n'y ait pas encore de régime formalisé de la responsabilité limitée, les nombreux détenteurs de ces titres ont une dimension « anonyme » (Szramkiewicz, 1989). Ils ne participent pas à l'activité de la compagnie proprement dite et ils ne sont pas responsables au-delà de leur apport en capital. Ils n'ont pas besoin d'être « connus » de la compagnie et de sa gestion.

Par la suite, c'est surtout à la faveur des compagnies à privilèges (sous décret royal), et en particulier des entreprises coloniales et de la création des Compagnies des Indes, que les sociétés par actions connaissent un véritable essor. Ces compagnies, à l'initiative des monarchies européennes, anglaises, françaises, hollandaises, sont des sociétés de capitaux qui établissent les premières « assemblées d'actionnaires » (Szramkiewicz, 1989). Le premier

usage connu du mot « actionnaire » en français apparaît dans un édit royal de 1669[11] au sujet de « l'établissement d'une compagnie de commerce »[12],.

Cependant, en France, jusqu'en 1807, les sociétés de capitaux seront absentes du droit commercial qui leur préfère les sociétés de personnes (Szramkiewicz, 1989). C'est la pratique, et notamment par le biais des notaires, qui en établit les contours. Les sociétés en commandite par actions (SCA) font alors leur apparition et distinguent les commandités, personnages connus et identifiés, qui sont en charge de la gestion de la société, et les commanditaires, parfois anonymes, qui ne sont pas en charge de la gestion de la société et qui ne sont responsables qu'à hauteur de leur apport en capital. Les sociétés en commandite par action matérialisent dans leur structure la distinction entre les actionnaires, qui à l'instar des associés sociétés de personnes, sont intégralement responsables et associés à l'activité de la société et les actionnaires « anonymes » qui connaissent un régime de responsabilité limitée puisqu'ils n'ont pas forcément connaissance ni la maîtrise des actes de la société.

Une autre forme de société, les sociétés « composées uniquement d'actionnaires », s'ajoute aux SCA et s'approche des sociétés anonymes telles que nous les connaissons. Ces sociétés bien souvent prévoient des clauses de non-responsabilité pour leurs actionnaires (Szramkiewicz, 1989).

Il faudra attendre cependant le Code de Commerce napoléonien de 1807 pour que soient formalisées les principales caractéristiques juridiques de ces formes spontanées de sociétés de capitaux. La « société anonyme » est alors définie juridiquement. Elle ne connaît cependant pas immédiatement le succès (Gomez et Korine, 2009). Alors que la SCA jouit d'une grande liberté, notamment à l'égard de ses commanditaires et de l'État, les sociétés anonymes doivent être « autorisées » au préalable par l'État. Cela conduit les entrepreneurs à préférer la forme de la société en commandite par actions. Si au début du XIXème siècle les sociétés de capitaux se font rares, entre 1840 et 1859, 4355 sociétés en commandite par actions sont créées quand les sociétés anonymes autorisées atteignent le nombre de 280 sur la même période (Freedeman, 1979). Cette « fièvre des commandites » fut d'ailleurs l'occasion de nombreuses fraudes et scandales qui ont amené le législateur à reconsidérer le régime de la société anonyme (Szramkiewicz, 1989).

Sous l'influence également de la concurrence de l'Angleterre qui libéralise l'incorporation en 1844, une loi de 1867 affranchit en France les sociétés anonymes de la nécessité d'une autorisation étatique (Szramkiewicz, 1989). Le recours à la société anonyme devance alors progressivement la société en commandite. La naissance de la grande entreprise moderne et les devoirs que la société en commandite fait peser sur les commandités, responsables notamment sur leur patrimoine personnel, contribuent à établir, à partir des années 1930, la société anonyme

[11] Consultable en ligne https://www.persee.fr/doc/corr_0000-0002_1863_cor_2_2_928_t1_0800_0000_2 (dernière consultation : 12 septembre 2018). Source : Clément, 1863

[12] Étymologie rapportée par le Centre National de Ressources Textuelles et Lexicales : http://www.cnrtl.fr/definition/action (dernière consultation: 12 septembre 2018)

comme la première et principale forme juridique des sociétés commerciales (Gomez et Korine, 2009).

Ceci impacte grandement la catégorie d'actionnaire et sa représentation. Le régime de la responsabilité limitée des actionnaires devient le régime actionnarial dominant (Szramkiewicz, 1989). Les actionnaires ne sont tenus responsables que s'ils deviennent dirigeants « de fait », c'est-à-dire s'ils s'immiscent dans la gestion de l'entreprise. Les actionnaires ne bénéficient donc de la responsabilité limitée que s'ils se tiennent à l'écart de la gestion de l'entreprise. Ils sont certes dotés de droits de « surveillance » notamment des comptes de la société grâce aux droits de l'assemblée générale mais ils sont supposés « anonymes » et donc potentiellement inconnus de l'entreprise et étrangers à ses affaires (Szramkiewicz, 1989). Le développement de la société anonyme engendre ainsi un certain « effacement des actionnaires » (Gomez et Korine, 2009). Les actionnaires portent alors de moins en moins d'intérêt aux affaires de l'entreprise, et notamment au vote en assemblée générale. Ce dernier s'organise de manière croissante par procuration. Les actionnaires « anonymes » se désintéressent de la gestion des sociétés dans lesquelles ils investissent, alors que les managers se professionnalisent et exercent un contrôle grandissant sur l'entreprise.

Dans l'ouvrage reconnu comme fondateur de la gouvernance d'entreprise, *The Modern Corporation and Private Property*, Berle et Means détectent, dès 1932 aux États-Unis, ce qu'ils appellent la séparation de la propriété et du contrôle (Berle et Means, 1932). Le capital des sociétés, des *corporations*, apparaît de plus en plus éclaté, les actionnaires sont de plus en plus dispersés et nombreux. L'arrivée de petits épargnants sur les marchés financiers au début du siècle semble attester d'une « démocratisation » du capital (Quennouëlle-Corre, 2012). Les grandes entreprises en appellent à l'actionnariat de leurs salariés mais aussi, aux États-Unis tout particulièrement, à celui de leurs clients (Rutterford et Sotiropoulos, 2017). Cette tendance se confirme à la suite du krach boursier de 1929 qui a entraîné une crise de confiance des petits épargnants. Les grandes entreprises américaines entreprennent de larges campagnes marketing à destination des ménages pour encourager l'actionnariat « *retail* » (*i.e.* individuel), et contribuer ainsi à la démocratisation du capital et à une « culture » de l'actionnariat dans un contexte de guerre froide et de promotion du modèle capitaliste (Traflet, 2013). La démocratisation et l'atomisation du capital des entreprises éloignent d'autant plus les actionnaires de la gestion des entreprises. Le contrôle et la gestion de l'entreprise échoit alors aux administrateurs et aux managers.

Il reste bien sûr de « gros » actionnaires identifiés. Si les économies anglo-saxonnes ont effectivement rencontré un phénomène d'éclatement de l'actionnariat des grandes entreprises (Cheffins et Bank, 2009), il est toujours possible de distinguer les importantes participations, dans le capital des sociétés américaines, de grandes familles telles que les Mellon ou les DuPont (Zeitlin, 1974). En France, aux dynasties familiales d'entrepreneurs (Crouzet, 1995) a succédé un modèle actionnarial caractérisé par des participations croisées entre grands groupes industriels ou bancaires afin de protéger les entreprises des *outsiders* (Morin et Rigamonti, 2002). De même, le contrôle du capital des entreprises en Allemagne et au Japon par quelques grandes banques nationales a longtemps été distingué comme un modèle de détention du capital

« spécifique » (Roe, 1993). Au tournant du XXème siècle, les familles Siemens ou Krupp d'un côté, et les famille Mitsui ou Mitsubishi de l'autre, participaient activement à l'émergence de la grande entreprise respectivement en Allemagne et au Japon (Dore, Lazonick et O'sullivan, 1999).

Cependant, l'ensemble de ces modèles ont connu et ont contribué au développement d'un pouvoir managérial. Au début du XXème siècle, ces mêmes grandes familles allemandes et japonaises ont encouragé l'émergence d'une classe de managers professionnalisés à la tête de leurs entreprises (Dore, Lazonick et O'sullivan, 1999). À la même époque, le « tournant fayolien » en France réalise un passage similaire à la grande entreprise moderne gérée par des professionnels (Segrestin, 2016).

Ainsi, à la fin de la première moitié du XXème siècle, ce sont les managers des sociétés anonymes en France, des « *incorporated* » *corporations* aux États-Unis, des *public limited companies* en Angleterre, des *Aktiengesellschaft* en Allemagne et des *kabushiki gaisha* au Japon qui reçoivent la charge de la gestion de l'entreprise. Plus que de simples mandataires, des « gérants de paille », comme certains ont pu l'être au XIXème siècle (Hatchuel, 2016), les dirigeants font partie intégrante du processus de création de valeur, que, d'ailleurs, ils organisent. L'entreprise moderne signe une « révolution managériale » (Segrestin, 2011) dont les actionnaires se trouvent, de fait, isolés.

Par l'*incorporation*, le droit des sociétés a défini le régime de la responsabilité limitée et a ainsi assuré la protection juridique des actionnaires. La responsabilité limitée a d'ailleurs été posée comme une caractéristique garante de l'efficience de la « *corporation* » (Easterbrook et Fischel, 1985). Cependant, ce régime de responsabilité limitée et le succès de la *corporation*[13] s'expliquent aussi par l'anonymisation croissante des actionnaires au profit des managers. Le droit s'est même efforcé de garantir ces nouveaux pouvoirs et l'autonomie des administrateurs et des dirigeants.

ii. *La Business Judgement Rule* et la limitation du contrôle actionnarial

L'explication du succès de la société anonyme par le régime de la responsabilité limitée des actionnaires est une hypothèse aujourd'hui très contestée (Blair, 2003 ; Blumberg, 1985 ; Forbes, 1986). La société anonyme présente en effet d'autres caractéristiques pour le droit commercial qui méritent d'être relevées. En particulier, la responsabilité limitée des actionnaires a pour corollaire l' « *entity shielding* » de la société (Hansmann, Kraakman et Squire, 2005).

L'*entity shielding*, soit la création de la personnalité morale, protège la société et ses actifs des contingences de ses actionnaires (Blair, 2003). Avoir des droits sur les actions d'une société

[13] Nous utilisons dorénavant indifféremment les termes de société anonyme et de *corporation* pour désigner des sociétés de capitaux qui connaissent un régime juridique similaire à celui des sociétés anonymes en France et des corporations aux États-Unis.

n'ouvre pas des droits sur les actifs de son entreprise. C'est la personnalité morale qui est propriétaire des actifs de l'entreprise et qui en concentre les droits d'*usus* (Blair, 2003). La forme juridique de la société anonyme entérine ainsi une forme de renonciation au contrôle opérationnel des actionnaires. L'*entity shielding* aurait en effet favorisé l'émergence d'un pouvoir managérial au sein des sociétés aux dépens du pouvoir des propriétaires du capital. Par là-même, elle assurait la pérennité de la mise en commun du capital. La société anonyme sécurise et scelle en son sein le capital pour permettre la bonne conduite des activités de l'entreprise par les managers, et la prise de risque et la conception de stratégies de long-terme (Blair, 2003).

Cette séparation entre la fonction actionnariale et la fonction gestionnaire est entérinée dans le droit américain par la « *Business Judgment Rule* » (Hovenkamp, 1987). Les prémisses de cette règle jurisprudentielle dès 1829, au cours d'une décision de justice de la Cour Suprême de Louisiane en faveur du « *business judgment* » des administrateurs dans le cas *Percy v. Millaudon* dans lequel les administrateurs étaient poursuivis suite aux pertes subies par leur société (Arsht, 1979). D'autres arbitrages similaires se multiplient. En 1853, à la Cour Suprême du Rhodes Island au sujet du cas *Hodges v. New England Screw Co*, les juges expliquent :

> *« We think a Board of Directors acting in good faith and with reasonable care and diligence, who nevertheless fall into a mistake, either as to law or fact, are not liable for the consequences of such mistake. »*
>
> Cités par Arsht, 1979, p. 99

La *Business Judgment Rule* est alors formalisée dans les années 1940 (voir par exemple Carson, 1942) et anime encore les décisions des cours de justice américaine et les débats doctrinaux (Bainbridge, 2004 ; Johnson, 2000). Depuis, des dispositions similaires ont été prises, ou sont en cours, dans d'autres juridictions (Gurrea-Martínez, 2018). L'Allemagne a sa propre *Business Judgment Rule*. Ces dispositions protègent les dirigeants et les administrateurs des recours en justice d'actionnaires mécontents des décisions et résultats managériaux. Si ni la bonne foi ni la diligence des dirigeants ou des administrateurs ne sont mises en doute, ces derniers ne peuvent pas être tenus responsables des faibles performances de la société ni de choix stratégiques jugés insatisfaisants. Les actionnaires ne prennent donc pas part aux décisions gestionnaires sur l'usage des ressources et des actifs de la société, qui restent à la discrétion managériale. La *Business Judgment Rule* établit la discrétion des dirigeants et des administrateurs (Bainbridge, 2004), nécessaire latitude ou capacité d'action des dirigeants pour pouvoir définir des choix et orientations stratégiques (Segrestin et Hatchuel, 2011 ; Segrestin, Johnston et Hatchuel, 2018).

	Société anonyme	Actionnaire
Constitution d'une association…	Capital Assemblée Générale	Détention de titres Droit de vote
… en vue d'un projet économique collectif	Direction managériale *Entity shielding*	Responsabilité limitée Séparation d'avec la gestion

Tableau 2: La société anonyme et la catégorie juridique de l'actionnaire

L'histoire juridique des sociétés par actions et l'entérinement par le droit d'une *Business Judgment Rule* ont contribué à l'avènement et à l'établissement du pouvoir managérial au détriment de celui des actionnaires des sociétés. Les actionnaires sont écartés de la fonction de gestion. Leurs capacités d'action sur l'entreprise sont restreintes à la fois par l'anonymat exigé par la responsabilité limitée et par la protection de l'autonomie managériale.

En parallèle cependant de la restriction des capacités d'action sur l'entreprise des actionnaires, les débats et les évolutions juridiques construisent une défense des droits des actionnaires qui a été aménagée au regard du pouvoir managérial.

b. La défense des droits actionnariaux et l'encadrement des capacités d'action sur les entreprises des actionnaires

Si le droit des sociétés construit des « droits » managériaux en termes d'autonomie, il élabore également des droits des actionnaires. Cette évolution du droit provient à la fois des débats juridiques mais aussi d'un mouvement de défense des droits actionnariaux, portés par les actionnaires eux-mêmes.

i. L'exposition des actionnaires aux risques et la protection des actionnaires

Bien qu'il formalise les grandes caractéristiques des sociétés anonymes et qu'il permette le passage à une « révolution managériale », le XIXème siècle est également le premier architecte de la défense des droits des actionnaires. À cette époque, les révolutions industrielles bouleversent les systèmes de production et le développement de l'entreprise moderne repose sur la concentration d'une épargne toujours plus importante. Le rôle de la finance apparaît de plus en plus décisif (Chandler, Hikino et Chandler, 2009 ; Cottrell, 2013). Cependant, les nombreuses fraudes et les dérives spéculatives, au sein des SCA notamment (Szramkiewicz, 1989), inquiètent les épargnants.

Ces craintes sont corroborées dans le traitement médiatique de déroutes financières. Ainsi, lors de la faillite de la City of Glasgow Bank en 1878, la presse s'indigne unanimement de la ruine

supposée des nombreux petits actionnaires de la banque (Lee, 2012). On retrouvera cette image de l'actionnaire « ruiné » dans la fiction également. De nombreux romans de l'époque victorienne dépeignent d'innocents voire candides investisseurs ruinés par les malversations de certaines entreprises et dirigeants (Reed, 1984). Aussi les places financières se sont-elles développées à la faveur de la création des agences de notation, notamment, dont le rôle fut d'accroître la confiance des épargnants et ainsi d'attirer les investisseurs potentiels (Lazonick et O'Sullivan, 1997). Standard & Poor's fut fondée en 1860 et Moody's en 1909.

Au cours du XIXème siècle, le législateur accompagne alors ces développements et s'efforce de protéger l'épargne et d'encourager la contribution de l'épargnant à l'essor économique des entreprises. Cette préoccupation se traduit en particulier dans les mesures qui sont progressivement prises en vue de protéger les actionnaires (Ripert, 1951). La doctrine juridique occidentale a longtemps été influencée par une distinction morale, d'origine religieuse mais aussi philosophique, entre l'actionnaire et le prêteur (Ireland, 1999). Le prêteur est depuis longtemps marqué par la figure de l'usurier. L'actionnaire, en revanche, est celui qui confie son épargne et prend ainsi d'importants risques sur son capital. La défense et la construction des droits des actionnaires est aussi un enjeu majeur dans le développement juridique du « capitalisme moderne » (Ripert, 1951).

Les administrateurs et les managers sont alors notamment dotés de « devoirs fiduciaires » à l'égard de l'entreprise et de ses actionnaires (Boatright, 1994). L'idée de devoir fiduciaire explique le pouvoir des dirigeants par la confiance qui a été investie en eux et les oblige à répondre du bon usage de cette confiance. La *Business Judgment Rule* est d'ailleurs conditionnée à un « *duty of care* » des managers et des administrateurs (Arsht, 1979). Dans les années 1930, les professeurs Berle et Dodd débattent quant à savoir si les managers sont les *trustees*, soit les fiduciaires, des actionnaires ou de la société civile en générale (voir Berle Jr, 1931 ; Dodd Jr, 1931). En réponse à Dodd, Berle affirme cependant que l'exposition des actionnaires au risque justifierait leur protection spécifique en subordonnant l'action des managers à un régime de trusteeship envers les actionnaires de la société (Berle Jr, 1931).

Cette conception du risque encouru par les actionnaires habite également les débats juridiques autour des inégalités entre actionnaires. De nombreuses sociétés ont de gros actionnaires, souvent issus de la famille fondatrice, dont le pouvoir de contrôle est supérieur à celui des petits investisseurs qui ont rejoint le capital. L'oppression des actionnaires minoritaires par les actionnaires majoritaires est sévèrement dénoncée et étaye les appels en faveur d'une plus stricte régulation (Afterman, 1969 ; O'Neal, 1987). La défense des actionnaires minoritaires est depuis considérée comme un facteur favorable essentiel au bon développement des places boursières (La Porta et al., 1997 ; Porta et al., 1998).

Ainsi la protection juridique des droits des actionnaires s'organise comme une protection des actionnaires contre les administrateurs et les managers d'une part et des actionnaires minoritaires contre les actionnaires majoritaires d'autre part. Au-delà des débats académiques et législatifs, les droits des actionnaires ont également été défendus, avec un certain succès, par les actionnaires eux-mêmes.

ii. L'activisme actionnarial et la défense des droits des actionnaires

Si de nombreux actionnaires se sont désintéressés des affaires de l'entreprise, tous les actionnaires ne sont pas restés passifs dans leur relation à l'entreprise. Certains actionnaires, tels que Lewis Gilbert dans les années 1930 aux États-Unis, ont d'ailleurs activement participé à la défense de leurs droits (Gomez et Korine, 2009).

Aux États-Unis, avant le krach de 1929, le rôle des actionnaires demeurait dans un relatif flou juridique. Lorsque la crise éclate, de nombreux actionnaires émettent des griefs quant à la manière dont furent gérées les entreprises en faillite (Marens, 2002) ou quant au niveau de rémunération de leurs cadres exécutifs (Wells, 2010). En 1934, le Congrès américain promulgue la *Securities Exchange Act* (SEA). La SEA régit l'organisation de l'assemblée générale et entérine le mécanisme des *proxy statements*, ces déclarations que doivent faire les entreprises pour demander le vote (souvent par proxy donc à distance) des actionnaires sur un certain nombre de résolutions proposées par le management. La SEA commande également l'établissement de la Securities and Exchange Commission (SEC), la commission fédérale en charge de la réglementation et du contrôle sur les marchés financiers. L'activisme et la détermination de certains actionnaires comme Lewis Gilbert, surnommés les « *gadflies* » (les mouches du coche), pour obtenir plus de transparence de la part des dirigeants conduit la SEC à autoriser en 1942 l'intégration dans les éléments soumis au vote en assemblée générale des résolutions portées par les actionnaires eux-mêmes (Marens, 2002). La « Rule 14a-8 » institue une forme de surveillance actionnariale quant au comportement des managers, un droit de regard sur les potentielles fautes de gestion ou même fraudes des dirigeants (Marens, 2002 ; Ryan, 1988).

Cependant, cette règle admet certaines limites. Dès 1942, ne peuvent être soumis que des résolutions qui constituent un « *proper subjet for action by the security holders* » (Liebeler, 1984). Tous les sujets ne sont donc pas à la portée des actionnaires. En 1952, la SEC spécifie que les dirigeants peuvent exclure les résolutions déposées « *primarily for the purpose of promoting general economic, political, racial, religious, social or similar causes* » [traduction ?] (Liebeler, 1984). De premiers *gadflies* avaient alors utilisé la Rule 14a-8 dans le but de promouvoir certaines causes sociales ou politiques, à l'instar de James Peck, l'un des premiers militants actionnaires qui se soient engagés sur des questions sociales. En 1948, James Peck achetait des actions de la compagnie de bus Greyhound pour pouvoir s'exprimer en assemblée générale sur les questions d'égalité raciale notamment dans les bus (Marens, 2002). En 1954, suite aux demandes répétées des managers contre les interférences d'« amateurs », la SEC exclut les résolutions d'actionnaires relatives aux « *ordinary business matters* ». On retrouve ici la *Business Judgment Rule*, selon laquelle les managers sont les seuls habilités à émettre des décisions concernant la gestion opérationnelle de l'entreprise. C'est ainsi que les actionnaires activistes éliminent des résolutions qu'ils déposent les termes qui appartiendraient à un champ lexical du commandement (Ryan, 1988).

L'interprétation de ce qui constitue des « *ordinary business matters* » a connu des évolutions au cours de l'histoire de la Rule 14a-8 (Waite, 1995). De nouvelles révisions de la Rule 14a-8 ouvrent d'ailleurs la porte aux résolutions concernant la politique sociale de l'entreprise en 1976 (Marens, 2002) et concernant le travail au sein de l'entreprise en 1998 (Campbell, Gillan et Niden, 1999). Les droits des actionnaires en matière d'activisme semblent maintenir ainsi une certaine ambiguïté autour de leur rôle réel et de leur latitude d'action (Liebeler, 1984 ; Ryan, 1988). Cependant, la frontière des « *ordinary business matters* » a été conservée et motive encore la majorité des refus de résolutions d'actionnaires par la SEC (Matsusaka, Ozbas et Yi, 2017).

Bien que l'activisme actionnarial ait connu d'importants développements aux États-Unis, il n'a pas connu le même succès en Europe, surtout en Europe continentale, en raison notamment des difficultés légales d'accès au dépôt de résolution (Cziraki, Renneboog et Szilagyi, 2010). L'histoire américaine de l'activisme actionnarial permet ainsi de retracer les évolutions des droits des actionnaires mais aussi du rôle des actionnaires et de ce qui est considéré comme « acceptable » ou non de la part d'un actionnaire (Ryan, 1988).

La défense des droits actionnariaux, par les devoirs fiduciaires ou les droits des actionnaires minoritaires et par l'activisme actionnarial, a ainsi répondu aux risques que pouvait faire peser sur les actionnaires le fait d'être aussi restreint dans ses capacités d'action sur l'entreprise. Cependant, les droits des actionnaires s'établissent en cohérence avec le droit préexistant et ne remettent pas en question une certaine latitude d'action des administrateurs et des managers. Le droit a en effet à la fois protégé les intérêts des actionnaires et encadré les capacités d'action des actionnaires activistes.

*

La construction juridique de la catégorie d'actionnaire repose ainsi sur la restriction et l'encadrement des capacités d'action sur l'entreprise. L'actionnaire est un acteur qui ne « gère pas ». Grâce au régime de la responsabilité limitée, les sociétés par actions permettent au capital de s'« anonymiser » et écartent les actionnaires « anonymes » de la gestion des entreprises. Cette dernière est alors confiée à des administrateurs et à des managers dont le pouvoir s'est affirmé au tournant du XXème siècle. Le droit des sociétés s'est d'ailleurs attaché à garantir une certaine latitude d'action des managers et des administrateurs par la *Business Judgment Rule* et ses équivalents. Ces nouveaux pouvoirs managériaux ont cependant impliqué de nouveaux devoirs managériaux. En particulier, les « devoirs fiduciaires » des administrateurs et des managers protègent les actionnaires du mauvais usage du pouvoir managérial. De même les petits actionnaires anonymes sont-ils protégés du pouvoir des actionnaires majoritaires.

L'activisme actionnarial a quant à lui permis aux actionnaires de s'exprimer et de défendre certains intérêts voire certaines causes en assemblée générale. L'activisme est cependant encadré par le droit et doit reconnaître la latitude d'action des administrateurs et des managers.

Ce sont sur ces fondements juridiques, entre restriction et encadrement des capacités d'action sur l'entreprise, que les théories de la gouvernance d'entreprise vont penser les modèles d'action des actionnaires.

II. Capacités d'action restreintes des actionnaires et les théories de la gouvernance d'entreprise

La construction historique et juridique de la catégorie d'actionnaires constitue le terreau sur lequel la représentation théorique des actionnaires et de ses modèles d'action a germé. Les théories de la gouvernance d'entreprise décrivent des modèles d'action pour les administrateurs et les managers auxquels est associée une certaine figure de l'actionnaire.

Cependant, si les actionnaires sont des figures importantes des théories du gouvernement d'entreprise, leurs fondements théoriques sont souvent négligés au profit des théorisations du rôle du conseil d'administration et des managers. À partir d'une relecture des principaux corpus théoriques en gouvernance d'entreprise, nous proposons de porter notre attention sur la figure classique de l'actionnaire et d'en dégager les principales caractéristiques. Nous commencerons par revenir sur la place qu'occupent les actionnaires dans le champ de la gouvernance d'entreprise (.a). Puis nous étudierons la représentation théorique de l'actionnaire donnée par la théorie dominante en gouvernance d'entreprise, à savoir la théorie de l'agence (b). Enfin, nous nous intéresserons à celle donnée par les théories critiques de la théorie de l'agence (c).

a. L'actionnaire et la naissance de la corporate governance *: une figure omniprésente*

La gouvernance d'entreprise admet plusieurs définitions possibles qui procèdent chacune d'une certaine « vision du monde » (Gillan, 2006). Afin d'ouvrir le champ de réflexion, nous proposons de retenir ici une définition étendue telle que celle que donna Masahiko Aoki et qui fut reprise par Aguilera et Jackson en 2003, selon laquelle la gouvernance concerne l'ensemble des droits et des responsabilités entre les parties qui ont un intérêt, un « *stake* », dans l'entreprise (Aguilera et Jackson, 2003). Dans la plupart des définitions de la gouvernance d'entreprise, les intérêts spécifiques des actionnaires occupent une place prépondérante. Les actionnaires forment en général les premières parties dont il s'agit de penser les droits (Gillan, 2006 ; Shleifer et Vishny, 1997).

La *corporate governance* est cependant un champ disciplinaire relativement récent. Elle est contemporaine de la naissance de la grande entreprise. L'ouvrage fondateur de Berle et Means apparaît d'ailleurs comme une justification du besoin d'une discipline dédiée à la régulation et au contrôle de l'entreprise moderne que serait la gouvernance d'entreprise. Au début du XXème siècle, alors que le modèle juridique de la société anonyme cotée en bourse se diffuse dans les grandes économies mondiales, les entrepreneurs sont remplacés par une nouvelle classe d'acteurs, les managers (Clark, 1980). La séparation de la propriété et du contrôle diagnostiquée par Berle et Means décrit alors une situation dans laquelle de nouveaux mécanismes de

régulation, de gouvernance, sont nécessaires pour penser le rôle et les devoirs de ces managers (Berle et Means, 1932).

Les actionnaires ne disparaissent cependant pas de la *corporate governance*, au contraire. La grande majorité des relectures théoriques de l'ouvrage de Berle et Means retiennent surtout l'idée d'un déséquilibre des pouvoirs entre les managers et les actionnaires (Segrestin, 2011). L'importance du pouvoir managérial effraie. Il justifiera en conséquence de nombreux appels académiques et politiques en faveur de l'instauration de mécanismes de contrôle des managers, dans lesquels les actionnaires assurent une fonction soit d'idée régulatrice, soit de régulation directe (Boatright, 1994).

Aussi, la figure de l'actionnaire qui semblait « s'effacer » du champ de l'entreprise moderne réapparaît-elle en force dans les premières conceptualisations de la gouvernance d'entreprise.

b. *La figure de l'actionnaire dans la théorie de l'agence : entre légitimité et droits de contrôle limités*

Au premier rang des théories classiques du gouvernement d'entreprise, que ce soit en terme d'influence sur la littérature, sur les politiques publiques ou sur les pratiques, nous retrouvons la théorie de l'agence (Daily, Dalton et Cannella, 2003).

En 1976, les économistes Jensen et Meckling offrent l'interprétation théorique la plus célèbre de la séparation de la propriété et du contrôle de Berle et Means. En particulier, ils appliquent et développent la théorie de l'agence à la relation entre actionnaires et managers (Jensen et Meckling, 1976).

La théorie de l'agence pose qu'il y a une relation d'agence entre deux acteurs dès lors qu'un principal délègue tout ou partie d'une activité, ainsi que l'autorité associée à cette activité, à un agent. Dans le cas de la société par actions, Jensen et Meckling supposent que les actionnaires sont les propriétaires de l'entreprise (Jensen et Meckling, 1976). Les actionnaires sont donc les principaux des managers et leur délèguent l'autorité de la décision dans l'entreprise. Les économistes font cependant le postulat anthropologique selon lequel chaque individu cherche à maximiser sa propre utilité. Les managers peuvent ainsi par opportunisme s'écarter de la poursuite de l'intérêt de leurs principaux pour leur propre bénéfice. Le coût engagé par les principaux et les agents pour s'assurer du bon comportement des agents est alors appelé coût d'agence.

> *"If both parties to the relationship are utility maximizers, there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal. The principal can limit divergences from his interest by establishing appropriate incentives for the agent and by incurring monitoring costs designed to limit the aberrant activities of the agent. In addition, in some situations it will pay the agent to expend resources (bonding costs) to guarantee that he will not take certain actions which would harm the principal or to*

ensure that the principal will be compensated if he does take such actions. However, it is generally impossible for the principal or the agent at zero cost to ensure that the agent will make optimal decisions from the principal's viewpoint. In most agency relationships the principal and the agent will incur positive monitoring and bonding costs (non-pecuniary as well as pecuniary), and in addition there will be some divergence between the agent's decisions and those decisions which would maximize the welfare of the principal. The dollar equivalent of the reduction in welfare experienced by the principal as a result of this divergence is also a cost of the agency relationship, and we refer to this latter cost as the "residual loss." We define agency costs as the sum of: 1. the monitoring expenditures by the principal, 2. the bonding expenditures by the agent, 3. the residual loss." [pas de traduction en nbp?]

Jensen and Meckling, 1976, p. 308.

Cette théorie économique de l'entreprise propose en conséquence un certain nombre d'hypothèses et de scénarios pour évaluer le coût d'agence.

Dès lors, les tenants de la théorie de l'agence se sont attachés à décrire et évaluer les mécanismes de gouvernance qui permettent d'aligner les intérêts des managers sur l'intérêt des actionnaires (Eisenhardt, 1989). Ils insistent en particulier sur deux types de mécanismes, les incitations et le *monitoring* (Jensen et Meckling, 1976). Les dispositifs incitatifs tels que les plans de rémunération à la performance sont d'ailleurs fortement encouragés puisqu'ils apparaissent comme le plus sûr moyen d'aligner les intérêts pécuniaires des dirigeants sur ceux des actionnaires. Ce d'autant plus, que ces dispositifs créent un cercle vertueux puisqu'ils attirent les « meilleurs » dirigeants :

"A highly sensitive pay-for-performance system will cause high-quality people to self-select into a company. Creative risk takers who perceive they will be in the upper tail of the performance and pay distribution are more likely to join companies who pay for performance. Low-ability and risk-averse candidates will be attracted to companies with bureaucratic compensation systems that ignore performance."

Jensen et Murphy, 1990, p.70

Quant au *monitoring*, celui-ci revient à des mécanismes de régulation aussi bien externes qu'internes à l'entreprise. Selon Fama et Jensen, la séparation de la propriété et du contrôle décrite par Berle et Means illustre une séparation entre la prise de risque, qui échoit aux actionnaires, et la prise de décision, qui échoit aux managers (Fama et Jensen, 1983a).

En particulier l'autorité de la décision se sépare en deux fonctions distinctes. On retrouve d'un côté le *decision-management*, soit la décision opérationnelle, qui revient aux dirigeants, et le *decision-control*, soit le contrôle, qui revient aux administrateurs. La charge du monitoring des dirigeants est donc pour partie assurée par le conseil d'administration. À ce premier mécanisme interne, s'ajoutent deux mécanismes de régulation externes afin de « discipliner » et les dirigeants et les administrateurs qui pourraient également être sujets à l'opportunisme. Le premier mécanisme externe, le marché des capitaux, permet d'évaluer la performance de

l'entreprise par la cotation en bourse, pour les sociétés cotées, et donc l'effectivité de l'action des dirigeants. Le second, le marché des acquisitions (*takeovers*) peut permettre de remplacer ou de menacer de remplacer un management inefficace au cours d'une prise de contrôle. Ces trois mécanismes de contrôle forment un modèle de gouvernance efficace de la société (Fama et Jensen, 1983a).

Quelle place est laissée aux actionnaires dans cette théorie de la gouvernance ? Dans la représentation de Fama et Jensen, les actionnaires ne sont pas directement en charge du *monitoring* des managers. En effet, si pour certains juristes le *monitoring* des agents tels qu'il est pensé dans l'article fondateur de Jensen et Meckling constitue une légitimation du pouvoir des actionnaires, il semblerait que cela ne soit pas le cas dans l'esprit des pères de la théorie de l'agence (Thompson, 2016).

Pour ces derniers, la séparation entre prise de risque et prise de décision que connaissent les entreprises modernes est un modèle efficace de l'entreprise (Bratton et Wachter, 2010). L'atomisation de l'actionnariat entre de multiples acteurs éclatés justifie le recours à des acteurs plus qualifiés pour diriger l'entreprise. Dans la théorie de l'agence, la relation d'agence naît d'une asymétrie d'informations entre le principal et l'agent (Eisenhardt, 1989). Les actionnaires n'ont ni la compétence ni les informations nécessaires à la gestion des affaires de l'entreprise pour conserver l'autorité de la décision. Il serait plus coûteux pour eux de participer au processus de décision que de le confier à la compétence de managers experts de la prise de décision (Fama et Jensen, 1983a).

Cependant, si l'on peut admettre que les actionnaires délaissent le *decision-management* pour des raisons de compétences et de coût, pourquoi délaissent-ils également le *decision-control* ? Fama et Jensen conviennent que les actionnaires disposent d'*approval rights*, c'est-à-dire de droits d'approbation des choix managériaux grâce au droit de vote en assemblée générale (Fama et Jensen, 1983a).

Fama et Jensen font cependant le choix de négliger les *approval rights*. Il est possible d'expliquer le peu d'influence qu'ils attribuent aux actionnaires par les analyses que des juristes, formés à la théorie économique de l'agence, font des droits des actionnaires. De nombreux juristes ont soutenu que les limites au pouvoir actionnarial étaient organisées juridiquement (voir par exemple Black, 1990 ; Roe, 1996). Le droit de vote et les pouvoirs accordés à l'assemblée des actionnaires ne sont pas considérés comme un accès réel au contrôle de la société en raison des « *collective action problems* » (Coffee, 1991). Un certain nombre de barrières organisationnelles, légales[14] mais aussi économiques s'opposent à un exercice

[14] Il est possible d'opposer aux actionnaires d'une même société qui souhaitent engager une action commune le cadre juridique de l'« action de concert ». En droit français, « sont considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord en vue d'acquérir, de céder ou d'exercer des droits de vote, pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société ou pour obtenir le contrôle de cette société » (Article L.233-1 du Code de Commerce). La qualification de l'action de concert peut alors ouvrir les dispositions sur les déclarations d'offres publiques en lien avec les franchissements de seuil (Article L.233-7 à 9 du Code de Commerce). Aussi, si quatre actionnaires qui possèdent chacun 10% des titres d'une société agissent de concert, ils peuvent se voir obliger de faire une déclaration d'offre publique sur la société. L'action de concert est une

collectif du contrôle des actionnaires via l'assemblée générale. Pour pouvoir influencer les décisions en assemblée générale, les actionnaires doivent disposer d'une majorité. Or, pour cela il faudrait connaître l'identité des autres actionnaires, les contacter, s'accorder et décider d'une position commune. Ces différentes contraintes permettent de comprendre pourquoi les premiers théoriciens de la théorie de l'agence ne prêtent pas plus d'intérêt au droit de vote des actionnaires. Les tenants ultérieurs de la théorie de l'agence tels que Lucian Bebchuk feront de l' « *empowerment* » des actionnaires, notamment dans la régulation juridique, la cheville ouvrière de leur pensée en matière de gouvernance d'entreprise (Bebchuk, 2005).

Toujours est-il que dans la représentation qui est donnée par Fama et Jensen, les actionnaires n'ont pas accès au *monitoring* des managers. Cette division du travail exonère les actionnaires de la prise de décision et de toutes les responsabilités liées à la gestion de l'entreprise. Ils sont alors libres de se spécialiser dans la prise de risque, et même de diversifier ce risque en investissant dans le capital d'autres sociétés ou d'autres titres financiers (Fama et Jensen, 1983b).

Néanmoins, les actionnaires ont des droits légitimes sur l'entreprise et en particulier sur ses flux nets de trésorerie (Fama et Jensen, 1983b). En confiant leur capital et en déléguant la prise de décision aux managers, les actionnaires sont des « *risk-bearers* ». Selon ces théoriciens, ce risque est renforcé par le fait qu'en cas de faillite de la société, les actionnaires sont les derniers servis. Aussi, les actionnaires sont les « *residual claimants* » de la société, ils n'ont des droits que résiduels sur la création de richesse (Fama et Jensen, 1983a).

La représentation dans la théorie de l'agence des actionnaires comme *residual claimants* de l'entreprise assoie l'idée que les attentes des actionnaires vis-à-vis de l'entreprise seraient légitimes (Stout, 2007). Cette légitimation des actionnaires a ainsi contribué au succès de la « *shareholder primacy norm* », norme selon laquelle la satisfaction des attentes des actionnaires, et donc la maximisation de la richesse, ou valeur actionnariale devait être la priorité des managers (Stout, 2001, 2007). Conformément aux positions d'un Milton Friedman (Friedman, 1970), de l'École de Chicago dont est issue la théorie de l'agence, cela a instauré en gouvernance la maximisation de la valeur actionnariale comme le seul objectif légitime de l'entreprise (Sundaram et Inkpen, 2004). Dès lors, la seule mesure de l'efficacité des mécanismes de gouvernance ou de dispositifs juridiques est devenue la valeur actionnariale, qui elle-même est mesurée pour les sociétés cotées par le cours de l'action (Fisch, 2005). Selon Jensen, puisque les actionnaires sont les « derniers servis », la recherche de la valeur actionnariale est le plus sûr moyen de s'assurer que l'entreprise s'est acquittée de tous ses autres devoirs, notamment envers ses autres partes prenantes (Jensen, 2002).

La figure de l'actionnaire dans la théorie de l'agence est donc caractérisée par trois dimensions principales. Les actionnaires manquent de compétences et d'informations, ce qui explique qu'ils délèguent la prise de décision ; ils n'ont pas de pouvoir de contrôle de la décision, ce qui

---

transposition en droit français d'une directive européenne du 12 décembre 1988. Elle se retrouve aussi dans le droit américain à la Section 13(d) de la Securities Exchange Act.

explique que le *monitoring* des dirigeants est abandonné aux administrateurs et au marché ; enfin, ils sont les *residual claimants* de l'entreprise, ce qui leur ouvre des droits sur l'entreprise.

Figure de l'actionnaire	**Modèle de gouvernance**
Apport de capital financier	Propriétaires de l'entreprise
Compétences limitées	Délégation du *decision-making*
Pouvoir de contrôle limité	*Monitoring* des managers exercé par le conseil d'administration et le marché
Residual claims	Défense de l'intérêt des actionnaires

Tableau 3: La figure de l'actionnaire dans la théorie de l'agence

c. La figure de l'actionnaire dans les théories critiques du modèle principal-agent : des capacités d'action légitimement restreintes

L'application de la théorie de l'agence à la théorie de l'entreprise a été largement critiquée dans la littérature en management et en gouvernance d'entreprise (Lan et Heracleous, 2010). En premier lieu, la théorie de l'agence fait une hypothèse anthropologique forte selon laquelle le comportement des individus est motivé par l'individualisme et l'opportunisme. Or la littérature en psychologie, et notamment en psychologie organisationnelle, permet d'en contester, ou du moins d'en nuancer, les fondements (Davis, Schoorman et Donaldson, 1997 ; Donaldson et Davis, 1991). En second lieu, la théorie de l'agence ne rendrait pas compte des dynamiques de collaboration au sein des entreprises (Sundaramurthy et Lewis, 2003) ni d'une certaine réalité organisationnelle dans laquelle les managers doivent faire face aux multiples attentes des différentes parties prenantes de l'entreprise (Freeman, 1984). Les parties prenantes de l'entreprise sont les individus ou les groupes d'individus qui peuvent avoir un effet sur ou être affecté par l'activité de l'entreprise (Donaldson et Preston, 1995).

Aussi, la théorie des parties prenantes, ou *stakeholder theory*, objecte à la théorie de l'agence que des managers stratèges ne devraient pas se contenter de satisfaire les intérêts exclusifs des actionnaires de la société mais devraient au contraire étendre le champ de leur attention à l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise (Freeman et Reed, 1983a).

Selon les tenants de la *stakeholder theory*, gérer l'entreprise pour ses parties prenantes procure un avantage compétitif à l'entreprise et est corrélé de manière significative à la performance (Harrison, Bosse et Phillips, 2010). Dans cette perspective, la maximisation de la valeur actionnariale ne peut pas être le seul objectif de la fonction managériale. Néanmoins un management qui soit au service de l'ensemble des *stakeholders* sert aussi l'intérêt des actionnaires qui sont de fait, des parties prenantes de l'entreprise (Freeman, Wicks et Parmar, 2004).

L'actionnaire dans la *stakeholder theory* est ainsi ramené à « une » partie prenante parmi d'autres. La figure spécifique de l'actionnaire disparaît ainsi au profit de celle des parties prenantes, qui ne se distingue plus que par le degré d'importance relative que leur allouent les managers (Agle, Mitchell et Sonnenfeld, 1999 ; Mitchell, Agle et Wood, 1997). Le principal dans la théorie des parties prenantes n'est plus l'actionnaire mais l'entreprise elle-même (Phillips, Freeman et Wicks, 2003).

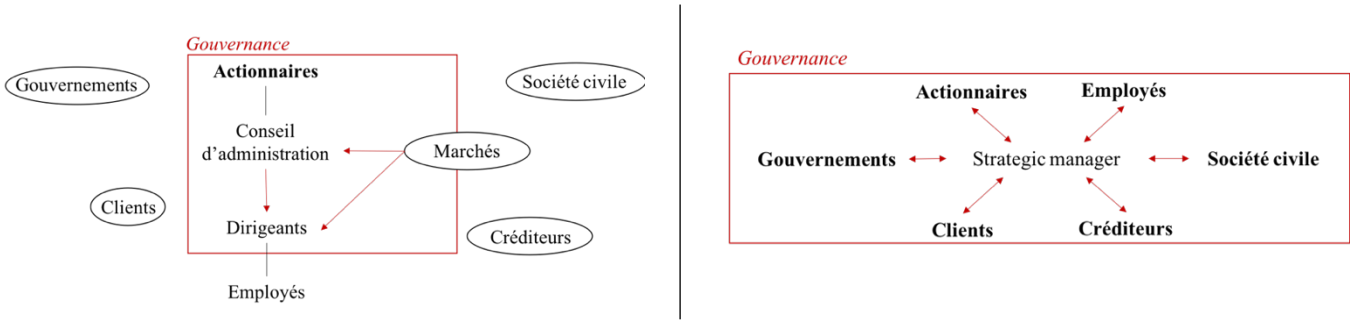


Figure 1 : La gouvernance d'entreprise dans la théorie de l'agence (gauche) et dans la théorie des parties prenantes (droite)

La représentation de la gouvernance dans la *stakeholder theory* peut être rapprochée d'une autre théorie classique de la gouvernance, et critique de la théorie de l'agence, à savoir la Team Production Theory.

Inspirée par les propositions théoriques des économistes Alchian et Demsetz (Alchian et Demsetz, 1972), cette théorie de l'entreprise, venue du droit, soutient que la création de valeur provient de la *team production* (Blair et Stout, 1999), soit la création collective. Un ensemble d'individus entrent dans une situation de *team production* lorsqu'ils réunissent des investissements spécifiques et coordonnent leurs efforts en vue d'une activité productive. Puisque les contributions individuelles de chacun ne peuvent pas être isolées ni récompensées, la fonction managériale permet de créer un collectif et d'associer les différentes parties à ce collectif (Bridoux et Stoelhorst, 2016 ; Lindenberg et Foss, 2011). Dans la Team Production Theory de l'entreprise, la *corporation* est une forme juridique adaptée aux situations de *team production* puisque la « *separate legal entity* », soit la personnalité morale, permet de rassembler les intérêts de chacune de la *corporate team*, soit les parties prenantes du processus de *team production*, au sein d'un même ensemble, la *corporation* (Blair et Stout, 1999).

La Team Production Theory critique la représentation de l'entreprise, de la *corporation*, donnée par la théorie de l'agence.

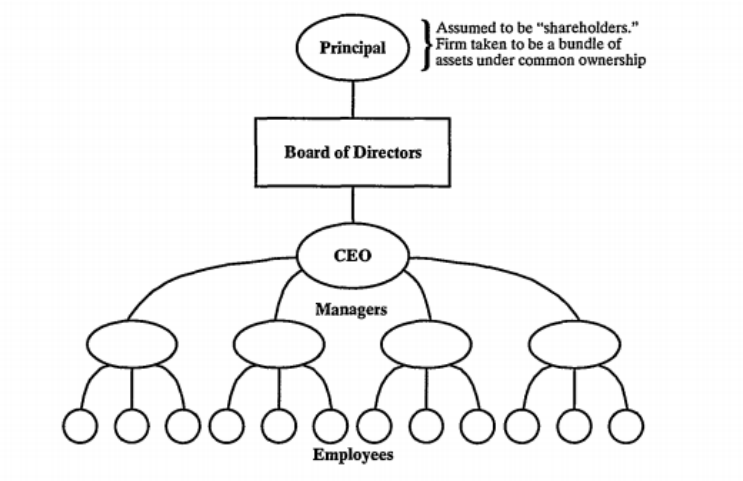


Figure 2: La représentation de la corporation dans la théorie de l'agence selon Blair et Stout
(source : Blair et Stout, 1999, p. 262)

Elle oppose à cette représentation une représentation supposée plus fidèle au « droit » et qui place le conseil d'administration au sommet de la structure de la *corporation*.

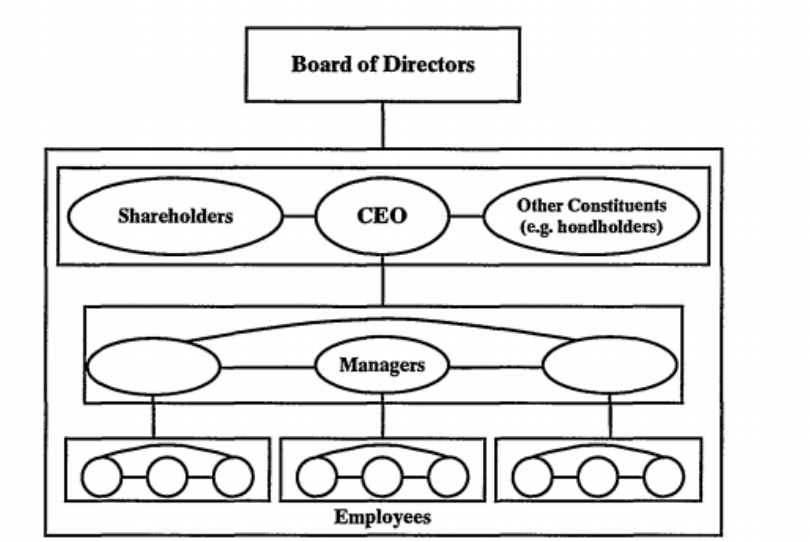


Figure 3: La représentation de la corporation dans la Team Production Theory
(source : Blair et Stout, 1999, p. 280)

L'actionnaire n'est pas le propriétaire des actifs de la *corporation*, la *corporation* possède ses propres actifs. Ainsi, dans cette théorie qui substitue la *director-primacy* à la *shareholder-primacy*, le conseil d'administration n'a pas pour principal les actionnaires, mais la *corporation*, et il n'a pas la charge de discipliner les managers, mais d'assurer le rôle de *mediating hierarchs* qui arbitre entre les intérêts concurrents des différentes parties prenantes (Lan et Heracleous, 2010).

Dans cette perspective, le conseil d'administration doit être « *insulated* », soit isolé et protégé, des demandes et pressions particulières de chacune des parties (Blair et Stout, 1999).

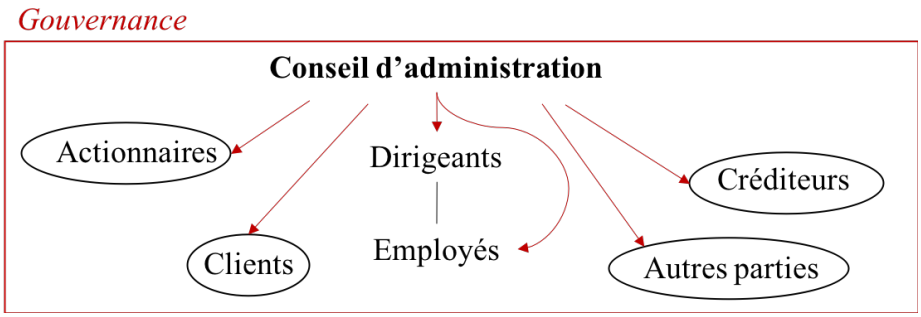


Figure 4: La gouvernance d'entreprise dans la Team Production Theory

La Team Production Theory donne une représentation spécifique de l'actionnaire plus détaillée que la théorie des parties prenantes. Tout comme cette dernière, elle postule que l'actionnaire est une partie prenante parmi d'autres, un membre de la *corporate team* (Blair et Stout, 1999). En cela, l'actionnaire est également l'auteur d'un investissement spécifique dans l'entreprise. En particulier, il fournit le capital de la société. Tout comme les autres parties prenantes, l'actionnaire a des intérêts spécifiques dont le conseil d'administration doit être « *insulated* ».

Comment expliquer cependant que les actionnaires aient des droits spécifiques, que les autres membres de la *corporate team* n'ont pas, s'ils sont une partie prenante parmi d'autres ? En accord avec la représentation donnée par Fama et Jensen, Blair et Stout commencent par rappeler que ces droits sont très limités à la fois en théorie et en pratique (Blair et Stout, 1999). Comme le conseil d'administration a la maîtrise de l'ordre du jour des assemblées générales, l'élection des administrateurs n'en est pas vraiment une, « *boards elect themselves* » et le vote sur les autres décisions soumises en assemblées s'apparentent plus à un droit de veto (Blair et Stout, 1999).

Par ailleurs, les actionnaires font toujours face au *collective action problem*. Blair et Stout donnent alors deux explications possibles aux droits des actionnaires. La première explication est d'ordre instrumental. Les actionnaires sont les mieux placés pour conduire des actions en justice, élire les administrateurs et voter sur des changements majeurs de la structure de la société. Ils peuvent jouer un rôle particulièrement important dans les cas de malversations. De plus, qui d'autres pourraient élire les administrateurs ? Par rapport aux autres membres de la *corporate team*, les actionnaires auraient l'avantage de présenter une homogénéité d'intérêt et d'être mus par le critère du cours de bourse des actions de la société qui, selon ces auteurs, n'est pas le plus mauvais des critères ou du moins un critère légitime qui peut aussi profiter aux autres parties prenantes (Blair et Stout, 1999). Les droits des actionnaires peuvent bénéficier à l'ensemble de la *corporate team*. La seconde explication est d'ordre éthique. Les actionnaires sont plus vulnérables que les autres parties prenantes. Puisqu'ils sont écartés des affaires ordinaires de l'entreprise, ils ont peu d'opportunités pour interagir avec la direction, peu

d'informations, et peu d'occasions d'exprimer leurs attentes alors qu'ils font face à des problèmes d'action collective (Blair et Stout, 1999). Leurs droits seraient une façon de compenser leur exposition particulière au risque.

Figure de l'actionnaire	**Modèle de gouvernance**
Apport de capital financier	Membre de la *corporate team*
Poursuite de la maximisation de la valeur actionnariale	Arbitrage des différents intérêts par le conseil d'administration
Pouvoir de contrôle limité	Droit de poursuite judiciaire et droit de vote des actionnaires
Vulnérabilité aux décisions managériales	

Tableau 4: La figure de l'actionnaire dans la Team Production Theory

*

Ainsi, la représentation de l'actionnaire que donnent Blair et Stout n'est pas si éloignée de la représentation donnée par la théorie de l'agence. La Team Production Theory suppose également que l'actionnaire est un acteur qui prend des risques particuliers et qui a peu de pouvoir de contrôle sur les dirigeants et l'entreprise. Dans la théorie de l'agence, l'actionnaire est une figure d'acteur qui a des droits légitimes sur l'entreprise mais dont les capacités d'actions sur l'entreprise sont limitées. Dans la Team Production Theory, mais aussi dans la *stakeholder theory*, l'actionnaire est une figure d'acteur qui n'a pas plus de droits légitimes sur l'entreprise que les autres parties prenantes de l'entreprises. La Team Production Theory défend alors que les capacités d'action sur l'entreprise de l'actionnaire sont ainsi légitimement limitées par le droit.

Que ce soit via la théorie de l'agence ou ses critiques, la figure de l'actionnaire est décrite par la faiblesse de ses capacités d'action sur l'entreprise. Les théories de la gouvernance d'entreprise offrent avant tout des rationalisations des capacités d'action restreintes de l'actionnaire. Elles convergent donc vers une même définition de la figure de l'actionnaire, que nous nous attacherons dorénavant à caractériser.

III. Une figure classique de l'actionnaire au modèle d'action limité

Après avoir analysé la construction historique et juridique de la catégorie d'actionnaire, ainsi que la représentation de cette catégorie dans les théories de la gouvernance, nous nous proposons de discuter ici d'une figure classique de l'actionnaire (a) pour ensuite donner une représentation du modèle d'action en gouvernance d'entreprise de l'actionnaire associée à cette figure classique (b).

a. La figure classique de l'actionnaire : une caractérisation du lien à l'entreprise

L'histoire juridique a contribué à restreindre et à encadrer les capacités d'action des actionnaires sur les entreprises dans lesquelles ils ont des participations. L'actionnaire est un acteur qui ne « gère pas » puisqu'il bénéficie du régime de la responsabilité limitée et puisque la latitude d'action de la gestion doit être préservée. Ses droits sont cependant défendus et sa voix peut être entendue, dans la limite cependant de l'immixtion dans les affaires de la gestion.

Les théories de la gouvernance d'entreprise, que ce soit la théorie de l'agence ou ses critiques, ont alors proposé une représentation de l'actionnaire et de son modèle d'action qui rationalisent cette construction historique et juridique de la catégorie d'actionnaire. En particulier, elles discutent de la plus ou moins grande légitimité des droits des actionnaires qu'elles associent à un modèle de gouvernance de l'entreprise dédié. Dans la théorie de l'agence, la gouvernance comprend l'ensemble des mécanismes qui permettent de garantir que les managers gèrent l'entreprise dans l'intérêt de ses actionnaires. La *stakeholder theory* introduit l'idée que l'entreprise doit aussi prendre en compte les intérêts de ses autres parties prenantes. Aussi, dans la Team Production Theory, la gouvernance comprend l'ensemble des mécanismes qui permettent de garantir que l'entreprise est gérée dans l'intérêt de l'entreprise elle-même, pensé comme un équilibre entre les différents intérêts du collectif de l'entreprise.

Si ces théories de l'entreprise divergent dans les modèles de gouvernance qu'elles défendent, leurs représentations de l'actionnaire, elles, convergent. Les actionnaires sont décrits à partir de leur investissement spécifique, en capital financier, dans l'entreprise mais surtout pensés en fonction de leur isolement par rapport à la gestion. Dans ces théories, la figure de l'actionnaire est une figure d'acteur que l'on pourrait dire « négative » par rapport à la figure du dirigeant. Si le dirigeant est celui qui agit, celui qui gère, l'actionnaire est l'acteur qui n'agit pas. Les théories classiques de la gouvernance expliquent les raisons de cette non-action par leur manque de compétence et par leur difficile accès au contrôle en raison de leurs droits limités ou des problèmes liés à l'action collective. Toujours est-il que l'actionnaire a des capacités d'action restreintes sur l'entreprise alors qu'il semble exposé à un risque spécifique à cette catégorie de parties prenantes de l'entreprise. Ce risque spécifique s'explique justement par son isolement

de la gestion. L'actionnaire est le « dernier servi » pour la théorie de l'agence et le moins apte à défendre son intérêt, pour la Team Production Theory.

Ainsi, à partir de cette étude de la représentation de l'actionnaire dans les principales théories de la gouvernance, nous proposons une caractérisation de la figure classique de l'actionnaire en fonction de l'origine de son lien à l'entreprise, ses attentes vis-à-vis de l'entreprise, l'étendue de ses capacités d'action et l'importance du risque auquel la gestion de l'entreprise l'expose.

Figure d'acteur	**Actionnaire**
Origine du lien à l'entreprise	Apport en capital financier
Attentes	Valeur actionnariale
Capacité d'action	Limitée
Exposition au risque	Grande

Tableau 5: La figure de l'actionnaire dans la Team Production Theory

La figure classique de l'actionnaire est ainsi celle d'un acteur dont la principale contribution à l'entreprise réside dans son apport en capital financier et dont les capacités d'action sur l'entreprise sont limitées.

b. Le modèle d'action classique de l'actionnaire : les limites à l'action des actionnaires en gouvernance d'entreprise

L'actionnaire n'est pas cependant, nous l'avons vu, dépourvu de tout moyen d'action. Il a un droit de vote, qui lui permet à la fois d'élire les administrateurs et d'approuver un certain nombre de résolutions à l'ordre du jour. Dès lors, comment représenter le modèle d'action associée à cette figure classique de l'actionnaire dans la gouvernance d'entreprise ?

Si nous revenons au modèle de base construit dans le droit et dans la théorie, les actionnaires sont des acteurs qui ont des actions sur le conseil d'administration, qui lui-même a une action sur les dirigeants, qui eux-mêmes ont une action sur la gestion de l'entreprise.

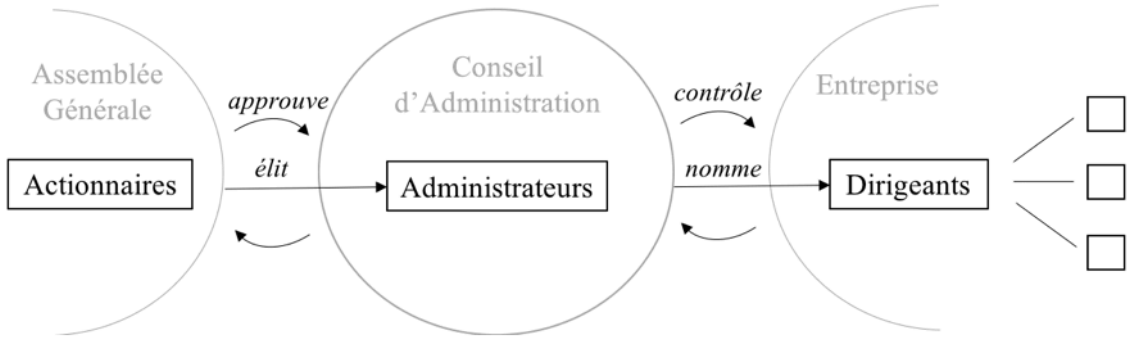


Figure 5: La représentation du « modèle de base » de la gouvernance d'entreprise dans le droit et les théories de la gouvernance[15]

Dans le « modèle de base » (cf. Figure 5), simplifié, de la gouvernance d'entreprise, les actionnaires sont des acteurs en « amont » de la gouvernance d'entreprise. Cependant, le véritable pouvoir de contrôle réside dans les mains des administrateurs qui sont en charge de nommer les dirigeants et de contrôler la gestion de l'entreprise. Quant au dirigeant, il est en charge de la gestion des parties prenantes de l'entreprise.
Le modèle d'action de l'actionnaire est, lui, encadré par le régime de la responsabilité limitée.

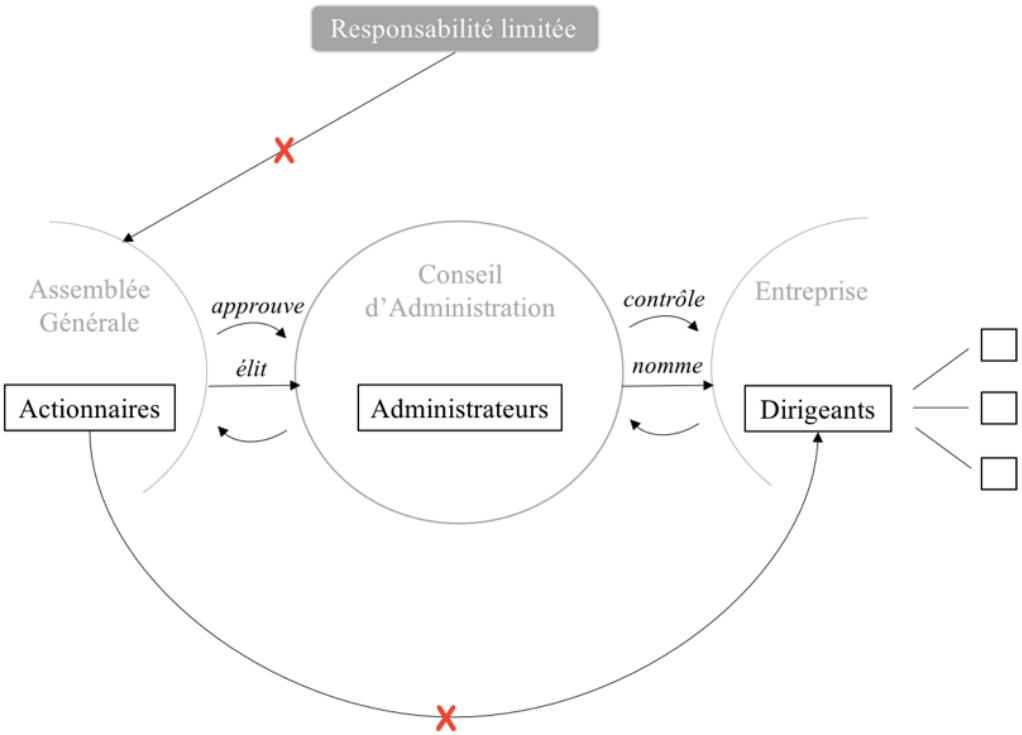


Figure 6: Responsabilité limitée et capacités d'action de l'actionnaire dans le « modèle de base » de la gouvernance d'entreprise[16]

[15] Dans ce modèle, les flèches sans titres sont des flèches rétroaction ou, ici, de *feedback*.
[16] Nous représentons les règles de gouvernance et les dispositions réglementaires dans des rectangles aux contours arrondis.

Le législateur a défini l'actionnaire comme un acteur qui ne « gère » pas. Il ne doit donc pas s'immiscer dans les affaires de la gestion, qui sont du ressort des dirigeants. Dès lors, les actionnaires ne sont pas tenus responsables des actions de la gestion et sortent du cadre de responsabilité de la gouvernance d'entreprise.

Ce n'est cependant pas le cas des administrateurs et des dirigeants.

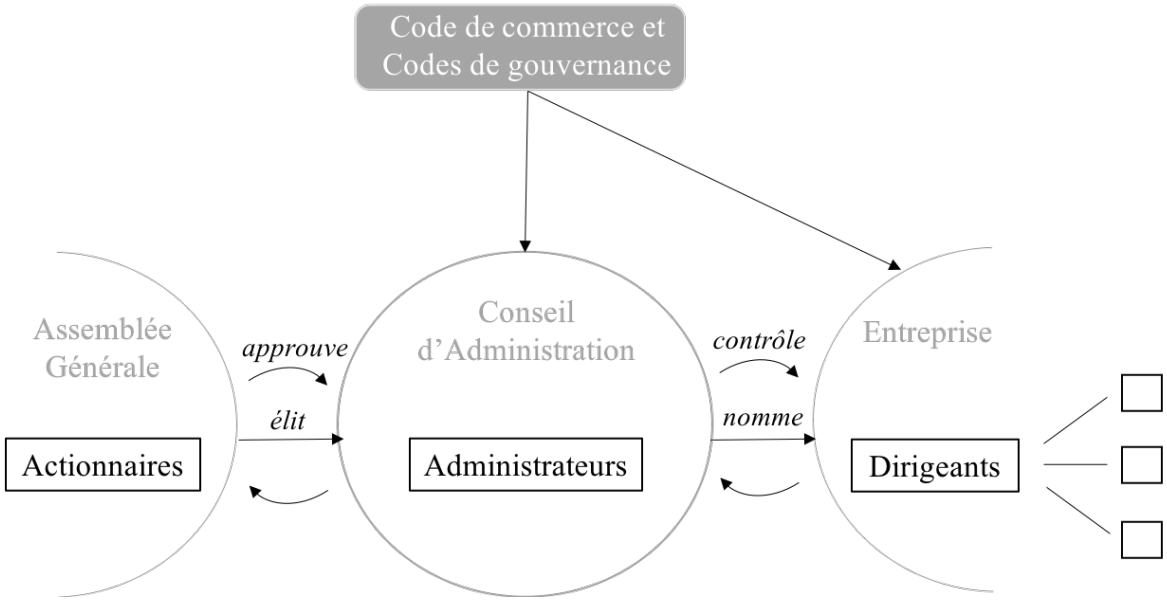


Figure 7: Des règles de gouvernance à destination des administrateurs et des dirigeants

Les administrateurs et les dirigeants peuvent être tenus légalement responsables des actions de la société. Par ailleurs, les nombreux codes de gouvernance d'entreprise (pour une revue de littérature sur les codes de gouvernance, voir Cuomo, Mallin et Zattoni, 2016) définissent les rôles et responsabilités des administrateurs et des dirigeants au sein de la gouvernance d'entreprise.

En particulier, ces derniers sont des fiduciaires de l'entreprise. Selon les doctrines juridiques classiques, les administrateurs et les managers, nous l'avons vu, auraient des devoirs fiduciaires envers les actionnaires en particulier (Boatright, 1994).

Aussi, derrière les modèles d'action de ces différentes parties, nous pouvons trouver un modèle classique de responsabilité, propre aux managers et aux administrateurs.

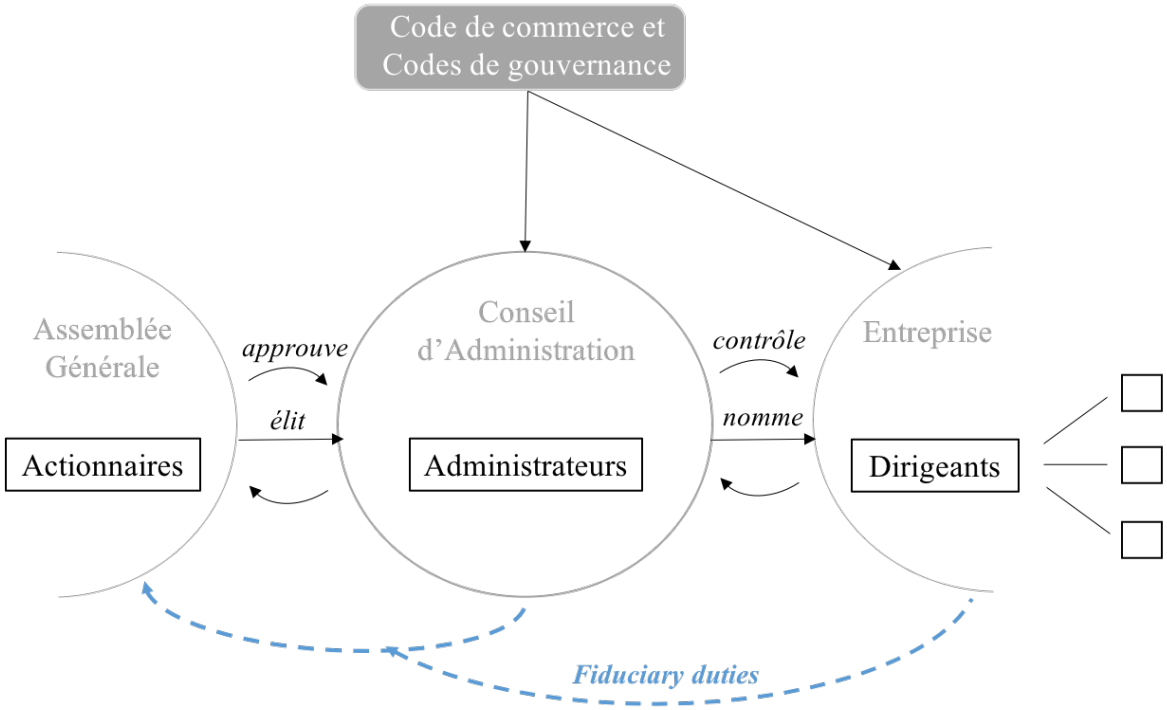


Figure 8: Le modèle classique de responsabilité en gouvernance d'entreprise[17]

Le modèle d'action classique de l'actionnaire associe ainsi à la figure classique de l'actionnaire une représentation de la gouvernance d'entreprise dans laquelle les capacités d'action des actionnaires sont restreintes mais la régulation des administrateurs et des dirigeants est assurée. Cette régulation permet de dégager également un « modèle classique de responsabilité » des administrateurs et des dirigeants, celui des devoirs fiduciaires que ces derniers devraient aux actionnaires de la société.

**

Au terme de ce premier chapitre, nous avons pu dresser le cadre historique et juridique qui a présidé à la représentation de l'actionnaire dans les théories classiques de la gouvernance d'entreprise. L'actionnaire est un acteur qui ne « gère pas » et donc les droits doivent être protégés. Ses capacités d'action sont cependant restreintes par le droit qui entend préserver la latitude d'action de la gestion de l'entreprise.

[17] En bleu et pointillé dans le schéma, puisqu'il ne s'agit pas d'un modèle d'action et qu'il ne s'agit que d'une représentation doctrinale de la responsabilité des managers et des administrateurs.

Les théories de la gouvernance d'entreprise fournissent un effort de rationalisation de la restriction et de l'encadrement des capacités d'action de l'actionnaire. Si elles divergent dans les modèles de gouvernance qu'elles défendent, elles convergent vers une figure archétypale de l'actionnaire, principalement caractérisée par la faiblesse de ses capacités d'action.

Nous appelons cette figure la figure classique de l'actionnaire. L'actionnaire est alors caractérisé en fonction de son lien à l'entreprise. En particulier, l'actionnaire est un acteur qui apporte une contribution financière à l'entreprise, il a des attentes spécifiques à son égard en termes de valeur actionnariale, ses capacités d'action sont cependant limitées alors que son exposition au risque est importante.

À cette figure classique de l'actionnaire s'ajoute un modèle d'action classique de l'actionnaire. Ce modèle d'action s'inscrit dans un modèle simplifié de la gouvernance dans lequel l'actionnaire se situe en amont du conseil d'administration qui lui-même se situe en amont de la gestion. Dans cette représentation, les actionnaires, représentés par l'assemblée générale, élisent les administrateurs et approuvent leurs résolutions. La charge de la gestion appartient aux dirigeants et son contrôle, aux administrateurs.

Dans ce modèle, les actionnaires sont protégés par la responsabilité limitée mais aussi par la régulation du conseil d'administration et de l'entreprise. En particulier, l'encadrement du rôle et des devoirs des dirigeants et des administrateurs permet de dégager un modèle classique de la responsabilité en gouvernance d'entreprise, dans lequel les administrateurs et les managers ont des devoirs fiduciaires à l'égard des actionnaires.

La figure classique de l'actionnaire et les modèles d'action qui y sont associées forment une représentation théorique, et spécifique, de la gouvernance d'entreprise. Cette représentation peut cependant être contestée, notamment au regard des évolutions contemporaines de la figure de l'actionnaire. Nous nous efforcerons aussi dans le chapitre suivant de confronter la figure classique de l'actionnaire aux observations empiriques sur l'identité des actionnaires et leurs pratiques actionnariales.

Chapitre 2

L'industrialisation de l'actionnariat : Une extension des capacités d'action sur l'entreprise des actionnaires

I. LA TRANSFORMATION DE L'ACTIONNARIAT ET LA REMISE EN QUESTION DES THEORIES DE LA GOUVERNANCE 58
a. La transformation de l'actionnariat et l'émergence des investisseurs institutionnels 58
b. La transformation de l'actionnariat, un vide théorique en gouvernance d'entreprise 61

II. LE DEPLOIEMENT DE NOUVELLES CAPACITES D'ACTION DE L'ACTIONNAIRE : UNE INDUSTRIALISATION DE L'ACTIONNARIAT 65
a. De nouvelles figures d'acteurs : l'intermédiation actionnariale et l'industrie de la gestion d'actifs 66
b. La gestion d'actifs et la professionnalisation de la fonction actionnariale 67

III. LES IMPLICATIONS D'UN ACTIONNARIAT INDUSTRIALISE POUR LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE : LE DEFI D'UNE GOUVERNANCE DE L'ACTIONNARIAT 76
a. Les figures de l'industrialisation de l'actionnariat : Le gérant passif et le gérant alternatif 76
b. Influence et risques pour l'entreprise d'une industrialisation de l'actionnariat 78
c. Les nouveaux défis posés à la gouvernance d'entreprise par l'industrialisation de l'actionnariat 82

Comme tout archétype, la figure classique de l'actionnaire demeure une représentation simplifiée d'un ensemble diversifié d'acteurs. Néanmoins, la validité d'un archétype réside dans sa capacité à donner une représentation unifiée qui aide à l'appréhension et à la compréhension de cette diversité qu'elle sous-tend.

C'est pourquoi, après avoir dégagé une figure classique de l'actionnaire dans les théories de la gouvernance et des modèles d'action qui sont associés, nous procéderons dans ce chapitre à l'évaluation de la pertinence de cette représentation.

Pour ce faire, nous nous appuyons sur un corpus varié, composé d'une revue de littérature multidisciplinaire sur les observations empiriques en matière de pratiques actionnariales, ainsi que de données secondaires tirées de la littérature grise, que nous avons complétés de données primaires constituées d'entretiens avec des experts et praticiens de la gouvernance d'entreprise en France. Nous commencerons par introduire l'idée d'une transformation de l'actionnariat et analyser son impact sur les débats en gouvernance d'entreprise (I). Cela nous permettra de souligner une inadéquation entre les figures contemporaines d'actionnaires et le modèle d'action classique de l'actionnaire. Nous nous efforcerons alors de décrire comment de

« nouveaux » et importants actionnaires ont vu leurs capacités d'actions se déployer et contribuer à une industrialisation de l'actionnariat (II). Cela nous conduira enfin à dresser une typologie de figures actualisées de l'actionnaire pour discuter de ses implications pour la gouvernance d'entreprise (III).

I. La transformation de l'actionnariat et la remise en question des théories de la gouvernance

Les théories de la gouvernance d'entreprise supposent une figure classique de l'actionnaire, stable au cours du temps et relativement homogène au sein des entreprises. La catégorie d'actionnaires regroupe cependant des acteurs aussi variés que de petits investisseurs individuels, de grandes familles, les États ou des sociétés financières (Almeida, 2015 ; La Porta, Lopez-de-Silanes et Shleifer, 1999). En particulier, le rôle croissant des sociétés financières, bien souvent des investisseurs institutionnels, semble renverser les représentations classiques des théories de la gouvernance d'entreprise (Gomez, 2009 ; Ryan et Schneider, 2003).

Nous proposons ici de revenir sur cette transformation de l'actionnariat contemporain, et plus spécifiquement sur l'émergence des investisseurs institutionnels (a), pour ensuite discuter de l'impact de cette transformation sur les débats en gouvernance d'entreprise (b).

a. La transformation de l'actionnariat et l'émergence des investisseurs institutionnels

La figure classique de l'actionnaire s'est construite dans les théories de gouvernance d'entreprise avec pour toile de fond le diagnostic initial posé par Berle et Means de dispersion du capital (cf. Chapitre 1, II.). Cependant, ce diagnostic propre aux économies anglo-saxonnes n'était pas forcément partagé dans les autres grandes économies mondiales (cf. Chapitre 1, I.). L'Allemagne, le Japon et la France, nous l'avons vu, se caractérisaient plutôt par la concentration de leur capital. Cependant, au-delà de ces différences géographiques, la structure du capital de la plupart des grandes sociétés cotées mondiales a récemment connu de grandes transformations qui semblent borner historiquement l'image du petit actionnaire atomisé et les analyses de Berle et Means.

i. La montée en puissance des investisseurs institutionnels dans le capital des grandes sociétés cotées

Depuis les années 1980, une figure particulière d'actionnaire, les investisseurs institutionnels, a fait une entrée fulgurante sur les marchés de capitaux et en conséquence dans le capital des entreprises (Auvray, Dallery et Rigot, 2016). Au sens strict, les investisseurs institutionnels sont des intermédiaires financiers qui mutualisent des fonds en proposant des solutions d'épargne collective. Ce sont des fonds de pension, des fonds d'épargne salariale ou des compagnies d'assurance. Au sens large, les investisseurs institutionnels regroupent tous les investisseurs

professionnels[18], que ce soient des sociétés de gestion d'actifs, des fonds souverains ou encore les *hedge funds* (Parachkévova, 2015).

Au début des années 2000, ces investisseurs représentaient 70% de la détention d'actions aux États-Unis (Jacobs, 2011), et 67% à la fin des années 1990 au Royaume-Uni (Franks et Mayer, 1997). En Europe continentale, où l'actionnariat était historiquement plus concentré, les investisseurs institutionnels participent d'une certaine dilution du capital. La part des ménages a baissé à 10% du capital des grandes sociétés européennes cotées (Davydoff, Fano et Qin, 2013). Les gros actionnaires nationaux traditionnels se voient, eux, largement dépassés par les investissements directs étrangers qui sont passés de moins de 10% en 1970 à 35% en 2012 (Davydoff, Fano et Qin, 2013). Ces investisseurs étrangers sont bien souvent des investisseurs institutionnels dont les pratiques d'investissements sont mondialisées (Morin, 1998). À l'inverse, le poids des banques et des participations d'autres groupes commerciaux a fortement diminué. Les banques ne représentent plus que 10% de l'actionnariat en 2012, alors qu'elles avaient atteint 25% en 1990. Les sociétés commerciales non financières, quant à elles, sont passées de plus de 30% en 1970 à 20% en 2012. Enfin, la participation des investisseurs institutionnels nationaux s'est au contraire renforcée et passe de 15% en 1970 à près de 30% en 2012 (Davydoff, Fano et Qin, 2013).

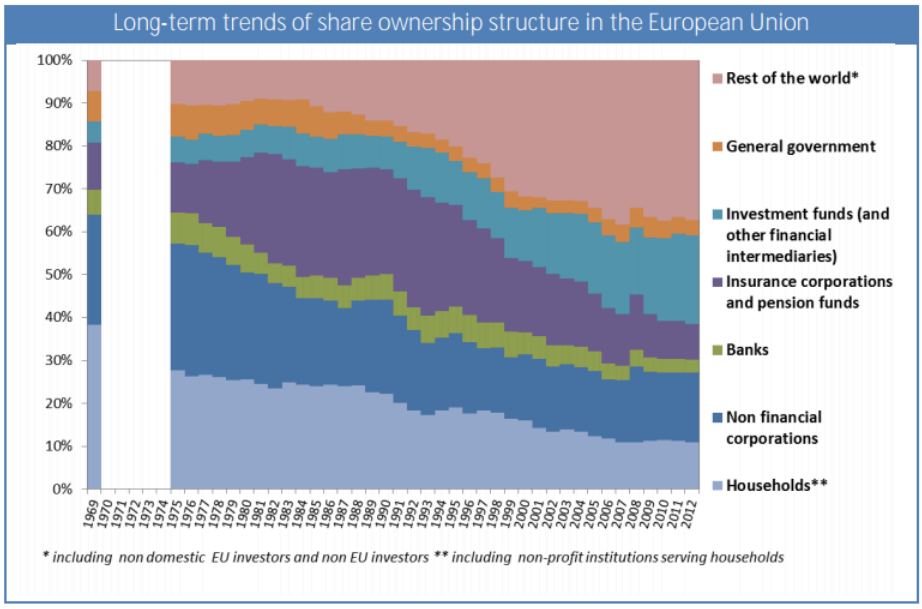


Figure 9: Évolution de la structure de l'actionnariat des grandes sociétés cotées au sein de l'Union Européenne
(Source : Davydoff et al., 2013)

[18] À l'instar d'Irène Parachkévova (Parachkévova, 2015), nous privilégierons dorénavant le terme d'investisseurs professionnels à celui d'investisseurs institutionnels, en référence à cette définition plus large de la catégorie d'investisseur institutionnel.

Ces observations montrent ainsi une tendance européenne et américaine dans l'évolution des structures actionnariales au sein desquelles les investisseurs institutionnels s'imposent de plus en plus comme un spécimen d'acteurs essentiels de la finance moderne.

Certains auteurs qualifient même ce phénomène de « reconcentration du capital » (Davis, 2008). Dès 1980, le juriste Robert Clark y voit une nouvelle étape du capitalisme qui appelle à des dispositifs dédiés. Après la figure de l'entrepreneur à la fois propriétaire et gérant, après la séparation de la propriété et du contrôle, le règne du *portfolio manager* instaure un nouvel ordre, celui de la séparation entre l'apport en capital (« *capital supplying* ») et la décision d'investissement (« *investment decision* ») (Clark, 1980).

ii. L'actionnariat des « investisseurs institutionnels », la complexification du lien à l'entreprise

À l'instar de la figure classique de l'actionnaire, les investisseurs institutionnels contribuent toujours à l'entreprise en apportant un capital financier. Cependant, ils ne possèdent pas ce capital en propre. Ils l'investissent pour le compte d'autres bénéficiaires.

Certains auteurs parlent alors du coût d'agence que représentent non plus seulement les managers mais aussi les intermédiaires financiers (Gilson et Gordon, 2013). Il y aurait aussi deux niveaux dans la relation d'agence, une relation d'agence entre les bénéficiaires et leurs intermédiaires financiers et une relation d'agence entre les bénéficiaires représentés par leurs intermédiaires financiers et les managers.

De plus, la maximisation de la valeur actionnariale ne semble plus pouvoir agréger les attentes des investisseurs institutionnels, dont les stratégies en matière d'investissement sont multiples et variées. Les demandes des investisseurs peuvent alors être très hétérogènes et compliquées à satisfaire pour les dirigeants (Connelly et al., 2010). En particulier, certains d'entre eux peuvent faire preuve d'opportunisme au détriment des autres actionnaires (Anabtawi et Stout, 2008).

Par ailleurs, l'idée d'un manque de compétence des actionnaires semble moins évidente lorsqu'il s'agit de professionnels de l'investissement. D'autant plus que sur le marché boursier, les exigences réglementaires en matière de transparence de l'information réduisent l'asymétrie d'informations entre investisseurs et managers (Welker, 1995). Certains investisseurs développent des stratégies sophistiquées de production d'information sur les sociétés dans lesquelles ils investissent, les autres les acquièrent. Le recours aux analystes financiers externes s'est d'ailleurs banalisé (Healy et Palepu, 2001). L'accès à l'information est un sujet d'avantage comparatif entre investisseurs (Akins, Ng et Verdi, 2011), ce qui peut encourager les investisseurs à rencontrer les entreprises pour acquérir par le dialogue de l'information privée (Ke et Petroni, 2004).

Enfin, certains auteurs contestent l'idée selon laquelle ces actionnaires seraient toujours de « purs » *residual claimants*. En effet, le développement de produits financiers dérivés, tels que

des *equity default swap*, permettent aux investisseurs de s'assurer contre, et ainsi de parier sur, le risque de défaut des sociétés. Ces techniques découplent l'intérêt économique que peut avoir un actionnaire dans une société, des droits de contrôle, et notamment de vote, qu'il a sur cette même société (Martin et Partnoy, 2005). Certains investisseurs professionnels ont pu développer des stratégies visant à influencer une entreprise grâce aux droits ouverts par la détention d'action pour asseoir et faire monter la valeur de la position négative qu'ils avaient pris par ailleurs sur la société, grâce à des produits dérivés (Anabtawi et Stout, 2008). Les juristes ont baptisé ses pratiques de découplage de l'intérêt économique et de droits de vote l'*empty voting*, soit le vote vide, dans la mesure où l'actionnaire ne supporte plus le risque économique que fait porter à la société son vote (Hu et Black, 2007).

Les investisseurs institutionnels semblent ainsi renverser la nature du lien qui lie une entreprise à son actionnariat et interrogent alors la figure classique de l'actionnaire dans la gouvernance d'entreprise.

b. La transformation de l'actionnariat, un vide théorique en gouvernance d'entreprise

La transformation de l'actionnariat au profit des investisseurs institutionnels n'est certes pas passée inaperçue en gouvernance d'entreprise. En particulier, ces derniers semblent régénérer les débats auxquels les théories classiques de la gouvernance ne semblaient plus pouvoir répondre. Cependant ces débats ne régénèrent pas à leur tour les modèles théoriques disponibles de la gouvernance d'entreprise.

i. Les investisseurs institutionnels au centre des débats de la gouvernance d'entreprise

Alors que la théorie de l'agence domine depuis la fin des années 1970 le champ de la gouvernance d'entreprise (Daily, Dalton et Cannella, 2003), les mécanismes supposés efficaces d'alignement de l'intérêt des managers sur celui des actionnaires ne produisent pas les effets escomptés. Les incitations, le contrôle des administrateurs et le contrôle par le marché ne permettent pas la régulation des managers. Les pratiques de rémunération des dirigeants ne se sont pas alignées sur la performance de la société et la valeur actionnariale (Tosi et al., 2000). De plus, la rémunération des managers apparaît comme une nouvelle source de conflit d'agence entre actionnaires et managers plutôt que comme une solution. Les managers développeraient des stratégies parfois frauduleuses pour s'assurer une rente managériale (Bebchuk, Fried et Walker, 2002 ; Bebchuk et Fried, 2003). Quant au conseil d'administration, il n'assurerait pas correctement son rôle de « *monitor* » des managers. Les administrateurs, aussi, feraient preuve d'opportunisme au détriment des actionnaires (Bebchuk et Cohen, 2005 ; Gordon, 2006). Enfin, les mécanismes de marché paraissent insuffisants. Les vagues de fusion-acquisition dans les années 1980 ont certes été célébrées pour leur effet « disciplinant » sur les managers (Shleifer

et Vishny, 1990). Cependant, la réaction managériale fut telle que de nombreuses sociétés ont adoptées des amendements anti-OPA, avec souvent, l'aval du législateur (Bratton et Wachter, 2010).

La montée en puissance des investisseurs institutionnels a alors constitué une nouvelle opportunité pour la gouvernance d'entreprise.

Au cours de ces mêmes années 1980, les investisseurs institutionnels, autrefois passifs en gouvernance, s'élevèrent contre les mécanismes anti-OPA contraires à leurs intérêts économiques, et commencèrent à s'engager en faveur des droits des actionnaires (Cheffins, 2015). En 1985, la première association d'investisseurs institutionnels, le Council for Institutional Investors, est créée. La même année, Robert Monks fonde ISS, la première agence de conseil en vote pour investisseurs institutionnels (Black, 1990). Ce réveil des investisseurs a été analysé comme un « mouvement social » (Davis et Thompson, 1994) ou comme la conscientisation nouvelle d'une « classe actionnariale » (Hansmann et Kraakman, 2001).

Pour certains juristes, cette nouvelle classe d'acteurs, plus professionnels et aux moyens plus conséquents que les *gadflies*, permet de remplir le vide laissé par des mécanismes de gouvernance d'entreprise jugés inefficaces (Black, 1991, 1992). Les appels en faveur de l' « *empowerment* » des actionnaires se font alors plus nombreux (voir par exemple Bebchuk, 2005 ; Dent Jr, 1989). Jensen et Meckling avaient d'ailleurs prédit dès 1976 que certains acteurs ou groupes d'acteurs pourraient se spécialiser dans le « *monitoring* » des managers s'ils bénéficiaient d'avantages compétitifs en la matière (Jensen et Meckling, 1976).

Les premiers cas d'activisme et de dépôt de résolution par des investisseurs institutionnels semblent à cet effet prometteurs. L'activisme d'un fonds de pension comme CalPERS a démontré qu'un investisseur institutionnel pouvait entrer dans un rapport plus soutenu avec les entreprises s'il estimait que ses performances n'étaient pas à la hauteur de ses attentes (Smith, 1996). Cependant, la promesse du *monitoring* des investisseurs institutionnels n'a pas convaincu tous les juristes (Thomas, 2008). En effet, les investisseurs demeuraient majoritairement passifs (Cheffins, 2015) et l'activisme de certains, plus ou moins opportunistes, pouvait détourner les managers de l'intérêt de l'ensemble des actionnaires et des intérêts long-terme de la société (Coffee, 1991 ; Rock, 1990 ; Romano, 1993).

La fulgurante percée des *hedge funds* dans le capital des sociétés a ravivé le débat dans les années 2000 (Cheffins, 2015). De nombreux *hedge funds* commencèrent à s'appuyer sur les mécanismes du gouvernement d'entreprise pour s'assurer une performance financière d'ordre supérieur (Partnoy et Thomas, 2006). Contrairement aux *gadflies*, ils en ont les moyens, et contrairement aux institutionnels classiques, les motivations (Bratton et Wachter, 2010). Les avocats du pouvoir actionnarial ont alors salué leur influence supposée positive sur la gouvernance d'entreprise (Bebchuk, 2013) et leur pouvoir d'entraînement sur les autres investisseurs institutionnels qui tendent à s'aligner sur le vote des activistes (Gilson et Gordon, 2013). En outre, l'activisme des *hedge funds* est apparu positivement corrélé à la performance du cours de l'action (Brav et al., 2008).

Cependant, au-delà du nouveau rôle que pourraient jouer ces investisseurs en gouvernance d'entreprise, ils semblent remettre en question les fondements théoriques des modèles de gouvernance.

ii. Une figure de l'actionnaire et des modèles d'action inadaptés à la transformation de l'actionnariat

La montée en puissance des investisseurs institutionnels dans le capital des grandes sociétés cotées a réinterrogé le rôle que pouvait jouer les actionnaires en gouvernance d'entreprise mais n'a pas réinterrogé les modèles théoriques de la gouvernance. Or les investisseurs institutionnels constituent des actionnaires radicalement différents de la figure classique supposée par les théories de la gouvernance d'entreprise.
En particulier, l'importance croissante des investisseurs institutionnels remet en question de nombreuses hypothèses des théories économiques de l'entreprise, telles que la théorie de l'agence, qui insistent sur la créance résiduelle des actionnaires et l'efficience des marchés (Gomez, 2009). L'expérience des années 1980-2000 tend plutôt à souligner la manière dont les intermédiaires financiers et autres professionnels de l'investissement ont développé des stratégies d'investissement les désintéressant du risque de moyen-long-terme de l'entreprise. Au contraire, la financiarisation des entreprises et des marchés a contribué à déplacer le risque des investisseurs vers la société civile dans son ensemble (Fimbel et Karyotis, 2011).

De plus, les investisseurs institutionnels réinterrogent les questions de dynamiques de pouvoir entre les actionnaires et les managers (Ryan et Schneider, 2003). Ce rapport de pouvoir est absent de la théorie de l'agence. Quant à la *stakeholder theory*, qui intègre les rapports de pouvoir, elle n'envisage les actionnaires que comme une seule et même classe de partie prenante, sans prendre en compte la diversité en termes de pouvoir au sein même des actionnaires et entre, par exemple, investisseurs institutionnels (Ryan et Schneider, 2003).

Les investisseurs institutionnels réinterrogent ainsi les théories de la gouvernance d'entreprise qui se fondent sur une figure classique de l'actionnaire inadaptée à la transformation de l'actionnariat. Comment repenser en conséquence la gouvernance d'entreprise ? Quelles nouvelles représentations de l'actionnaire donner ? Et comment décrire les modèles d'action de ces actionnaires infiniment plus complexes que la figure du petit porteur individuel ?

Nous nous proposons aussi dans ce second chapitre de répondre au vide théorique laissé en gouvernance d'entreprise par la transformation de l'actionnariat en commençant par fournir une caractérisation nouvelle de la figure de l'actionnaire.

*

Ainsi, la transformation de l'actionnariat contemporain renverse la figure classique de l'actionnaire. La montée en puissance des investisseurs institutionnels dans le capital des grandes sociétés cotées ont complexifié la nature du lien que les entreprises entretenaient avec leurs actionnaires. L'investisseur institutionnel est aujourd'hui au centre des débats en gouvernance d'entreprise.

Cependant, ces débats tendent à se focaliser sur le rôle de régulateur que pourraient jouer ces actionnaires pour l'entreprise et sa gouvernance. Ils ignorent en conséquence les modifications que les investisseurs institutionnels peuvent apporter à la représentation même de la gouvernance d'entreprise. En effet, les théories de la gouvernance d'entreprise continuent d'en référer à la figure classique de l'actionnaire. La transformation de l'actionnariat modifie ainsi les prémisses-mêmes des modèles de gouvernance. Comment répondre à ce vide théorique d'une gouvernance d'entreprise qui répondent aux nouveaux enjeux posés par la transformation de l'actionnariat ?
Dans cette thèse, nous proposons de contribuer à cette vaste question à partir d'une analyse des figures contemporaines de l'actionnaire et de leurs modèles d'action. En particulier, comment caractériser les pratiques actionnariales des investisseurs institutionnels ? Quels outils, quelles techniques utilisent-ils ? Quelles implications pour l'entreprise et sa gouvernance ? Pour répondre aux interrogations nouvelles que posent les investisseurs institutionnels à la gouvernance d'entreprise, nous nous proposons d'explorer ces « capacités d'action » dont disposent dorénavant ces actionnaires.

II. Le déploiement de nouvelles capacités d'action de l'actionnaire : une industrialisation de l'actionnariat

Les investisseurs institutionnels transforment la figure de l'actionnaire et en particulier son modèle d'action. Plus spécifiquement, les capacités d'action sur l'entreprise des investisseurs institutionnels sont bien plus étendues que celles supposées par la figure classique de l'actionnaire

Nous avons alors procédé à une enquête approfondie de ces capacités d'action, en combinant une revue de littérature empirique à diverses sources secondaires, des études de marché, des rapports d'entreprise, des rapports d'associations professionnelles et d'organismes de régulation, mais aussi des articles de presse. Nous avons complété cette analyse par une série d'entretiens avec des professionnels de la gouvernance d'entreprise et de l'investissement.

Notre étude nous a alors amené à expliquer les capacités d'action de l'actionnaire par la professionnalisation de l'investissement et par le développement d'une industrie particulière, la gestion d'actifs. Nous appelons ce déploiement des capacités d'action de l'actionnaire un phénomène d'industrialisation de l'actionnariat caractérisé par la division et la spécialisation de la fonction actionnariale le long d'une chaîne d'intermédiation actionnariale. Nous commencerons aussi par décrire les nouvelles figures d'acteurs de la gestion d'actifs (a) pour ensuite nous intéresser aux capacités d'action des gérants d'actifs (b).

Encadré 1
Liste des entretiens conduits auprès de professionnels de la gouvernance d'entreprise

1) Entretien du 10/11/2015 auprès d'un directeur de la gestion « actions » européennes dans une société de gestion
2) Entretien du 05/07/2016 auprès d'une responsable gouvernance dans une société de gestion
3) Entretien du 08/07/2016 auprès d'un ancien analyste gouvernance chez ISS (agence de conseil en vote)
4) Entretien du 15/09/2016 auprès du Directeur Général d'une agence de conseil en vote
5) Entretien du 04/10/2016 auprès de la Présidente de l'Association de Défense des Actionnaires Minoritaires (ADAM)
6) Entretien du 28/09/2017 auprès du Président fondateur d'une agence de conseil en vote
7) Entretien du 26/02/2018 auprès d'un directeur de la gestion « action » et de la recherche dans une société de gestion
8) Entretien du 24/04/2018 auprès d'un gérant d'actifs dans une société de gestion
9) Entretien du 07/05/2018 auprès d'une gérante d'actifs dans une société de gestion

a. De nouvelles figures d'acteurs : l'intermédiation actionnariale et l'industrie de la gestion d'actifs

Les investisseurs institutionnels sont des intermédiaires financiers qui recouvrent un certain nombre d'activités spécifiques. Au sens strict, nous l'avons expliqué, les investisseurs institutionnels sont des collecteurs d'épargne collective, que ce soit de l'épargne-retraite, de l'épargne salariale ou d'assurance-vie. Ces derniers n'émettent pas forcément la décision d'investissement et peuvent confier la gestion en propre de l'épargne qu'ils mutualisent à une mais généralement plusieurs sociétés de gestion d'actifs afin de diversifier leur risque. C'est au gérant d'actifs que revient en définitive la décision d'investissement mais aussi un certain nombre de prérogatives de l'actionnaire telles que l'exercice des droits de vote.

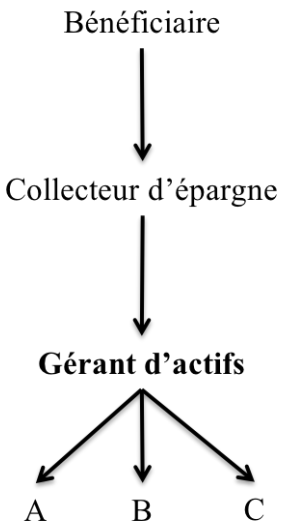


Figure 10: La chaîne d'intermédiation actionnariale

Dans cette chaîne actionnariale, nous retrouvons la figure du petit épargnant en amont de la chaîne. Cependant, ce petit épargnant confie son épargne à un collecteur d'épargne, soit un investisseur institutionnel, en charge de mutualiser l'épargne d'autres petits épargnants qui deviennent alors ses souscripteurs. Le gérant d'actifs qui intervient en aval de la chaîne peut lui gérer cette épargne par « mandat », la gestion pour compte de tiers ; l'investisseur institutionnel est alors client de la société de gestion, mais il peut aussi gérer cette épargne directement en ouvrant des fonds collectif, tels que les OPCVM en France (Organismes de placement collectif de valeurs mobilières), dans lesquels les investisseurs peuvent prendre des parts.

Le métier du gérant d'actifs consiste alors à gérer professionnellement des fonds qu'il investit sur les marchés financiers. Ce métier représente aujourd'hui un domaine d'activité et une

industrie, au poids conséquent dans l'économie mondiale. En 2016, l'industrie de la gestion d'actifs représentait, tous actifs confondus, près de 70 000 milliards de dollars d'actifs (Boston Consulting Group, 2017). BlackRock, qui fait figure de leader mondial de la gestion d'actifs, gérait début 2018 plus de 6 000 milliards de dollars d'encours (Landon, 2018) dont, selon ses propres chiffres, près de 50% en actions (BlackRock, 2017a).

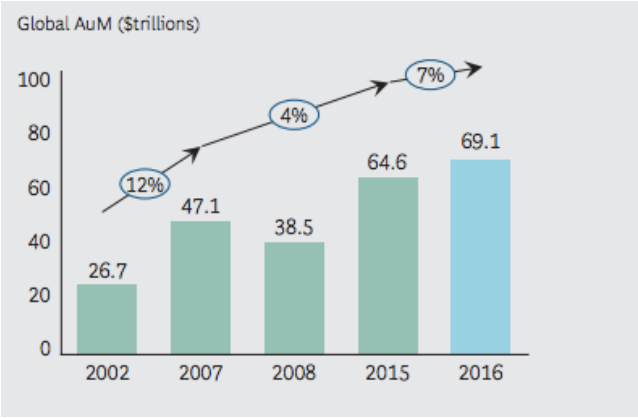


Figure 11: Évolution des actions sous gestion dans le monde de 2002 à 2016
(Source : BCG, 2017)

Ces tendances se confirment au niveau régional. En Europe plus particulièrement, le marché de la gestion d'actifs continue également de croître. En 2016, les encours atteignaient le niveau record de 22 800 milliards d'euros (Efama, 2017). Le poids plus spécifique des actions étaient de 32% en 2015, soit près de 7 296 milliards d'euros (Efama, 2017).

Ainsi la chaîne d'intermédiation actionnariale organise-t-elle une division du travail qui a participé au développement d'une industrie de l'investissement spécifique. Cependant, plus qu'une division du travail, la gestion d'actifs correspond également à une spécialisation de l'investissement. Le gérant d'actifs est un professionnel de l'investissement, qui professionnalise à son tour la fonction actionnariale.

b. La gestion d'actifs et la professionnalisation de la fonction actionnariale

La participation des gérants d'actifs aux marchés boursiers s'est accompagnée d'une professionnalisation de l'actionnaire et d'une rationalisation de ses deux principales fonctions que sont la gestion de l'investissement et la gestion des droits actionnariaux. En particulier, les gérants d'actifs se sont emparés et ont développé des techniques d'investissement spécifiques mais ont aussi équipé et instrumenté le vote en assemblée générale.

i. Le développement de techniques d'investissement

Le gérant d'actifs est un acteur de la finance de marché. Aussi, ses outils et méthodes actionnariaux proviennent-ils d'une réflexion portant sur un marché boursier des actions. Au premier rang desquels nous retrouvons un corpus théorique spécifique, celui de la théorie moderne du portefeuille. En 1952, Harry Markowitz publie un article fondateur pour la gestion d'actifs, le célèbre « Portfolio Selection » qui donne naissance à la théorie moderne du portefeuille. Dans cet article, Markowitz formalise la relation intuitive que les investisseurs établissaient auparavant entre la rentabilité et le risque d'un titre, qu'il généralise à un ensemble d'investissement (Miller, 1999). Markowitz explique que tout investisseur rationnel, qui cherche donc à maximiser la rentabilité de ses investissements sur un marché tout en minimisant le risque pris, devrait considérer le couple rentabilité-risque non pas du titre d'une entreprise en particulier mais d'un portefeuille de titres (Markowitz, 1952). Dans cette configuration, ce n'est pas la performance intrinsèque d'un titre qui doit être recherchée, mais sa performance relative aux autres titres disponibles sur le marché et relative aux autres titres qui composent le portefeuille de l'investisseur. Le portefeuille de marché est donc un portefeuille optimal puisqu'il reproduit l'ensemble des valeurs d'un marché et ne s'expose plus qu'au risque systémique du marché lui-même.

La mathématisation de la décision d'investissement telle que la développe Markowitz et par la suite William Sharpe avec le Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers, qui définit la rentabilité d'un titre comme une fonction de sa prime de risque sur un marché spécifique, assoit le corpus théorique de référence de la gestion de portefeuille dont se sont emparés les investisseurs (Walter, 2005).

> « C'est une société que l'on aime bien, assez réactive, un parfumeur avec des innovations rapides. Mais si on est en situation de reprise de cycle : il va y avoir plus d'avions vendus, plus de voitures, donc c'est dans la peinture qu'il faut investir, pas dans les parfums. »
>
> Gérant d'actifs dans une société de gestion.

Ces modèles ont alors trouvé leur traduction dans les styles de gestion développés par les gérants d'actifs. Appuyés par le développement des nouvelles technologies de l'information et de la communication, la technicisation de la gestion d'actifs a transformé les pratiques des investisseurs. L'informatisation a facilité le développement rationnalisé de larges portefeuilles sur divers marchés internationaux. La dématérialisation des titres à partir des années 1980 et l'informatisation des systèmes d'échanges sur les marchés boursiers ont permis aux investisseurs de composer et de gérer leurs portefeuilles d'action en temps réel (Karyotis, 2010). De nombreuses plateformes financières comme Bloomberg ou Facset rassemblent l'information publique de la plupart des émetteurs du monde. Ces informations sont disponibles à tout moment sur tout l'univers d'investissement d'un même investisseur et permettent des agrégations et des calculs de ratios qui standardisent le raisonnement de l'investisseur.

1. La standardisation d'une gestion de portefeuille *low cost*

La théorie moderne du portefeuille a connu une application directe dans un style de gestion spécifique, à savoir la gestion passive. La gestion passive ou gestion indicielle est une technique de gestion qui s'inspire des conclusions de Markowitz et reproduit la performance d'un même marché, représenté par un indice de référence (Walter, 2005). Aussi, plutôt que d'entrer dans l'analyse longue et coûteuse des qualités financières d'un titre, le gérant indiciel compose son portefeuille en répliquant l'ensemble des valeurs d'un indice, telle que le CAC40, en imitant également leur pondération dans l'indice. L'activité de gestion se limite ensuite à ajuster la pondération des valeurs en suivant l'indice ou à suivre, plus rarement, les entrées et les sorties de l'indice. Le gérant, passif puisqu'il investit de manière indicielle, et que les valeurs composant les indices évoluent peu ou lentement, est donc par définition un investisseur de long-terme (Kay, 2012).

Encadré 2

La gestion passive, un champ d'innovation : les ETF et les stratégies *smart beta*

La gestion indicielle s'est aussi dotée de nouveaux véhicules tels que les Exchange Traded Funds (ETF). Ces fonds indiciels se distinguent des fonds passifs traditionnels en ce qu'ils sont cotés directement en bourse. Cette innovation facilite et rend la gestion encore moins coûteuse puisque le fonds suit l'indice de manière automatisée et qu'un unique ordre d'achat et de vente est nécessaire pour investir dans l'ensemble des valeurs qui composent l'indice (Kosev et Williams, 2011 ; Poterba et Shoven, 2002).

La gestion passive s'est également raffinée, et a développé d'autres approches semi-indicielles, légèrement plus coûteuses mais censées procurer des rendements plus élevés. La gestion « *smart beta* » par exemple est un style de gestion qui à l'instar de la gestion indicielle reproduit les valeurs d'un benchmark mais qui en fait varier la pondération en fonction d'autres critères que la capitalisation boursière (Kahn et Lemmon, 2016). L'approche « value » par exemple ajuste le poids des valeurs dans son portefeuille en fonction d'une autre estimation de la valeur des titres. Les titres que le gérant *smart beta* en *value* estimera surévalués ou sous-évalués par le marché recevront une pondération ajustée à leur plus ou moins grande valeur. Par exemple, la pondération des petites et moyennes sociétés inférieures par définition dans la gestion indicielle pourra être réévaluée. De manière similaire, l'approche *volatility* est une stratégie de *smart beta* pour ajuster et réduire la volatilité d'un portefeuille indiciel. Enfin, des approches multifactorielles peuvent être conduites, qui vont combiner par exemple *value* et *volatility*.

De manière générale, la gestion passive est un style de gestion largement plébiscité. C'est une stratégie de gestion d'actifs « *low cost* » pour le gérant et pour le client, puisqu'il ne s'agit que

de se caler avec plus ou moins de raffinement sur un indice de référence, tout en garantissant le niveau de rentabilité de l'indice. En 2003, la gestion passive ne comptait que pour 9% de la gestion d'actifs mondiale. En 2016, elle a atteint 18% et les estimations pour 2021 la porte à 20% (Boston Consulting Group, 2017). BlackRock, par exemple, comptabilise 1232 fonds spécialisés dans l'investissement en actions dont 326 fonds spécialisés dans la gestion passive[19].

Que reste-t-il alors de la gestion « active », une gestion qui ne soit pas indicielle ? Elle semble régresser fortement. En 2003, la gestion « active » représentait 57% de la gestion d'actifs mondiale. En 2016, elle n'en représente plus que 29% (Boston Consulting Group, 2017). Les techniques de gestion passive se sont tellement diffusées que même certaines formes de gestion active ont de plus en plus recours à des modèles mathématisés pour décider de leurs investissements. Aussi, en 2016, l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (ESMA) lançait une enquête sur les « *closet index funds* », ces fonds de gestion dite active qui recouvreraient en réalité des activités de gestion passive déguisée, aux tarifs de la gestion active[20] pour leurs clients.

> « La place laissée à la gestion active s'est réduite. La gestion quantitative s'est développée à la faveur de la gestion indicielle passive et de la gestion active benchmarkée. Même la gestion active fondamentale est évaluée en fonction de la dispersion par rapport à l'indice. »
>
> Directeur de la gestion « action » dans une société de gestion

2. L'optimisation d'une gestion de portefeuille « haut de gamme »

La gestion active est en effet une stratégie de gestion coûteuse puisqu'elle implique un suivi régulier des entreprises du marché. Ceci explique d'ailleurs en partie le succès parallèle d'un autre style de gestion, la gestion alternative. Comme toute industrie très compétitive, le marché de la gestion d'actifs oppose aux stratégies *low cost* de réduction des coûts, des stratégies « haut de gamme » censées se différencier par la qualité de leurs méthodes d'investissement et leurs rendements supérieurs.

La gestion alternative, le style de gestion pratiqué par les *hedge funds*, se caractérise par des méthodes d'investissement d'optimisation du risque et de recherche de « *hedge* ». Elle promet des performances largement supérieures aux performances du marché grâce à un style d'investissement à l'avant-garde des prédictions de marché. Bien que ses promesses soient sujettes à discussion (Amin et Kat, 2003 ; Griffin et Xu, 2009), la gestion alternative a rencontré un important succès dans les dernières années. En 2003, elle représentait 9% de la gestion mondiale d'actifs. En 2016, elle est portée à 15% (Boston Consulting Group, 2017). Ce

[19] Voir le site de Blackrock (dernière consultation : 25/03/2018) : https://www.blackrock.com/fr/intermediaries/products/product-list#!type=all&tab=overview&view=list

[20] Pour plus d'informations, voir sur le site de l'ESMA, en particulier : https://www.esma.europa.eu/document/public-statement-supervisory-work-potential-closet-index-tracking (dernière consultation: 15/10/2018)

qui est notable, surtout, c'est la part qu'elle représente dans les revenus issus de la gestion d'actifs. La gestion alternative est l'un des styles de gestion les plus rentables. En 2003, elle dégage 28% des bénéfices de la gestion mondiale d'actifs. En 2016, elle représente 42% des revenus (Boston Consulting Group, 2017).

La gestion alternative a été beaucoup décriée pour certaines pratiques jugées agressives (Harmes, 2002). Le *hedge fund* est d'ailleurs souvent présenté comme l'archétype de l'investisseur de court-terme, voire court-termiste (Kahan et Rock, 2007). Les *hedge funds* sont souvent soupçonnés d'*insider trading* et certaines études attestent en effet d'un accès privilégié de certains *hedge funds* à de l'information privée, sensible, dont ils feraient parfois une utilisation abusive (Agarwal et al., 2013 ; Gao et Huang, 2016 ; Massoud et al., 2011). Les *hedge funds* se distinguent également par leur activisme soutenu (Brav et al., 2008 ; Gilson et Gordon, 2013 ; Illig, 2007) mais aussi par leur recours à l'*empty voting* et autres méthodes de découplage de l'intérêt économique et de l'exercice d'un contrôle actionnarial (Anabtawi et Stout, 2008 ; Partnoy et Thomas, 2006).

La gestion d'actifs a donc profondément transformé le paysage de l'investissement. Mais elle transforme également le paysage de l'actionnariat par le rôle que vont jouer les gérants d'actifs dans la gouvernance d'entreprise. Ces derniers sont en charge de l'exercice des prérogatives de l'actionnaire en gouvernance et notamment du vote en assemblée générale. Bien que les *hedge funds* font largement usage de leurs prérogatives d'actionnaires pour leurs investissements, la majorité des gérants d'actifs et des investisseurs institutionnels adoptent un positionnement passif vis-à-vis de l'entreprise.

ii. La rationalisation et l'instrumentation du contrôle actionnarial : l'apparition des agences de conseil en vote

Les gérants d'actifs sont des professionnels de l'investissement. Les *hedge funds* usent de l'activisme en gouvernance comme d'une opportunité stratégique permettant d'influencer les décisions de l'entreprise et les amener à des décisions plus favorables pour leurs investissements. Les autres gérants d'actifs, aux stratégies d'investissements moins élaborées, se représentent la gouvernance d'entreprise comme un « coût » qu'il s'agit de minimiser.

> « Pour beaucoup [de gérants d'actifs], il n'y a pas de véritable enjeu, hormis celui de l'éventuelle mise en cause de leur responsabilité, à participer à la gouvernance, pas plus qu'à exercer leurs droits de vote. Au contraire, le vote s'avère coûteux. Ils peuvent avoir dans leur portefeuille 40, 80, voire 150 sociétés différentes, qui toutes tiendront leur assemblée générale au cours de la même période. Comment suivre l'information donnée simultanément par toutes ces sociétés et se forger une opinion sur les résolutions présentées ? »
>
> Présidente de l'ADAM

En 2016, BlackRock gérait 1232 fonds qui étaient actionnaires de plus de 17 000 sociétés (BlackRock, 2017b). La taille des portefeuilles gérés constitue un obstacle organisationnel à une attention particulière pour les entreprises dans lesquelles les gérants ont des participations. En effet, assurer le suivi de chaque société exigerait des ressources matérielles coûteuses. C'est ainsi qu'à la fin du XXème siècle, en France, de nombreuses assemblées générales se tenaient en seconde convocation puisqu'elles ne parvenaient pas à obtenir le quorum requis en première convocation (d'après Colette Neuville dans Belinga et Segrestin, 2018). De nombreux gérants d'actifs désertaient les assemblées générales. Au début du XXIème siècle, à l'instar de nombreux pays, la France a alors créé une obligation légale pour les investisseurs de voter en assemblée générale selon le principe *Comply or Explain*, mais aussi de publier une politique de vote justifiant des orientations de vote des investisseurs (art. L.533-22 du Code monétaire et financier). Les gérants d'actifs se sont alors dotés d'équipes dédiées à la gouvernance d'entreprise. Ces équipes ont aujourd'hui tendance à se renforcer mais restent en nombre réduit au regard du nombre d'entreprise suivies. En France, les personnes en charge d'assurer le vote au sein des sociétés de gestions sont en moyenne au nombre de deux à quatre personnes (AFG, 2017). Ainsi, le leader BlackRock votait en 2017 à 17000 assemblées générales en s'appuyant sur une équipe de 30 personnes (BlackRock, 2017b). Cette équipe déclarait s'être activement engagée auprès de 1274 entreprises (BlackRock, 2017b)… De même, seulement quatre personnes constituent l'équipe gouvernance d'Amundi (Amundi, 2017), qui concentre les plus gros encours européens et vote dans près de 2600 assemblées (Amundi, 2016).

Les stratégies de réduction des coûts en matière de gouvernance d'entreprise ont favorisé l'émergence d'un autre type d'acteur dans cet écosystème d'un actionnariat industrialisé. Les gérants d'actifs ont aujourd'hui massivement recours à des sous-traitants pour l'exercice des prérogatives de l'actionnaire, à savoir les *proxy advisors* ou agences de conseil en vote. Les *proxy advisors* sont un autre maillon de la chaîne d'intermédiation actionnariale. Ce sont des intermédiaires du vote et de la gouvernance pour investisseurs professionnels. Ces spécialistes de la gouvernance rassemblent l'information jugée pertinente, formulent des conseils en matière de vote et d'engagement et fournissent des plateformes de vote qui collectent les instructions de vote de leurs clients (McCahery, Sautner et Starks, 2016). Fondée en 1985, Institutional Shareholder Services (ISS) est la principale agence de conseil en vote et fait figure de référence en matière de gouvernance d'entreprise au niveau international (Belinfantini, 2009). Le recours au *proxy advisors* s'est diffusé parmi les investisseurs professionnels depuis l'obligation de vote en assemblée générale et de publication d'une politique de vote. Cette dernière disposition fut perçue comme un coût additionnel pour les gérants d'actifs qui préférèrent avoir recours aux politiques de vote produites par un intermédiaire (Larcker, McCall et Ormazabal, 2015). Bien que l'agence reste encore dominante, ISS partage son marché avec un autre *proxy advisors* Glass Lewis and Co depuis 2005. À l'échelle française, l'agence de conseil en vote Proxinvest, déclarée indépendante, était créée en 1995.

Les *proxy advisors* ont fait l'objet de nombreux débats en gouvernance. Les agences de conseil en vote ne sont sujettes à aucune législation ou contrôle réglementaire, ce qui en fait des acteurs « irresponsables » (Belinfantini, 2009). Par ailleurs, elles ont tendance à donner des conseils standardisés en matière de gouvernance et ont donc été critiquées pour leur regard « one-size

fits all » (Gordon, 2009) qui ignore les situations particulières à chaque entreprise (Iliev et Lowry, 2015). Les positions prises par les agences de conseil en vote semblent d'ailleurs suivre assez rigidement les grandes tendances en gouvernance d'entreprise (Belinfantini, 2009).

> « ISS n'est pas créateur de normes, ce sont des normes *market-pull*, déjà existantes, qu'ils reprennent à leur compte. Par exemple, les politiques de vote « sociales » d'ISS ont soit été conçues à la demande des clients, soit perçues comme des opportunités de marché pour des clients spécifiques.
> Il ne s'agit pas de défendre une vision de la gouvernance spécifique mais de répondre aux demandes '*in line with best practices'*, ces dernières provenant des différents rapports des différentes commissions sur le sujet (comme le rapport de Cadburry de 1992). Les normes ISS proviennent toutes de normes promues par des organismes plus légitimes (par exemple le code de gouvernance français, le code Afep-Medef). »
>
> Ancien analyste gouvernance chez ISS

On retrouve dans ces tendances la défense des actionnaires minoritaires, et avec elle donc, l'idée d'une égalité de traitement entre des actionnaires – citoyens de la société.

> « Nous sommes des minoritaires, nous défendons les minoritaires. C'est un sujet d'intérêt général. »
>
> Président d'une agence de conseil en vote

Ensuite, les *proxy advisors* ont souvent un rôle « double » puisqu'ils conseillent à la fois les investisseurs professionnels mais aussi les entreprises dans lesquelles ils investissent qui souhaitent anticiper les prises de positions de leurs actionnaires (Alexander et al., 2009). Cela les dote d'une forte influence sur la gouvernance voire même sur la stratégie des entreprises. Le vote favorable des actionnaires à la fusion ente HP et Compaq en 2002 aurait été remporté par la publication d'un avis favorable d'ISS peu avant l'assemblée générale (Alexander et al., 2009).

De nombreux fonds plus actifs ne suivent pourtant pas toujours les recommandations d'ISS (Iliev et Lowry, 2015), les *proxy advisors* semblent plutôt servir d' « *information agent* » (Choi, Fisch et Kahan, 2010). En cela, ils posent cependant le cadre de discussion entre les entreprises et leurs actionnaires. L'influence des *proxy advisors* sur le vote sur la rémunération des dirigeants est telle que Larcker, McCall et Ornizabal rapportent qu'en 2011, General Electrics et Disney ont apporté d'importantes révisions à leur politique de rémunération suite aux retours et avis des agences de conseil en vote (Larcker, McCall et Ormazabal, 2015).

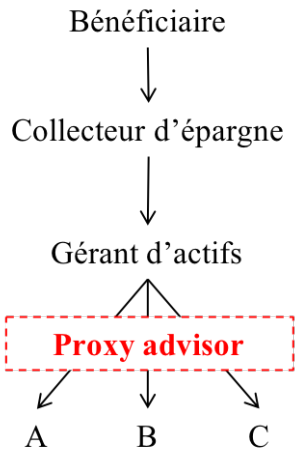


Figure 12: La chaîne d'intermédiation du vote actionnarial

Le rôle des *proxy advisors* auprès des investisseurs professionnels participe de la rationalisation de la fonction actionnariale en gouvernance d'entreprise.

> « [La plateforme ISS] est un véritable outil de gestion pour les investisseurs. La plateforme centralise les différents services proposés par ISS. Dans l'univers de vote comprenant toutes les sociétés du monde, une société publie son avis de convocation. ISS regarde automatiquement si des titres de cette société sont détenus par un de nos fonds au moment où l'avis est publié, soit un ou deux mois avant l'assemblée générale. Sur la plateforme, nous pouvons alors accéder à la fois au rapport standard qui est émis par ISS pour chaque assemblée générale et au rapport « custom », le rapport qu'ISS réalise spécialement pour nous en s'appuyant sur notre politique de vote »
>
> Responsable gouvernance dans une société de gesion

Le vote actionnarial est ainsi devenu un « objet de gestion » qu'il s'est agi d'instrumenter.

*

L'intermédiation financière a ainsi précipité une industrialisation de l'actionnariat. Cette industrialisation de l'actionnariat repose sur le déploiement des capacités d'action des actionnaires. En particulier, la fonction actionnariale est devenue, pour certains, un métier, exercé par un professionnel, à savoir le gérant d'actifs.

L'industrie de la gestion d'actifs se caractérise par le développement de techniques d'investissements propres, qu'elles soient *low cost* ou haut de gamme, qui reconfigurent le lien de l'actionnaire à l'entreprise. Au-delà de l'industrialisation des moyens d'action des investisseurs, le vote actionnarial exercé par les gérants d'actifs fait également l'objet d'une industrialisation puisqu'il est rationalisé, souvent externalisé, mais aussi instrumenté. La figure de l'actionnaire et ses capacités d'actions sont radicalement transformées.

Il nous faut dorénavant réévaluer les figures contemporaines des actionnaires et leurs modèles d'action afin de discuter de leurs implications pour l'entreprise et sa gouvernance.

III. Les implications d'un actionnariat industrialisé pour la gouvernance d'entreprise : le défi d'une gouvernance de l'actionnariat

L'industrialisation de l'actionnariat modifie profondément le lien qu'entretiennent les entreprises avec leurs actionnaires, en particulier leurs actionnaires « industrialisés ». Elle a ainsi pour conséquence des implications importantes pour la gouvernance d'entreprise.

Nous nous proposons tout d'abord de décrire les nouvelles figures de l'actionnariat industrialisé (a) pour ensuite discuter de leur influence sur l'entreprise et des risques que cela constitue (b). Nous conclurons cette partie par une évaluation des nouveaux défis posés par l'industrialisation de l'actionnariat à la gouvernance d'entreprise (c).

a. Les figures de l'industrialisation de l'actionnariat : Le gérant passif et le gérant alternatif

L'industrialisation de l'actionnariat impose en premier lieu d'actualiser la figure de l'actionnaire. À la figure classique de l'actionnaire se substitue un actionnariat industrialisé, c'est-à-dire une chaîne actionnariale. L'actionnaire ne peut plus être décrit comme un acteur individuel qui subit son lien à l'entreprise mais au contraire comme une chaîne d'acteurs qui « organise » et « gère » son lien à l'entreprise.

Au regard de notre description de la figure classique de l'actionnaire, de nombreuses caractéristiques et hypothèses liées à la figure de l'actionnaire ne peuvent plus tenir.

Figure d'acteur	**Actionnaire**
Origine du lien à l'entreprise	Apport en capital financier
Attentes	Valeur actionnariale
Capacité d'action	Limitée
Exposition au risque	Grande

Rappel du Tableau 2 : La figure classique de l'actionnaire

L'actionnaire demeure un « financeur » de l'entreprise. Cependant, ses attentes à l'égard de l'entreprise se sont diversifiées. Son exposition au risque n'est plus un élément aussi crucial, puisque les investisseurs professionnels ne sont pas de purs *residuals claimants* et ont développé des techniques de réduction du risque. Enfin, et surtout, ses capacités d'action sur l'entreprise se sont étendues et constituent le socle d'une nouvelle caractérisation de l'actionnaire.

Pour cela, nous proposons de changer l'unité d'analyse de l'actionnaire à celui qui assure le rôle de l'actionnaire. En particulier, notre étude de l'industrialisation de l'actionnariat a fait émerger la figure du gérant d'actifs, qui exerce les fonctions d'investissement et prérogatives de vote de la chaîne actionnariale.

Nous avons alors décrit deux types de stratégies actionnariales utilisées par les gérants d'actifs qui nous permettent de dresser le portrait de deux figures extrêmes, et archétypales, à la tête de l'industrialisation de l'actionnariat, à savoir le gérant passif et le gérant alternatif ou *hedge fund*.

Ces deux figures se caractérisent par la correspondance entre des attentes en matière d'investissement et de contrôle et les stratégies alors déployées pour satisfaire ces attentes.

Figure d'acteur	**Gérant passif**	**Gérant alternatif**
Origine du lien à l'entreprise	Intermédiaire financier	Intermédiaire financier
Attentes en matière d'investissement	Performance de l'indice	Performance du portefeuille supérieure à l'indice
Stratégie d'investissement	Réduction des coûts de gestion	Optimisation du risque
Horizon d'investissement	Long-terme	Court/moyen-terme
Attentes en matière de contrôle	Limitée	Moyenne à forte
Stratégie de contrôle	Recours aux *proxy advisors*	Activisme actionnarial

Figure 13: Deux figures de l'actionnariat industrialisé, le gérant passif et le gérant alternatif

Il est possible de remarquer que ces deux figures s'opposent par leur stratégie d'investissement dont découle alors une stratégie de contrôle ou d'engagement en gouvernance. Pour le gérant passif, il s'agit de réduire les coûts, son intérêt pour la gouvernance est aussi limité. À l'inverse, le gérant alternatif a une stratégie d'optimisation du risque, de recherche de profits cachés, ce qui peut l'amener à porter une grande attention à la stratégie de l'entreprise et donc à s'engager en gouvernance par l'activisme actionnarial.

Cependant, les horizons d'investissement de ces deux figures s'opposent également. Paradoxalement, c'est ainsi l'investisseur de long-terme, le gérant passif, qui est le moins « attentif » à la gouvernance d'entreprise, quand l'investisseur de court-terme, qui ne supporte pas forcément les risques que son action fait peser sur l'entreprise, se distingue par son activisme.

Ainsi, au-delà d'une caractérisation adaptée aux transformations de l'actionnariat, les figures de la gestion d'actifs introduisent ainsi un nouveau rapport de l'actionnariat à l'entreprise qui n'est pas sans implications pour sa gouvernance.

b. Influence et risques pour l'entreprise d'une industrialisation de l'actionnariat

Les figures contemporaines de l'actionnariat industrialisé soulignent la diversité des attentes que les gérants d'actifs ont à l'égard de l'entreprise. Ils ont des attentes en matière d'investissement et des attentes en matière de vote qui ne sont pas homogènes d'un investisseur à l'autre.

i. Les attentes des actionnaires industrialisés : des attentes hétérogènes et parfois découplée de l'intérêt de l'entreprise

La question de l'horizon d'investissement des investisseurs a déjà pu interroger le législateur et les académiques. En particulier, une partie de la responsabilité de la crise financière de 2008 fut attribuée au court-termisme des investisseurs, et surtout des *hedge funds* (Dallas, 2011). Les investisseurs institutionnels ont depuis longtemps été accusés de favoriser une « myopie managériale » en matière de stratégies à long-terme et d'investissements des entreprises (Graves et Waddock, 1990). En particulier, la présence dans le capital des entreprises d'investisseurs de court-terme a pu être négativement corrélée aux dépenses en Recherche et Développement (R&D) des entreprises (Bushee, 1998) ainsi que positivement corrélées aux pratiques de « *near-term earning management* » (Bushee, 2001) qui désignent les opérations comptables visant à améliorer les rapports financiers à l'approche de la fin de l'exercice comptable.

De manière générale, les investisseurs de court-terme ont été positivement associés au déploiement de tactiques managériales de court-moyen-terme au détriment de stratégies d'affaires de plus long-terme (Connelly et al., 2010). Cependant, les études empiriques portant sur les investisseurs professionnels dans leur ensemble nuancent ces observations et ne confirment pas l'hypothèse de court-termisme (Callen et Fang, 2013 ; Wahal et McConnell, 2000). En particulier, la présence d'investisseurs institutionnels dans le capital des entreprises a également été corrélée positivement avec les stratégies d'innovation des entreprises (Kochhar et David, 1996) et avec les dépenses en R&D (Hansen et Hill, 1991). De même, les pratiques d' « *earning management* » ont pu être négativement corrélées à la présence d'investisseurs institutionnels (Bange et De Bondt, 1998) et à l'activisme en gouvernance d'investisseurs institutionnels (Chung, Firth et Kim, 2002). Le débat sur le court-termisme des investisseurs professionnels reste donc ouvert. Il est cependant apparu que les attentes des investisseurs ne sont pas homogènes et se distinguent notamment par l'horizon stratégique que ces derniers attendent de l'entreprise (Connelly et al., 2010).

Aussi, les attentes des figures contemporaines de l'actionnariat constituent un sujet plus général de débats sur les risques que peuvent faire porter les investisseurs professionnels aux entreprises. En tant qu'intermédiaires financiers, les investisseurs institutionnels, et a fortiori les gérants d'actifs, sont des sociétés financières, qui ont donc leurs propres actionnaires. Les conflits d'intérêts auxquels sont soumis les investisseurs ont été régulièrement soulignés

(Hayward et Boeker, 1998 ; Ingley et Van Der Walt, 2004 ; Monks, 2002). Les sociétés de gestion d'actifs peuvent avoir des liens d'affaires avec les entreprises dans lesquelles elles investissent au travers de leurs maisons-mères. Cela peut avoir une influence sur leur vote en assemblée générale ainsi que sur leur politique de vote, qui tendra à être plus souple et plus sujette à l'interprétation (Davis et Kim, 2007). Cela peut avoir une influence sur l'implication plus générale en gouvernance des gérants d'actifs.

> « Leurs comportements diffèrent d'abord en fonction de leur appartenance, ou non, à des réseaux bancaires ou d'assurances. Dans le premier cas, leur indépendance est limitée par leurs conflits d'intérêts : on ne les voit quasiment jamais défendre les minoritaires. »
>
> Présidente de l'ADAM

La chaîne d'intermédiation actionnariale ajoute un second niveau de coûts d'agence (Gilson et Gordon, 2013). Les investisseurs professionnels peuvent également faire preuve d'opportunisme, contre l'intérêt de leurs co-actionnaires et de l'entreprise elle-même (Anabtawi et Stout, 2008).

Le rôle des *proxy advisors* peut également soulever ici des interrogations. Ce sont des acteurs privés qui n'ont été soumis à aucune réglementation ou régulation dont les opinions sont largement suivis par de nombreux investisseurs (Belinfantini, 2009).

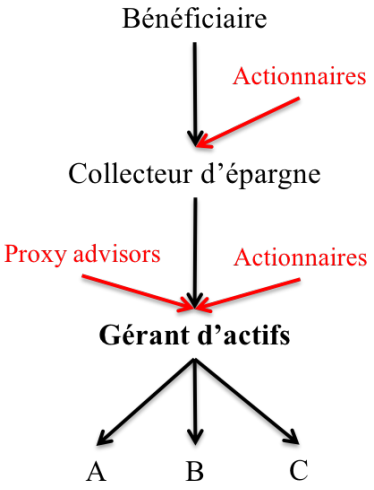


Figure 14: Chaîne d'intermédiation actionnariale et ses risques de conflits d'intérêts

Le poids des actionnaires, ou plus spécifiquement des sociétés-mères, des intermédiaires financiers et le rôle des *proxy advisors*, constituent des sources de risques spécifiques pour l'entreprise et les décisions prises en assemblée générale.

En particulier, ces décisions de ne sont pas toujours prises dans l'intérêt de l'entreprise.

Les gérants de portefeuilles ne sont pas forcément enclins à soutenir les résolutions que nous préparons, si elles ne correspondent pas aux recommandations des agences de vote : c'est ainsi que celles-ci préconisent de voter contre le renouvellement du mandat d'administrateur des présidents du conseil d'administration s'ils assurent en même temps la fonction de directeur général. Or, si la séparation des pouvoirs est en principe une bonne pratique, il peut être de l'intérêt de la société (au moins temporairement) de ne pas dissocier les fonctions de son PDG (ce fut le cas pour Veolia, il y a quelques années). […]
Dans la plupart des sociétés de gestion, le gérant n'assure pas lui-même le vote. Celui-ci est réservé aux équipes spécialisées dans la gouvernance. Les décisions de vote sont donc prises en fonction de règles générales de gouvernance et non en fonction des objectifs de rentabilité adaptés aux caractéristiques de la société. Il y a ainsi une dichotomie entre la gestion des investissements et les décisions de vote. Par exemple, les agences de conseil en vote recommandent un certain pourcentage d'administrateurs indépendants. […] Ces règles de gouvernance purement formelles ne correspondent pas toujours aux intérêts de l'entreprise. Quand J.-M. Messier était le PDG de Vivendi, son conseil d'administration respectait formellement toutes les règles de gouvernance, mais son mandat n'en fut pas moins catastrophique au plan des résultats. »

Présidente de l'ADAM

Les contradictions possibles liées à la pression des attentes des investisseurs sont par ailleurs renforcées par la régulation de l'intermédiation financière. Cette dernière s'est attachée à lutter contre les conflits d'intérêts que peuvent rencontrer les investisseurs professionnels. Les intermédiaires financiers ont donc des « devoirs fiduciaires » envers leurs bénéficiaires et leurs clients. Ils investissent dans les entreprises au nom de ceux qui leur confient leur capital. Ils sont ainsi tenus d'agir dans leur intérêt. Les devoirs fiduciaires que les investisseurs ont à l'égard de leur bénéficiaire ont souvent été interprétés dans le droit comme un devoir de maximiser la rentabilité financière du portefeuille pour le bénéficiaire, et donc de maximiser la valeur actionnariale (Parachkévova, 2015).

Les attentes des gérants d'actifs sont aussi non seulement très hétérogènes mais souvent découplées de l'intérêt de l'entreprise. Elles s'adaptent à leurs stratégies d'investissement, de vote, parfois leurs conflits d'intérêts, pour répondre aux mieux aux attentes supposées des acteurs en amont de la chaîne d'intermédiation actionnariale.

ii. Les risques pour l'entreprise de l'influence des actionnaires industrialisés

Les attentes des actionnaires ne seraient cependant pas autant problématiques si elles n'émanaient pas d'un actionnariat industrialisé, avec les capacités d'action suffisantes et l'influence nécessaire pour orienter la stratégie et la gestion des entreprises.

L'activisme des investisseurs professionnels impacte la gouvernance d'entreprise (Gillan et Starks, 2003 ; Goranova et Ryan, 2014). Les résultats du vote en assemblée générale influencent d'ailleurs le cadre même du gouvernement d'entreprise (Thomas et Cotter, 2007). Par exemple, le nombre de vote défavorable à l'élection d'administrateurs a été positivement associé au taux de rotation des administrateurs (Iliev et Lowry, 2015). De même, l'activisme des investisseurs renforce la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance financière des sociétés (Ertimur, Ferri et Muslu, 2011 ; Hartzell et Starks, 2003). De manière générale, le contrôle des managers et des administrateurs, qu'il s'agirait de discipliner dans l'esprit de la théorie de l'agence, semble pouvoir s'effectuer via l'activisme des investisseurs professionnels (Brav et al., 2008 ; Del Guercio, Seery et Woidtke, 2008).

En miroir, les managers accordent de plus en plus d'importance aux cours de bourse (Dallas, 2001) et aux comportements des investisseurs (Ryan, 2000). L'horizon d'investissement et les attentes des investisseurs influencent à la fois l'horizon stratégique et la direction prise par les entreprises (Connelly et al., 2010). Les entreprises se dotent de départements « relation investisseurs » (Bushee et Miller, 2012 ; Rao et Sivakumar, 1999). Les négociations privées entre entreprises et investisseurs sont souvent couronnées de succès pour les investisseurs (Carleton, Nelson et Weisbach, 1998).

Comprendre les attentes de leurs investisseurs devient un enjeu stratégique pour des entreprises qui ne connaissent pas toujours l'identité de leurs actionnaires (ESMA, 2017). De nombreux investisseurs achètent des actions « au porteur », en passant par un intermédiaire ou *broker* et non « au nominatif », ce qui fait que leur identité n'est pas communiquée à la société (Karyotis, 2010). Les titres au « porteur » sont des titres plus liquides que les titres « au nominatif », qui imposent un certain nombre de formalités administratives et impliquent une détention de plus long-terme. Les actionnaires ne sont pas tenus de se déclarer s'ils ne dépassent pas des seuils déclaratifs prévus dans la législation (Böckli et al., 2015). À titre d'exemple, sauf si les statuts de la société prévoient autrement, et dans la limite de 0,5% du capital, ce seuil est de 5% en droit français (article L.233-7 du Code de commerce).

Les entreprises ont donc ainsi recours au « dialogue » avec leurs actionnaires. et se lancent dans des *roadshows* pour rencontrer leurs principaux investisseurs en amont des assemblées générales (Gomez et Korine, 2009). Autrement, elles demandent conseil à des *proxy advisors* (Alexander et al., 2009). Ces derniers, nous l'avions également mentionné, sont d'ailleurs enclins à reprendre les grandes tendances en gouvernance d'entreprise, et en particulier les mécanismes préconisés dans la théorie de l'agence (Belinfantini, 2009).

Aussi, les investisseurs professionnels semblent « performer » la théorie de l'agence. Leur activisme contribue à diffuser au sein des entreprises la norme de la primauté actionnariale (Hansmann et Kraakman, 2001 ; Karmel, 2004). Bien que toutes les entreprises, en fonction notamment de leur contexte national, n'adoptent pas la *shareholder primacy norm* (Fiss et Zajac, 2004), bon nombre de directions reprennent a minima le langage de la maximisation de la valeur actionnariale (Shin et You, 2017). Or, la *shareholder primacy norm* provient d'une

théorie de la gouvernance qui, nous l'avons vu, supposait l'actionnaire faible et manquant de compétence.

Du point de vue de l'entreprise, la diffusion de cette norme peut avoir des effets négatifs sur l'innovation (Lazonick, 2014 ; Lazonick et O'sullivan, 2000), mais aussi sur le travail (Favereau, 2016). Plus généralement, la *shareholder primacy norm* oriente l'action du dirigeant, ce qui réduit la latitude managériale et ainsi sa capacité à se comporter en steward de l'entreprise (Donaldson et Davis, 1991 ; Hernandez, 2012), soit mener à bien le projet collectif de l'entreprise (Segrestin et Hatchuel, 2011).

Aussi la pression que peuvent constituer les attentes hétérogènes, voire contraire à l'intérêt des entreprises, des figures contemporaines de l'actionnariat industrialisé ainsi que leur tendance à renforcer les théories classiques la gouvernance, et en particulier la norme de maximisation de la valeur actionnariale, constituent-elles de nouvelles sources de risques pour l'entreprise.

Ces risques ne peuvent manquer d'interroger la légitimité des gérants d'actifs à exercer et à bénéficier des prérogatives de la figure classique de l'actionnaire.

c. *Les nouveaux défis posés à la gouvernance d'entreprise par l'industrialisation de l'actionnariat*

Au-delà de son influence sur la représentation de l'actionnaire, l'industrialisation de l'actionnariat transforme également profondément le modèle de la gouvernance d'entreprise.

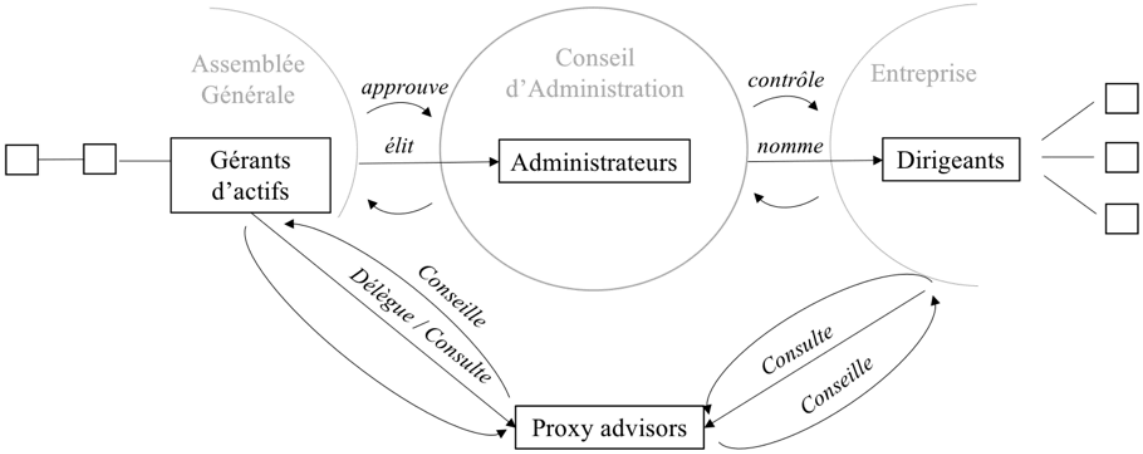


Figure 15: Figures contemporaines de l'industrialisation de l'actionnariat et pratiques de la gouvernance d'entreprise

L'industrialisation de l'actionnariat a introduit des acteurs en amont de l'assemblée générale. Ce n'est plus un actionnaire qui est intégré au modèle de la gouvernance d'entreprise mais une

chaîne actionnariale, représentée par son gérant d'actifs en aval de la chaîne. De plus, l'industrialisation associe les agences de conseil en vote à ce modèle. Ces dernières font figure de régulateur privé et spontané de la gouvernance d'entreprise, en miroir des régulateurs légitimés par la puissance publique.

Dans ce contexte interviennent de nouvelles capacités d'action des actionnaires, et en particulier des gérants d'actifs, qui leur permettent d'avoir de l'influence sur les entreprises.

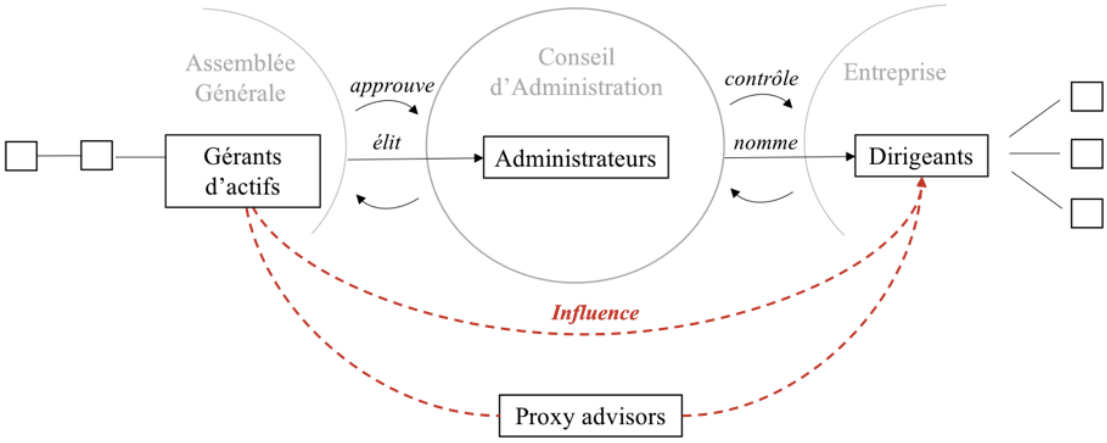


Figure 16: L'influence des gérants d'actifs sur les entreprises et le modèle de la gouvernance d'entreprise

Que ce soit via l'activisme actionnarial ou le conseil de leurs *proxy advisors*, les gérants d'actifs sont dotés de nouveaux moyens d'action sur les entreprises qui n'entraient pas dans le modèle classique du gouvernement d'entreprise. Quels sont ces moyens d'action ? Comment en usent-ils ? Quelles régulations de ces moyens d'action ? La responsabilité limitée des actionnaires était justifiée dans le modèle classique de la gouvernance d'entreprise par la restriction des capacités d'action des actionnaires. Or si ces dernières sont étendues, comment penser des règles de gouvernance pour l'actionnaire ?

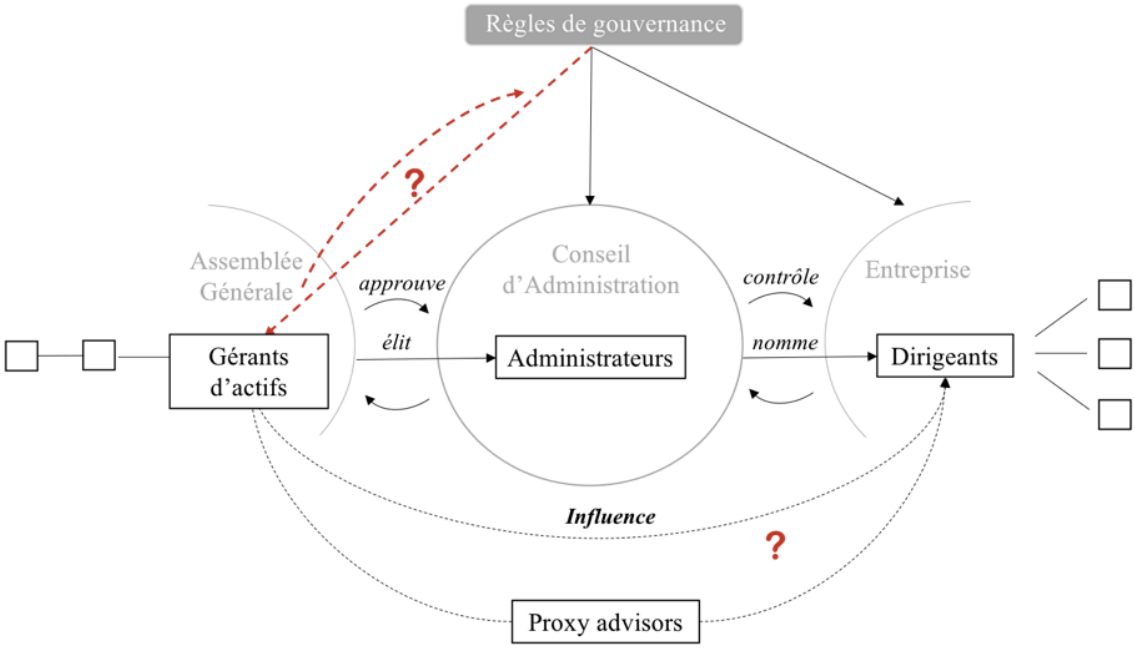


Figure 17: L'industrialisation de l'actionnariat et le modèle de la gouvernance d'entreprise : de nouvelles questions de recherche

L'industrialisation de l'actionnariat pose ainsi de nouveaux défis à la gouvernance d'entreprise et soulève de nouvelles questions de recherche. En particulier, comment caractériser l'influence des figures contemporaines de l'actionnaire sur les entreprises ? Quelles implications pour la gouvernance d'entreprise ? Ceci nous conduit dès lors à nous interroger sur la possibilité d'une gouvernance d'un actionnariat industrialisé.

***

Conclusion de la Partie I

Des figures contemporaines de l'actionnaire à une « gouvernance de l'actionnariat »

Cette première partie de nos travaux de thèse a été l'occasion d'avancer de premiers grands résultats, préliminaires à notre réflexion sur l'engagement actionnarial.

En particulier, il s'est agi pour nous de comprendre le contexte dans lequel le concept d'engagement actionnarial s'était formé. L'engagement des actionnaires suppose des modèles d'action spécifiques de l'actionnaire. Aussi, dans cette Partie 1, nous nous sommes attachés à décrire, étayer et discuter les modèles d'action contemporain des actionnaires, au regard desquels l'engagement actionnarial s'est construit.

Nous avons introduit cette étude par une analyse de la construction historique et juridique de la catégorie d'actionnaire sur laquelle se sont fondées les principales théories de la gouvernance d'entreprise. Ces dernières fournissent une rationalisation des descriptions juridiques de l'actionnaire pour penser des modèles de gouvernance adaptés. Si ces modèles de gouvernance diffèrent d'une théorie à l'autre, les théories de la gouvernance convergent toutefois vers une même figure archétypale de l'actionnaire. Cette figure, que nous avons appelé la figure classique de l'actionnaire, procède d'une caractérisation du lien entretenu par les entreprises avec leur actionnariat. En particulier, la figure classique de l'actionnaire repose sur l'idée que les actionnaires ont des capacités d'action restreintes sur les entreprises et doivent en conséquence être protégés par les mécanismes de régulation de la gouvernance d'entreprise. Ceci nous a permis de dégager un « modèle de base » de la gouvernance d'entreprise auquel est associé un modèle classique de la responsabilité en gouvernance d'entreprise. Ce modèle de responsabilité définit le rôle et les devoirs des administrateurs et des managers à l'égard notamment des actionnaires.

Cependant, ces représentations classiques de l'actionnaire, de ses modèles d'action et de la gouvernance d'entreprise dans son ensemble ont été déstabilisées par les transformations contemporaines de l'actionnariat. L'émergence des investisseurs institutionnels et leur montée en puissance dans le capital des grandes sociétés ont remis en question les fondements théoriques des théories de la gouvernance. C'est pourquoi, dans un second temps, nous nous sommes efforcés de réviser la figure de l'actionnaire et ses modèles d'action. À partir d'une revue de littérature empirique, mais surtout de données secondaires et primaires (constituées d'entretiens avec des praticiens), nous avons décrit le déploiement des capacités d'action des actionnaires à la faveur d'une industrialisation de l'actionnariat. Cette dernière consiste en une professionnalisation et en une spécialisation des « fonctions actionnariales ». L'intermédiation

financière a substitué à la figure de l'actionnaire une chaîne actionnariale dans laquelle les gérants d'actifs, en aval de la chaîne, exercent les fonctions et les prérogatives de l'actionnaire.

Nous avons alors proposé de nouvelles figures contemporaines de l'actionnaires, composées de deux figures d'acteurs, le gérant passif et le gérant *hedge fund*. Ces deux figures bouleversent le lien à l'entreprise et sont sources de nouveaux risques pour l'entreprise. En particulier, la pression des attentes hétérogènes et découplées de l'intérêt des entreprises de ces figures contemporaines ont pour conséquence d'exacerber l'attention que les entreprises réservent à leurs actionnaires. L'influence de l'actionnariat industrialisé renforce ainsi une *shareholder primacy norm* dont le corpus de référence s'appuyait sur une figure classique, et dépassée, de l'actionnaire.

L'industrialisation de l'actionnariat soulève ainsi de nouveaux défis pour la gouvernance d'entreprise et interroge les modèles d'action légitimes des actionnaires en gouvernance. Étant donné leur influence sur la gestion de l'entreprise, comment les figures contemporaines de l'actionnariat sont-elles, et peuvent-elles être, régulées ? Comment l'engagement actionnarial s'inscrit-il dans ce contexte d'industrialisation de l'actionnariat ? Nous avions évoqué en introduction que l'engagement actionnarial avait une vocation normative pour les investisseurs professionnels. Quels modèles d'action le concept d'engagement actionnarial définit-il pour les actionnaires industrialisés ? Dans quelle mesure cela répond, ou ne répond pas, aux nouveaux défis posés par l'industrialisation de l'actionnariat ?

Dès lors, les débats en gouvernance d'entreprise ne portent plus tant au niveau d'une gouvernance des administrateurs et des managers, et se déportent à celui d'une « gouvernance de l'actionnariat ».

PARTIE II

L'émergence d'une « gouvernance de l'actionnariat » :

De la définition de l'engagement actionnarial à un modèle unifié de la responsabilité de l'actionnaire

Alors que les théories de la gouvernance d'entreprise se sont principalement intéressées aux mécanismes de contrôle des dirigeants et des managers, l'industrialisation de l'actionnariat et ses implications sur la gestion des entreprises ont porté les débats sur la gouvernance des entreprises au niveau des actionnaires. Comment encadrer les comportements d'actionnaires industrialisés ? Comment contrôler leurs pratiques de gouvernance d'entreprise ?

C'est ici qu'il nous faut introduire à nouveau le concept d'engagement actionnarial. En particulier, la réglementation sur l'engagement des investisseurs professionnels semble offrir une précieuse entrée à la fois dans la régulation d'un actionnariat industrialisé et dans la définition de l'engagement des actionnaires.

Après la gouvernance de l'entreprise, c'est en effet une gouvernance de l'actionnaire que la défense de l'engagement actionnarial ébauche. Les codes de *stewardship* à destination des investisseurs professionnels s'ajoutent aux codes de gouvernance des entreprises (Cuomo, Mallin et Zattoni, 2016). La Directive européenne 2017/828 portant sur l'engagement à long-terme des actionnaires amende une précédente directive qui portait elle sur les droits des actionnaires. L'encadrement de l'engagement actionnarial témoigne d'un passage en gouvernance d'une défense des droits des actionnaires et des obligations des administrateurs et des managers à la défense de devoirs actionnariaux.

Ces textes normatifs qui se rapportent à l'engagement des actionnaires construisent des obligations et font des recommandations quant au bon comportement de l'actionnaire industrialisé[21]. Ces démarches, encore récentes et en développement[22], constituent aussi des

[21] Bien qu'il s'agisse d'un actionnariat s'est « industrialisé », nous utiliserons par la suite le terme d' « actionnaire industrialisé » pour désigner les investisseurs professionnels, et en particulier les gérants d'actifs, qui exercent les fonctions actionnariales dans la chaîne d'intermédiation.

[22] Voir par exemple Jennifer G. Hill sur la prolifération des *stewardship* codes (Hill, 2017)

prémices à la compréhension du concept d'engagement actionnarial et à ses implications pour la gouvernance de l'actionnariat industrialisé.

En particulier, alors que la figure de l'actionnaire s'était construite sur le régime de la responsabilité limitée (Partie I), ces doctrines de l'engagement actionnarial attribuent aux actionnaires industrialisés un certain nombre de devoirs en matière d'engagement et introduisent par là-même l'idée de « responsabilités » de l'actionnaire. Cette idée fait plus largement écho au mouvement de responsabilisation des entreprises. L'Investissement Socialement Responsable par exemple est une forme de responsabilisation de l'actionnaire.

La responsabilisation des actionnaires par l'engagement actionnarial constitue cependant une nouveauté aussi bien juridique que théorique. Dans cette partie, nous nous proposons aussi d'étudier l'engagement actionnarial sous le prisme de sa doctrine afin d'éclairer non seulement le modèle d'action d'un actionnaire engagé mais aussi ce que seraient des « responsabilités » de l'actionnaire industrialisé.

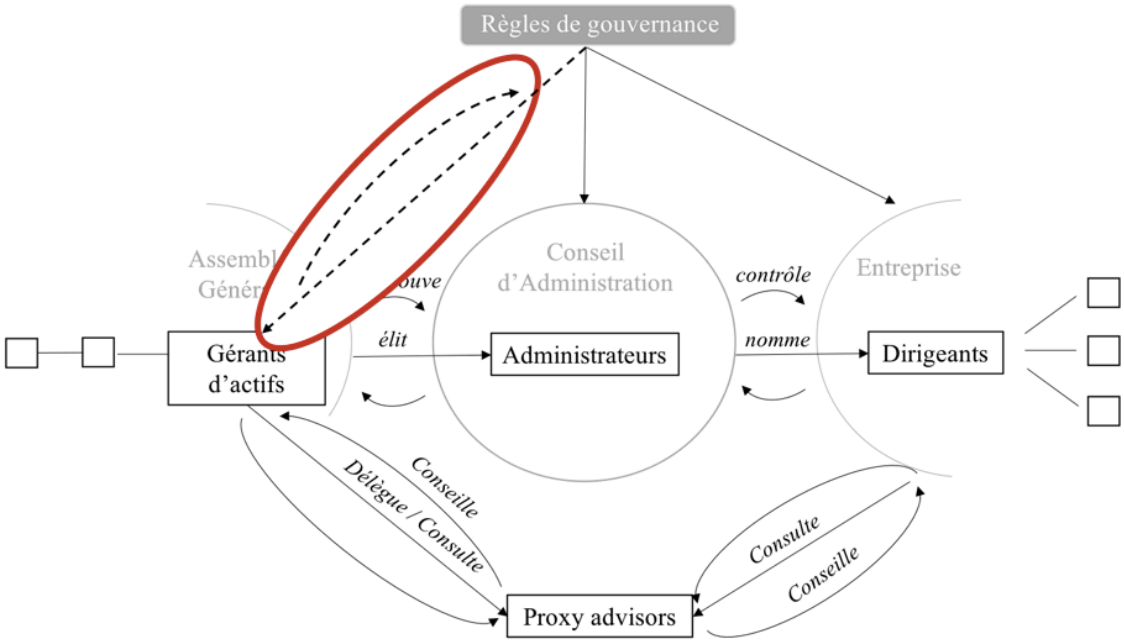


Figure 18: Locus d'analyse de la Partie II, La gouvernance de l'actionnariat industrialisé

Afin de conduire cette analyse la doctrine de l'engagement actionnarial, nous commencerons dans un premier temps par expliciter notre stratégie et notre matériel de recherche (Chapitre 3). Pour cela, nous reviendrons sur les premières formes de responsabilisation de l'actionnaire. Nous expliquerons pourquoi ces formes ne permettent pas de répondre enjeux de l'industrialisation de l'actionnariat. À l'inverse, les textes qui encadrent l'engagement actionnarial conçoivent de nouvelles responsabilités de l'actionnaire, dédiées à la gouvernance d'un actionnariat industrialisé.

Nous étudierons alors dans un second temps les voies empruntées par la réglementation en gouvernance d'entreprise pour définir l'engagement actionnarial et penser les responsabilités de l'actionnaire industrialisé. Nous analyserons en particulier les cas du UK Stewardship Code et de la Directive européenne 2017/828 (Chapitre 4).

Cette analyse nous permettra de proposer dans un troisième temps un cadre d'analyse pour comprendre comment se construisent les responsabilités de l'actionnaire industrialisé. Nous modéliserons alors différents « régimes » de responsabilités actionnariale (Chapitre 5).

Chapitre 3

L'engagement actionnarial : étudier une forme novatrice de responsabilisation de l'actionnaire

I. L'INVESTISSEMENT SOCIALEMENT RESPONSABLE ET L'ACTIVISME SOCIAL DES ACTIONNAIRES, DES FORMES DE RESPONSABILISATION SPONTANEES DE L'ACTIONNAIRE QUI NE REPONDENT PAS AUX DEFIS DE L'INDUSTRIALISATION DE L'ACTIONNARIAT 93

II. L'ETUDE DE LA REGULATION DE L'ENGAGEMENT ACTIONNARIAL : METHODE ET MATERIEL DE RECHERCHE 97

a. L'encadrement des pratiques des actionnaires industrialisés : un changement de paradigme 97

b. L'analyse du UK Stewardship Code et de la Directive européenne 2017/828: une formalisation des responsabilités et du rôle de l'actionnaire industrialisé 99

c. La représentation des responsabilités de l'actionnaire : un effort de modélisation 103

L'industrialisation de l'actionnariat a reconfiguré les modalités du rapport que les entreprises entretenaient avec leurs actionnaires (cf. Partie I, Chapitre 2, III). La doctrine de l'engagement des actionnaires, et plus spécifiquement, des investisseurs professionnels reconnaît que la gestion des entreprises n'est plus indépendante de l'action et des attentes de ses actionnaires. Elle entend aussi responsabiliser le lien que l'actionnariat industrialisé établit avec les entreprises, ses managers et ses administrateurs.

La responsabilisation des actionnaires n'est cependant pas une idée neuve. Bien avant l'essor de la finance moderne, des investisseurs professionnels se sont distingués par leur préoccupations « éthiques » ou sociales (Louche et Lydenberg, 2006 ; Schueth, 2003).

Le champ de l'Investissement Socialement Responsable (ISR) constitue ainsi une première forme, spontanée, de responsabilisation de l'actionnaire. Toutefois, l'ISR et son corollaire en gouvernance d'entreprise, l'activisme social des actionnaires, s'insèrent dans un cadre inchangé de la gouvernance d'entreprise. L'industrialisation de l'actionnariat exige d'explorer de nouvelles approches de la responsabilisation de l'actionnaire industrialisé.

Le concept d'engagement actionnarial semble alors ouvrir de nouvelles pistes en la matière. Comment aborder ces nouvelles pistes ? Quels matériaux de recherche étudier ? Dans ce chapitre, nous présenterons notre stratégie et notre matériel de recherche quant à l'étude de la doctrine de l'engagement actionnarial.

Nous commencerons ainsi par revenir sur les premières formes de responsabilisation de l'actionnaire (I) pour ensuite présenter notre approche méthodologique pour étudier l'engagement actionnarial comme une forme de responsabilisation spécifique à l'actionnaire industrialisé (II).

I. L'Investissement Socialement Responsable et l'activisme social des actionnaires, des formes de responsabilisation spontanées de l'actionnaire qui ne répondent pas aux défis de l'industrialisation de l'actionnariat

Face aux enjeux contemporains que doivent affronter les entreprises, notamment en ce qui concerne leur développement à long-terme et les enjeux ESG, la responsabilisation des actionnaires ne manque pas d'évoquer l'Investissement Socialement Responsable, et plus particulièrement en gouvernance d'entreprise, l'activisme social des actionnaires.

L'Investissement Socialement Responsable, le financement des entreprises responsables

L'ISR a connu à partir des années 1970 un essor considérable, qui s'est traduit par la prolifération d'investisseurs spécialisés dans l'ISR et la création d'un champ de recherche à part entière (Viviers et Eccles, 2012). Bien que la définition de l'ISR ne fasse pas consensus (Sparkes, 2003), l'intégration de préoccupations d'ordre éthique ou plus simplement ESG dans les stratégies des investisseurs devient aujourd'hui « *mainstream* » (Sparkes et Cowton, 2004). Les arguments en faveur de l'ISR reçoivent de plus en plus le soutien des gérants d'actifs non spécialisés (Arjaliès, 2010), poussés notamment par la dynamique des Principles for Responsible Investment de l'ONU (Arjaliès, 2010 ; Gond et Piani, 2013) et, dans les pays européens, par le développement de cadre législatifs favorables (Louche et Lydenberg, 2006).

En 2016, l'ISR représentait 26,3% de la gestion d'actifs mondiale et 52,6% des encours européens (GSIA, 2016). L'Europe comptait pour plus de la moitié du marché de l'ISR qui était évalué à $22 890 milliards (GSIA, 2016). Le marché européen de l'IS connaît d'ailleurs une croissance régulière (Eurosif, 2016).

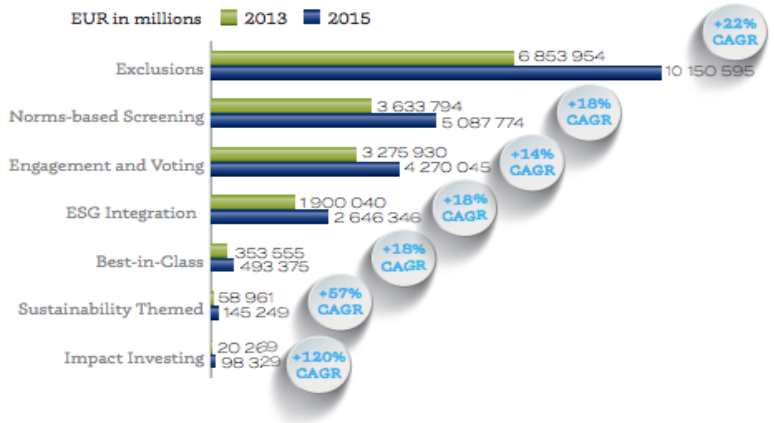


Figure 19: Le poids des différentes stratégies ISR en Europe
(Source : Eurosif, 2016)

Les stratégies des fonds ISR sont cependant hétérogènes (Sandberg et al., 2009). Les normes qu'ils promeuvent ne sont pas encore complètement standardisées et varient en fonction des préférences « éthiques » des investisseurs (Sandberg et al., 2009) ou des pratiques et contextes locaux (Gond et Boxenbaum, 2013).

En Europe, la grande majorité des stratégies ISR des investisseurs consistent aussi en des stratégies d'exclusion, qui retirent de leurs univers d'investissement des entreprises aux pratiques non conformes à des critères ESG ou dont le secteur d'activité n'est pas considéré « éthique » (tels que le tabac, les armes ou les jeux d'argent), et en des stratégies de *norms-based screening* des entreprises, qui sélectionnent les entreprises en fonction de la conformité de leurs pratiques aux normes et standards internationaux (Eurosif, 2016).

Après l'exclusion et le *norms-based screening*, la gouvernance d'entreprise arrive en troisième position des stratégies ISR plébiscitées par les investisseurs. L' « *engagement and voting* », soit le dialogue avec les entreprises et le vote en assemblée générale, apparaissent aussi comme une stratégie ISR en croissance (Eurosif, 2016). Les stratégies ISR qui reposent sur la sélection des entreprises contribuent au financement des entreprises « les plus responsables » mais n'agissent pas sur les entreprises jugées « moins responsables ». Le dialogue et le vote ouvrent alors le champ d'action des investisseurs ISR et leur donnent un rôle en gouvernance d'entreprise. L'activisme social des actionnaires est ainsi depuis longtemps perçu comme une stratégie ISR importante qui permet de faire le lien entre ISR et RSE (Sparkes et Cowton, 2004).

L'activisme social des actionnaires, une forme de responsabilisation de l'actionnaire en gouvernance d'entreprise ?

Si l'activisme social des actionnaires est intégré à l'ISR, l'activisme actionnarial sur des questions d'ordre éthique est un phénomène antérieur au développement de l'ISR et contemporain des premiers *gadflies* de l'activisme actionnarial des années 1930-1940 (Marens, 2002). Porté en premier lieu par des organisations religieuses (Van Cranenburgh et al., 2014 ; Louche, Arenas et Van Cranenburgh, 2012), mais aussi des ONG (Doh et Guay, 2006 ; Waygood et Wehrmeyer, 2003), des syndicats (Marens, 2004) ou encore des investisseurs professionnels (Clark et Hebb, 2004), cet activisme repose principalement sur le dépôt de résolution en assemblée générale (Sjöström, 2008) mais aussi sur le dialogue avec le management (Logsdon et Van Buren, 2009) dans l'objectif d'influencer positivement les entreprises sur des questions de RSE (O'Rourke, 2003). L'activisme social des actionnaires connaît cependant des résultats mitigés (Marens, 2004 ; Rojas et al., 2009). Son impact sur l'entreprise se révèle aussi plus symbolique que matériel (David, Bloom et Hillman, 2007).

Les activistes sociaux se comportent même en « entrepreneurs de la norme » (Sjöström, 2010) et se positionnent sur des sujets variés, sociaux, environnementaux, politiques voire même géopolitiques (Graves, Waddock et Rehbein, 2001 ; Vogel, 1983). Ils constituent ainsi une voie

de responsabilisation des actionnaires en gouvernance d'entreprise. L'actionnaire activiste social est responsable au sens où il use des droits de l'actionnaire pour encourager les pratiques responsables au sein des entreprises.

Néanmoins, la complexité des attentes éthiques possibles envers les entreprises (Sparkes et Cowton, 2004) ainsi que les normes parfois discutables promues par les investisseurs, comme par exemple lorsqu'elles émanent d'organisations religieuses sur des sujets aussi polémiques que la contraception (Louche, Arenas et Van Cranenburgh, 2012), interrogent la légitimité de l'action de l'activisme social des actionnaires (Goodman et Arenas, 2015).

Légitimité de l'activisme social des actionnaires et industrialisation de l'actionnariat

Dans leur revue de littérature sur l'activisme social des actionnaires, Goodman et Arenas constatent l'absence de cadre de légitimité propre aux activistes sociaux (Goodman et Arenas, 2015). Ils proposent alors de s'inspirer de l'éthique de la discussion d'Habermas et de ses implications en RSE pour penser une théorie de l'engagement social des actionnaires (Goodman et Arenas, 2015). Dans ce modèle, les actionnaires non seulement se font l'écho des préoccupations d'autres parties prenantes de l'entreprise, telles que les salariés ou la société civile, mais aussi promeuvent l'intégration de celles-ci dans le processus délibératif.

L'éthique de la discussion d'Habermas présuppose cependant une certaine forme d'égalité ou d'égale considération des parties impliquées dans le processus délibératif (Habermas, 2013). Une éthique habermassienne de l'activisme actionnarial permet de définir un cadre théorique, régulateur, de l'action d'activistes sociaux, au pouvoir d'influence bien souvent limité (Rojas et al., 2009), mais qui s'engagent *a priori* en faveur des autres parties prenantes de l'entreprise (Goodman et al., 2014). Si les organisations religieuses, les ONG ou les syndicats peuvent s'inspirer de modèles démocratiques ou d'une éthique de la discussion pour légitimer leur activisme, l'éthique habermassienne est-elle toujours pertinente lorsqu'il s'agit de gérant d'actifs de fonds ISR ou même de gérant d'actifs « *mainstream* », passifs ou encore *hedge funds* ?

Les investisseurs professionnels introduisent des dynamiques de pouvoir dans les relations qu'ils établissent avec l'entreprise et ses parties prenantes (Ryan et Schneider, 2003). Les capacités d'action importantes des actionnaires industrialisés sur l'entreprise (cf. Partie I, chapitre 2, II) peuvent nuire aux conditions de l'échange d'arguments rationnels de l'éthique de la discussion, telle que définie par Habermas (voir Habermas, 1997) et, confèrent, au contraire, un pouvoir d'influence, prescriptif, grandissant à ces actionnaires. Or les préférences et les stratégies d'influence des actionnaires industrialisés peuvent représenter des risques pour les entreprises et leur collectif (cf. Partie I, chapitre 2, III). Aussi, si l'actionnaire industrialisé a des préférences éthiques ou ESG, est-il légitime à user de son influence sur l'entreprise ? Si oui, comment et dans quelles circonstances ? Le cadre de l'éthique de la discussion paraît alors insuffisant pour penser une légitimité de l'activisme social d'actionnaire industrialisé.

De plus, lorsque l'actionnaire industrialisé n'a pas *a priori* de préférences éthiques mais qu'il dispose toujours d'une importante capacité d'influence, dans quelles conditions est-il légitime à user de son influence ? Certaines préférences sont-elles plus légitimes que d'autres ?
La responsabilisation de l'actionnaire industrialisation exige ainsi des cadres de responsabilités « généralistes » de l'actionnaire, indépendamment de ses préférences, ce que ni l'ISR, ni l'activisme social des actionnaires ne permettent pour le moment d'établir.

*

Le passage d'une gouvernance de l'entreprise à une gouvernance de l'actionnariat élargit la réflexion sur la responsabilisation de l'actionnaire, spontanée et éthique dans le cas de l'ISR et de l'activisme social des actionnaires, à une réflexion sur un régime de responsabilité plus général de l'actionnaire.

Les stratégies ISR de sélection des entreprises définissent des choix d'investissement qui réduisent le champ d'action des investisseurs aux entreprises déclarées responsables. Elles ne norment pas la manière dont les investisseurs, une fois actionnaires, entretiennent le lien avec l'entreprise. L'activisme social des actionnaires, quant à lui, correspond à un usage ponctuel des outils offerts par la gouvernance d'entreprise par des actionnaires très hétérogènes. Il ne s'agit donc pas d'une pratique ordinaire des relations entre des actionnaires industrialisés et les entreprises. De plus, que ce soit l'ISR ou l'activisme social des actionnaires, les investisseurs définissent indépendamment d'une quelconque régulation leurs préférences et les attentes qu'ils défendent auprès des entreprises.

Ainsi, ni l'ISR ni l'activisme social des actionnaires ne définissent une gouvernance de l'actionnariat qui réponde aux enjeux de l'industrialisation de l'actionnariat des entreprises. Sachant l'influence des investisseurs professionnels sur l'entreprise et sa gouvernance, quel comportement peuvent-ils légitimement adopter ? Quelles normes peuvent-il légitimement promouvoir ? Qu'est-ce qui permet de qualifier le comportement d'un investisseur professionnel de responsable ?

Ces interrogations poussent à explorer aussi d'autres voies de responsabilisation de l'actionnaire industrialisé. En particulier, la régulation de l'engagement des actionnaires s'attache au rôle spécifique des investisseurs professionnels en gouvernance d'entreprise et semble former ainsi une piste novatrice pour la responsabilisation des actionnaires industrialisés.

II. L'étude de la régulation de l'engagement actionnarial : méthode et matériel de recherche

En parallèle de l'ISR et de l'activisme social des actionnaires, la notion de responsabilité de l'actionnaire connaît également des illustrations récentes en gouvernance d'entreprise.

En particulier, le législateur a défendu l'idée selon laquelle les investisseurs institutionnels avaient des responsabilités en matière d'engagement actionnarial afin de prévenir les risques de crises financières et assurer le contrôle des entreprises (Birkmose, 2014, 2018 ; Cheffins, 2010).

Aussi, l'exploration du concept d'engagement actionnarial nous a conduit à analyser l'engagement actionnarial sous le prisme de sa régulation. Nous expliciterons dans cette sous-partie la démarche de recherche que nous avons suivie quant à l'étude de la doctrine de l'engagement actionnarial.

Nous avons commencé par retracer les évolutions récentes en gouvernance d'entreprise sur le rôle des actionnaires (a). Nous proposerons alors d'étudier deux cas particuliers de la doctrine de l'engagement des actionnaires qui dressent des cadres légaux ou conventionnels pour décrire la « bonne conduite » de l'actionnaire. Nous présenterons ici les raisons pour lesquelles nous avons sélectionné ces cas (b). La doctrine de l'engagement actionnarial dote les actionnaires industrialisés de nouvelles responsabilités. L'analyse de la responsabilisation des actionnaires industrialisés par l'engagement actionnarial nous a alors ensuite permis de dégager une typologie des responsabilités de l'actionnaire industrialisé dont nous en expliquerons ici brièvement l'approche méthodologique (c).

a. L'encadrement des pratiques des actionnaires industrialisés : un changement de paradigme

La montée en puissance des investisseurs professionnels dans le capital des grandes sociétés cotées est, nous l'avons vu, au centre des débats de la gouvernance d'entreprise (cf. Partie I, Chapitre 2, I). En particulier, de nombreux juristes ont défendu un nouveau rôle des actionnaires en gouvernance d'entreprise (voir par exemple Bebchuk, 2005 ; Black, 1991 ; Gilson et Gordon, 2013 ; Illig, 2007). Les capacités d'action étendues des investisseurs professionnels leur font croire à une capacité de régulation des entreprises qui permettraient de compenser les insuffisances des mécanismes de gouvernance classiques (cf. Partie I, Chapitre 2, I).

La crise financière de 2007-2008 a nuancé cependant cet engouement. Les défaillances de la gouvernance d'entreprise furent certes dénoncées par le législateur mais le manque de régulation sur les marchés financiers eux-mêmes fut également tenus pour responsables de la

crise (Financial Crisis Inquiry Commission, 2011). Les travaux empiriques montrent que les investisseurs institutionnels auraient même contribué à la contagion de la crise (Manconi, Massa et Yasuda, 2012).

Les investisseurs professionnels sont aussi d'importants protagonistes dans ce qui a été perçu comme les manquements de la gouvernance d'entreprise (Hawley, Kamath et Williams, 2011). Dans cette perspective critique, les *hedge funds* ne constituent plus une opportunité pour le gouvernement d'entreprise mais sont dénoncés comme des investisseurs court-termistes qui encouragent la myopie managériale (Dallas, 2011). Les banques auraient d'ailleurs adopté des stratégies risquées à cause d'une sur-focalisation sur la performance financière et les cours de bourse (Bratton et Wachter, 2010), que les vagues d'OPA et l'activisme actionnarial auraient favorisée (Dallas, 2001).

Cependant, plus que le simple court-termisme des investisseurs, c'est le manque d'implication des investisseurs institutionnels dans le contrôle des managers qui fut retenu au niveau législatif (Birkmose, 2014). En 2010, le Royaume-Uni lance alors le UK Stewardship Code, un code à destination des investisseurs professionnels qui les encourage à s' « engager » avec les entreprises et assurer le « monitoring » des managers. Dans l'esprit du code, l'implication des actionnaires en gouvernance d'entreprise n'est plus pour l'investisseur professionnel un droit mais un devoir (Cheffins, 2010). Le UK Stewardship Code a inspiré d'autres Stewardship Code à l'étranger (Cuomo, Mallin et Zattoni, 2016 ; Hill, 2017) mais a surtout servi de base de discussion au niveau de l'Union Européenne pour penser une réforme des droits des actionnaires dans le sens de l'engagement à long-terme des investisseurs dans le monitoring des entreprises (Birkmose, 2014).

L'idée d'un *stewardship* des investisseurs comme fondement d'une responsabilité des investisseurs institutionnels constitue une innovation en gouvernance. Certains auteurs analysent par-là la transformation du problème posé par les investisseurs en solution, en opportunité pour la régulation du gouvernement d'entreprise (Heineman Jr et Davis, 2011).

D'un point de vue symbolique, la notion de *stewardship* a de fortes connotations éthiques voire même religieuses (voir par exemple Saltman et Ferroussier-Davis, 2000 ; Sherkat et Ellison, 2007). Le *stewardship* renvoie à la « bonne intendance » des objets dont on a la charge. En sciences de gestion et en psychologie organisationnelle, la *stewardship theory* est d'ailleurs une théorie du mode de gestion et de direction des entreprises qui adopte une perspective soucieuse des intérêts d'autrui (« *other-regarding perspective* ») (Hernandez, 2012). Cette théorie conteste que les individus agissent exclusivement par opportunisme et pour maximiser leur intérêt (Davis, Schoorman et Donaldson, 1997 ; Donaldson et Davis, 1991).

L'application de l'idée de *stewardship* aux investisseurs institutionnels ne peut donc manquer d'évoquer un référentiel normatif de l'ordre de la responsabilité. Le *stewardship* des investisseurs a d'ailleurs été associé à des problématiques d'investissement responsable et de responsabilité sociale des entreprises (Ivanova, 2017). De fait, certains auteurs célèbrent un changement de paradigme pour le capitalisme dans son ensemble (Davis, Lukomnik et Pitt-

Watson, 2009). D'autres, plus modérés, y voient un signal pour plus de collaboration entre investisseurs et managers et développent des modèles théoriques favorables à un engagement positif et collaboratif des investisseurs institutionnels (McNulty et Nordberg, 2016).

Pour les juristes, le UK Stewardship Code inaugure surtout un renversement majeur dans l'esprit des régulations en matière de gouvernement des entreprises (Chiu, 2011). La gouvernance d'entreprise, après s'être longuement attachée à définir les devoirs des administrateurs et défendre les droits des actionnaires, définit des devoirs de l'actionnaire (Birkmose, 2014 ; Cheffins, 2010).

On retrouve cette même préoccupation au niveau européen. Dans le sillage de la crise financière de 2008, la Commission Européenne publia en 2010 et 2011 deux Green Papers sur la gouvernance qui soulignaient combien le manque d'engagement des investisseurs institutionnels sur le long-terme avait pu contribué à la crise (Birkmose, 2014). Cette réflexion donna lieu à un projet d'amendement à la Directive 2007/36/EC sur les droits des actionnaires. Cet amendement aboutit à l'adoption de la Directive 2017/828 portant sur l'engagement à long-terme des actionnaires. Aussi, dans l'histoire législative européenne, le passage des droits aux devoirs des actionnaires ne pouvait être plus explicite.

Ainsi l'encadrement des pratiques des actionnaires industrialisés, par le biais de l'engagement actionnarial, constitue pour la régulation, du moins, un changement de paradigme. Les actionnaires deviennent des acteurs à « responsabiliser » en gouvernance d'entreprise.

Nous nous sommes aussi proposés dans cette partie de faire l'analyse de deux cas particuliers de la régulation de l'engagement actionnarial.

b. L'analyse du UK Stewardship Code et de la Directive européenne 2017/828: une formalisation des responsabilités et du rôle de l'actionnaire industrialisé

Le législateur s'est ainsi intéressé de manière croissante au rôle des investisseurs professionnels en gouvernance d'entreprise et en particulier aux devoirs de participation de ces investisseurs dans la gouvernance d'entreprise.

En particulier, le UK Stewardship Code a introduit la notion de responsabilités « *stewardship* » de l'investisseur professionnel, qui a alors à son tour inspiré de nombreuses autres codes de *stewardship* de l'investisseur (Hill, 2017) mais aussi des textes de l'Union Européenne.

Pour notre étude de la doctrine de l'engagement actionnarial, nous avons aussi sélectionné les cas du UK Stewardship Code et de la Directive Européenne 2017/828, que nous nous efforcerons ici de présenter.

i. Le UK Stewardship Code, un cas de *soft law* pour une gouvernance de l'actionnariat

Le UK Stewardship Code est le premier cas d'école du passage des droits aux devoirs des actionnaires dans les débats en gouvernance d'entreprise.

Le UK Stewardship Code, quelques éléments historiques

Très tôt touché par les scandales de gouvernance, le Royaume-Uni s'est lancé dans des réformes successives de ses règles de gouvernance d'entreprise (*hard law* et *soft law* confondues). Les faillites de Coloroll en 1990 et de Polly Peck en 1991 lancèrent le comité Cadbury en 1991. Ce comité initia une série de groupe de réflexions et de rapports qui menèrent à la publication en 1992 du premier code de gouvernance à destination des entreprises. Les investisseurs institutionnels restèrent relativement absents de cette discussion. À l'instar des États-Unis, la tradition juridique du Royaume-Uni le portait plutôt vers la défense stricte d'une *shareholder primacy norm* (Armour, Deakin et Konzelmann, 2003 ; Hansmann et Kraakman, 2001). Aussi, la réforme s'intéressait plus au rôle que devraient jouer les administrateurs dans la régulation des entreprises (Dahya et McConnell, 2007) qu'à celui des investisseurs institutionnel.

C'est en 1995, lors de la première révision du rapport Cadbury par le comité Hampel, que le rôle que pouvaient jouer les institutionnels fut souligné. Le code de gouvernance de 1998 insistait alors sur l'importance de l'exercice de leurs droits de vote et du dialogue entre investisseurs et managers (Cheffins, 2010). Au début des années 1990, les taux de vote des investisseurs institutionnels restaient encore assez bas (Roach, 2011). La faible participation des investisseurs commençait à se remarquer. En 2001, le rapport Myners sur les investissements institutionnels condamnaient explicitement le manque d'implication des gérants d'actifs dans la gouvernance d'entreprise. Le rapport fut à l'origine de la création par les investisseurs institutionnels du Institutional Shareholders Committee (ISC), qui rassemble les plus grandes associations d'investisseurs institutionnels. L'ISC publia un guide à l'usage des investisseurs institutionnels promouvant l'activisme actionnarial. Ce guide soutenait que les investisseurs institutionnels devraient assurer le monitoring des entreprises dans lesquelles ils investissent et rendre des comptes sur les processus mis en place et les résultats obtenus. En conséquence, la révision du rapport Hampel commissionnée par le gouvernement en 2003, le rapport Higgs conseillait aux investisseurs institutionnels de suivre les recommandations de l'ISC (Cheffins, 2010).

La crise financière raviva les débats. Les investisseurs institutionnels, mais aussi l'ISC, auraient manqué à leurs devoirs (Roach, 2011). Lord Myners, l'auteur du Myners Report, alors Secrétaire au Trésor des Services Financiers du gouvernement, qualifia les investisseurs institutionnels d' « *absentee landlords* » dans un discours d'avril 2009 (Cheffins, 2010). Bien qu'il ne conteste pas que les actionnaires soient les propriétaires de l'entreprise, mêmes les propriétaires auraient des devoirs.

Dès novembre 2009, l'ISC publiait un Code sur les Responsabilités des Investisseurs Institutionnels. Ce code encourageait les investisseurs institutionnels à considérer les enjeux long-terme et à rester vigilants sur les risques de crise financière. L'idée d'une « responsabilité » des investisseurs émergeait. La même année, le rapport Walker commissionné par le gouvernement pour examiner les pratiques de gouvernance d'entreprise au sein des banques saluait le code de l'ISC et recommandait aux investisseurs institutionnels de suivre ce qu'il nomma un code de « *stewardship* ». Le gouvernement chargea alors le Financial Reporting Council de la publication et du suivi d'un UK Stewardship Code pour les investisseurs institutionnels (Roach, 2011).

La notion de *stewardship* des investisseurs fit dès lors entrer en résonnance l'influence et les pouvoirs des investisseurs institutionnels avec l'idée de devoirs corollaires à l'égard non seulement de leurs bénéficiaires mais également dans l'intérêt long-terme des entreprises (Cheffins, 2010). Le UK Stewardship Code fait aujourd'hui figure de référence dans la définition de règles de gouvernance à destination des actionnaires (Cuomo, Mallin et Zattoni, 2016). Selon la juriste Iris Chiu, la notion de *stewardship*, telle que le UK Stewardship la présente, demeure cependant ambigüe. Le Stewardship Code hésiterait entre une refonte radicale du modèle de gouvernance d'entreprise, dans lesquels les investisseurs professionnels œuvrent pour un « bien commun », et une confirmation des modèles antérieurs, et notamment des devoirs fiduciaires des investisseurs envers leurs bénéficiaires et clients (Chiu, 2011).

L'analyse du UK Stewardship Code

Avant de rentrer dans le contenu de ces règles de gouvernance au prochain chapitre, nous nous proposons de présenter ici notre méthode d'analyse de ce qui nous est aussi apparu comme un objet de recherche pertinent, pour sa valeur à la fois historique et référentielle. Le UK Stewardship Code est un document en libre consultation sur le site du Financial Reporting Council (FRC)[23]. La version révisée de 2012, la plus récente, est un document relativement court, de 14 pages en cinq parties. Le document est introduit par des précisions sur l'esprit du code - « *Stewardship and the Code* », suivies des modalités d'application du code- « *Application of the Code* » dont le principe directeur *comply or explain* est détaillé dans une autre partie- « Comply or explain ». Les sept principes qui composent le code sont alors énoncés – « *The Principles of the Code* » pour être, enfin, détaillé et explicité les uns après les autres- « *The UK Stewardship Code, Principles 1-7* ».

Nous avons alors procédé à une analyse qualitative de document (Bowen, 2009) qui implique la recherche de thématiques et de catégories qui permettent de soutenir l'interprétation du document. Nous avons donc étudié ces différentes parties en nous intéressant tout particulièrement à la définition que le Code donne du *stewardship* dans la partie « *Stewardship and the Code* » et aux explications relatives aux principes énoncés. Cette analyse nous a permis

[23] https://www.frc.org.uk/getattachment/d67933f9-ca38-4233-b603-3d24b2f62c5f/UK-Stewardship-Code-(September-2012).pdf

de discuter des responsabilités que le Stewardship Code attribuent aux actionnaires et aux principes de bonne conduite qu'il propose en conséquence.

C'est alors avec les clefs de lecture du UK Stewardship Code que nous nous sommes ensuite intéressés à la Directive européenne 2017/828.

ii. La Directive européenne 2017/828 : un cas de *hard law* pour une gouvernance de l'actionnariat

Promulguée le 17 Mai 2017, la Directive européenne 2017/828 est un texte de loi de l'Union Européenne qui porte sur l'engagement à long-terme des actionnaires. Si la Directive ne reprend par la notion de *stewardship* de l'investisseur, elle instaure également un régime de responsabilité à destination des investisseurs professionnels en gouvernance d'entreprise. Ce cas de *hard law* en gouvernance actionnariale nous permet de confronter les propositions de la Directive à celles du UK Stewardship Code et de discuter la manière dont la régulation entreprend de responsabiliser un actionnariat industrialisé.

La Directive européenne 2017/828 est le résultat des travaux engagés dès 2011-2012 par la Commission européenne sur le gouvernement de l'entreprise (Birkmose, 2014). De premières versions du texte furent portées dès 2014 par l'alors commissaire chargé du Marché Intérieur et des Services, Michel Barnier. Tout comme le UK Stewardship Code, elle fait suite à la crise financière de 2008 et entend répondre aux appels en faveur de plus d'implication des investisseurs professionnels dans la gouvernance des entreprises. La Directive ainsi amende la Directive 2007/36/CE portant sur les droits actionnaires « en vue de promouvoir l'engagement à long-terme des actionnaires » (Directive 2017/828, p.1).

Tout comme le Stewardship Code, la Directive 2017/828 a pu être critiquée. Si elle répond à une volonté d'intégrer les enjeux de long-terme et les enjeux ESG dans la régulation des entreprises, elle repose pour certains sur une logique qui consiste à confier cette régulation aux actionnaires et ainsi à légitimer leur action (Johnston et Morrow, 2014, 2015). Pour ces auteurs, même s'il a une vocation normative, l'engagement des actionnaires revient à renforcer les pouvoirs des actionnaires et à confirmer le modèle dominant de la *shareholder primacy*.

Traduite dans toutes les langues de l'Union[24], la Directive 2017/828 se présente comme un document de 25 pages qui suit les canons des directives européennes. La Directive se divise en deux parties. La première sont les considérations introductives, soit l'exposé des motifs, quant aux modifications apportées à la Directive 2007/36/CE. Il s'agit du diagnostic établit par la Commission européenne qui motive les dispositions réglementaires prises par la Directive. La seconde partie consiste en les modifications proprement dites.

[24] Pour notre étude nous nous référerons à la traduction officielle française.

À l'instar de notre travail sur le UK Stewardship Code, nous avons eu recours à une analyse qualitative de document (Bowen, 2009) et nous sommes attachés à dégager les grandes thématiques et structures de ce texte de loi.

Les résultats de nos analyses sur le UK Stewardship Code et la Directive européenne 2017/828 montrent des similarités dans l'approche de la responsabilisation des actionnaires industrialisés, que nous avons alors cherché à représenter.

c. *La représentation des responsabilités de l'actionnaire : un effort de modélisation*

L'exploration des responsabilités actionnariales définies par le UK Stewardship Code et la Directive européenne 2017/828 nous a permis de dégager les rationalités qui sous-tendent la responsabilisation des investisseurs professionnels en gouvernance d'entreprise. Ces rationalités permettent d'illustrer des orientations de la responsabilisation de l'actionnaire industrialisé mais comportent cependant un certain nombre d'ambiguïtés.

Afin de comprendre comment se construit la responsabilité de l'actionnaire industrialisé et d'en isoler les principaux paramètres, nous avons alors proposé une modélisation des rationalités possibles pour responsabiliser les actionnaires industrialisés. Il s'agissait pour nous de comprendre comment le modèle de responsabilité de l'actionnaire se superposait et s'intégrait dans le modèle classique de la responsabilité en gouvernance d'entreprise tel que nous l'avions défini dans la première partie (Partie I, Chapitre 1, III).

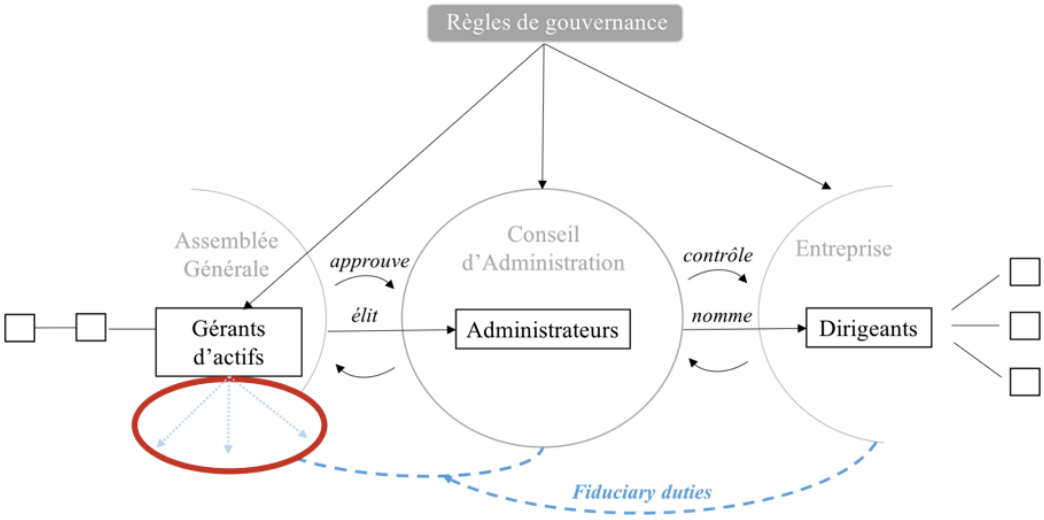


Figure 20: Locus d'analyse de la responsabilisation des gérants d'actifs dans le modèle de responsabilité en gouvernance d'entreprise [25]

[25] Nous choisissons ici d'ignorer le rôle des *proxy advisors* qui ne font pas partie de notre étude des responsabilités des actionnaires industrialisés. Nous les retrouverons cependant en discussion de nos résultats de thèse.

Notre modélisation des responsabilités de l'actionnariat industrialisé a ainsi consisté à représenter la définition mais aussi les orientations des responsabilités des gérants d'actifs dans le modèle actualisé de la gouvernance d'entreprise. Ce modèle de gouvernance d'entreprise tient compte non seulement de l'industrialisation de l'actionnariat mais aussi de l'encadrement des pratiques d'engagement des actionnaires industrialisés.

Dès lors, de cette modélisation est apparue une typologie de différents ordres de responsabilités actionnariales. Cette typologie nous a alors permis de construire une représentation unifiée des responsabilités de l'actionnaire industrialisé et de situer les formes actuelles de responsabilisation de l'actionnaire au regard d'un modèle de la responsabilité actionnariale.

**

Au cours de ce troisième chapitre, nous avons pu expliquer notre démarche de recherche quant à l'exploration du concept d'engagement actionnarial dans le contexte d'une industrialisation de l'actionnariat. En particulier, nous avons fait le choix d'étudier ce concept sous le prisme de l'encadrement des pratiques d'engagement des actionnaires industrialisés. La doctrine de l'engagement actionnarial témoigne de l'émergence d'une gouvernance de l'actionnariat et permet de mettre en lumière la responsabilisation de l'actionnaire industrialisé que cette nouvelle forme de gouvernance implique.

Dans ce chapitre, nous avons tout d'abord cherché à présenter l'originalité d'une responsabilisation de l'actionnaire par l'engagement actionnarial. Nous avons alors décrit les précédentes voies de responsabilisation de l'actionnaire. En particulier, l'Investissement Socialement Responsable est une forme spontanée de responsabilisation des actionnaires qui oriente l'univers d'investissement des investisseurs vers des entreprises aux pratiques jugées responsables. Le champ de responsabilité de l'investisseur ISR est ainsi réduit aux seules entreprises éligibles dans son univers d'investissement. L'activisme social des actionnaires, qui constitue une stratégie ISR en gouvernance d'entreprise, étend le champ d'action des investisseurs « responsables » à l'ensemble des entreprises. Grâce à un usage volontaire des outils de la gouvernance d'entreprise, les activistes sociaux transmettent aux entreprises leurs attentes éthiques ou ESG. Cependant, la légitimité de l'activisme social d'actionnaires industrialisés, aux capacités d'influence démultipliées, interroge. Plus généralement, ces deux

formes de responsabilisation de l'actionnaire ne dressent pas de cadre général de responsabilité de l'actionnaire industrialisé. Elles ne conçoivent pas une gouvernance de l'actionnariat qui réponde aux défis de l'industrialisation des actionnaires.

Afin d'approcher une telle gouvernance, nous chercherons, dans cette seconde partie, à construire une modélisation des responsabilités de l'actionnaire industrialisé. Pour cela, l'étude de l'encadrement de l'engagement actionnarial nous a alors semblé constituer une opportunité pour analyser la manière dont le législateur élabore des responsabilités pour un actionnariat industrialisé.

Nous avons alors expliqué dans ce chapitre notre stratégie de recherche et en particulier comment l'encadrement de l'engagement actionnarial révèle un changement de paradigme pour la gouvernance d'entreprise. Elle atteste d'un passage d'une défense des droits des actionnaires à la promotion de devoirs actionnariaux en gouvernance d'entreprise.

Nous avons sélectionné pour notre étude le cas du UK Stewardship Code qui fut, en *soft law*, le premier exemple du passage d'une gouvernance d'entreprise à une gouvernance de l'actionnariat. Le UK Stewardship Code donne des principes de « bonne conduite » aux investisseurs professionnels en gouvernance d'entreprise et promeut en particulier leur engagement auprès des entreprises. Nous lui avons également ajouté le cas de la Directive européenne 2017/828, qui est un texte de *hard law* inspiré du UK Stewardship Code et qui pose un cadre législatif à l'engagement des actionnaires en gouvernance d'entreprise. Dans le prochain chapitre, nous nous examinerons et approfondirons ces deux cas doctrinaux de l'engagement actionnarial.

Chapitre 4

La construction du concept d' « engagement actionnarial » dans la doctrine : un effort de définition des responsabilités de l'actionnaire industrialisé

I. LA REGULATION DU ROLE DES INVESTISSEURS PROFESSIONNELS EN GOUVERNANCE D'ENTREPRISE : UNE GOUVERNANCE DE LA CHAINE D'INTERMEDIATION ACTIONNARIALE _____ 109

a. Le UK Stewardship Code, une gouvernance des relations des investisseurs professionnels avec leurs parties prenantes _____ 109

b. La Directive européenne 2017/828, une gouvernance des risques financiers par la chaîne actionnariale _____ 113

II. LES RESPONSABILITES DES ACTIONNAIRES INDUSTRIALISES: LES GERMES D'UNE THEORIE DE L'« ENGAGEMENT » DES ACTIONNAIRES _____ 118

a. Les propriétés de l'engagement des actionnaires dans la régulation, une hypothèse forte d'alignement des intérêts des parties prenantes de la chaîne actionnariale _____ 118

b. L'engagement des investisseurs dans la régulation, un modèle d'action flou _____ 121

La doctrine de l'engagement actionnarial propose une voie originale de responsabilisation des actionnaires en gouvernance d'entreprise dans un contexte d'industrialisation de l'actionnariat.

Aussi ces initiatives réglementaires récentes en gouvernance d'entreprise invitent à penser non plus une gouvernance du rôle des managers et des administrateurs mais une gouvernance de l'actionnariat. Comment conçoivent-elles le rôle de l'actionnaire industrialisé en gouvernance d'entreprise ? Quelles responsabilités définissent-elles ? Comment ces responsabilités s'articulent-elles avec les pratiques de l'actionnaire industrialisé ?

À travers l'analyse du cas du UK Stewardship Code et de la Directive européenne 2017/828, nous discuterons des orientations prises par la régulation pour responsabiliser les pratiques actionnariales des investisseurs professionnels.

Nous commencerons par expliquer en quoi ces deux cas de régulation du rôle des investisseurs professionnels en gouvernance d'entreprise ébauchent une gouvernance d'un actionnariat industrialisé (I). Puis, nous analyserons les responsabilités que ces principes de bonne conduite attribuent aux actionnaires industrialisés et nous intéresserons en particulier au concept d' « engagement » des actionnaires (II).

I. La régulation du rôle des investisseurs professionnels en gouvernance d'entreprise : une gouvernance de la chaîne d'intermédiation actionnariale

Le UK Stewardship Code et la Directive européenne 2017/828 sont deux textes de régulation qui visent à encadrer l'implication des investisseurs professionnels dans la gouvernance d'entreprise et en particulier à encourager l' « engagement actionnarial ». Quelles obligations ces textes à vocation normative donnent-ils ? Qui sont les parties impliquées par ces obligations ?

Avant d'entrer dans la discussion des responsabilités de l'actionnaire industrialisé définies par ces cas particuliers de la régulation de l'engagement des investisseurs professionnels dans la gouvernance d'entreprise, nous proposons dans un premier temps d'en dégager le contenu normatif.

Notre analyse montre que le UK Stewardship Code et la Directive européenne 2017/828 esquissent une gouvernance de l'actionnariat industrialisé, et en particulier de la chaîne d'intermédiation actionnariale. Le UK Stewardship Code propose des principes de bonne conduite des investisseurs qui encadrent les relations des investisseurs professionnels avec leurs parties prenantes (a). Quant à la Directive européenne, elle pose un cadre de prévention des risques posés par l'industrialisation de l'actionnariat qui définit également une gouvernance de la chaîne d'intermédiation actionnariale (b).

a. Le UK Stewardship Code, une gouvernance des relations des investisseurs professionnels avec leurs parties prenantes

Le UK Stewardship Code et la notion de stewardship

Lancé en 2010, le UK Stewardship Code introduit la notion de « *stewardship* » de l'investisseur professionnel dans les débats sur la gouvernance d'entreprise. C'est donc un document de régulation important puisqu'il permet de préciser et d'expliquer cette notion qui a connu depuis de nombreuses récupérations (Davis, Lukomnik et Pitt-Watson, 2009 ; Hill, 2017). Dans la version révisée de 2012, il définit le *stewardship* en ces termes :

> "For investors, stewardship is more than just voting. Activities may include monitoring and engaging with companies on matters such as strategy, performance, risk, capital structure, and corporate governance, including culture and remuneration. Engagement is purposeful dialogue with companies on these matters as well as on issues that are the immediate subject of votes at general meetings."
>
> UK Stewardship Code, 2012, p.1

Le *stewardship* repose ainsi sur l'implication des investisseurs sur les sujets de gouvernance et à exercer une forme de contrôle, collaboratif, des décisions des managers ou des administrateurs. Cette implication prend deux formes, le *monitoring* des entreprises, que nous pourrions traduire par « suivi des entreprises », et l'*engagement*, soit, dans son sens anglais, le dialogue avec les entreprises.

Les devoirs « souples » du steward

La notion de *stewardship* telle que la présente le UK Stewardship Code implique une obligation de moyens plus qu'une obligation de résultats. Dans la partie « *Application of the Code* », le FRC définit des obligations relativement souples pour les signataires du code :

> "The FRC expects signatories of the Code to publish on their website, or if they do not have a website in another accessible form, a statement that:
> - describes how the signatory has applied each of the seven principles of the Code and discloses the specific information requested in the guidance to the principles; or
> - if one or more of the principles have not been applied or the specific information requested in the guidance has not been disclosed, explains why the signatory has not complied with those elements of the Code"
>
> UK Stewardship Code, 2012, p. 2

Le UK Stewardship Code exige donc des investisseurs d'être transparents sur la manière dont ils remplissent leurs responsabilités de *stewards*. Ces activités de *stewardship* n'ont pas pour obligation de produire des résultats spécifiques. De plus, le code est régi par le principe de « *Comply or Explain* ». Ce principe, qui fut introduit par le UK Combined Code de 1998 (MacNeil et Li, 2006) et qui a été repris dans la plupart des codes de gouvernance d'entreprise (Cuomo, Mallin et Zattoni, 2016), autorise les investisseurs à s'éloigner des prescriptions du code à condition qu'ils en expliquent les raisons. Les investisseurs doivent se conformer à ces prescriptions ou justifier pourquoi ils ne le font pas.

Ainsi, le UK Stewardship Code se présente comme un code « déontologique » qui donne des recommandations souples de « bonne conduite » aux investisseurs.

Le UK Stewardship Code, des principes de « bonne conduite » pour la chaîne d'intermédiation actionnariale

Ces recommandations se déclinent alors en sept principes principaux :

> "So as to protect and enhance the value that accrues to the ultimate beneficiary, institutional investors should:

1. publicly disclose their policy on how they will discharge their stewardship responsibilities.
2. have a robust policy on managing conflicts of interest in relation to stewardship which should be publicly disclosed.
3. monitor their investee companies.
4. establish clear guidelines on when and how they will escalate their stewardship activities.
5. be willing to act collectively with other investors where appropriate.
6. have a clear policy on voting and disclosure of voting activity.
7. report periodically on their stewardship and voting activities."

UK Stewardship Code, 2012, p.5

Les principes du UK Stewardship définissent ainsi des obligations de transparence (principes 1, 2, 6 et 7) et des obligations d'action (principes 3, 4 et 5). Le code développe des thématiques qui vont du vote des actionnaires en assemblée général aux devoirs des intermédiaires financiers envers leurs bénéficiaires et clients, en passant par les moyens d' « *engagement* » avec les entreprises. Au-delà des investisseurs professionnels, le code fait donc intervenir les parties prenantes des investisseurs dans le champ de ses préoccupations.

En particulier, les principes 2, 3, 4 et 5 régissent une activité de *stewardship* de l'investisseur au regard des relations que les investisseurs *steward* doivent établir avec ces parties prenantes.

Principe	**Thème**	**Type d'obligation**
Principe 2	Conflits d'intérêts	Agir pour les bénéficiaires / clients
Principe 3	Monitoring des entreprises (régulier)	Agir sur les entreprises
Principe 4	Intervention individuelle (ponctuelle)	Agir sur les entreprises
Principe 5	Intervention collective (ponctuelle)	Agir sur les entreprises
		Agir avec et pour les autres investisseurs
Principe 6	Vote	Être transparent, avec les entreprises notamment

Tableau 6: Le UK Stewardship Code et la gouvernance des relations des investisseurs avec leurs parties prenantes

i. La relation investisseur-bénéficiaire, une hiérarchisation des responsabilités des investisseurs professionnels

Le second principe est également un principe de transparence, cependant il permet au UK Stewardship Code de réaffirmer l'ordre des priorités des investisseurs, qui sont tenus avant tout par leurs devoirs fiduciaires[26] à l'égard de leurs bénéficiaires et de leurs clients (cf. UK Stewardship Code, 2012, p.6). Les responsabilités de *stewardship* imposent ainsi une gestion des conflits d'intérêts potentiels dont la règle d'arbitrage doit être l'intérêt de ceux qui les ont investis.

ii. La relation investisseur – entreprise, le *monitoring* des entreprises

Aux principes 3, 4 et 5, le UK Stewardship Code organise le mode relationnel des investisseurs et des entreprises. Afin d'assumer leurs « responsabilités » *stewardship*, les investisseurs agissent « sur » l'entreprise. Il s'agit du *monitoring* en propre et de l'*engagement* avec les entreprises. Cependant, et nous y reviendrons, cette relation est plus complexe qu'un simple contrôle de l'investisseur sur l'entreprise. Au sujet du vote par exemple, au principe 6, l'investisseur s'engage aussi à prévenir en amont l'entreprise de ses décisions de vote négatives (cf. UK Stewardship Code, 2012, p. 9).

iii. La relation investisseur-investisseur, une communauté d'intérêts

Enfin, le UK Stewardship Code s'intéresse, à travers le principe 5 sur l'intervention collective, à la relation entre les investisseurs eux-mêmes. Ce principe promeut notamment l'engagement collectif des investisseurs. Les investisseurs sont encouragés à collaborer entre eux. Au-delà de la simple promotion d'une relation collaborative, les code prévoit les conditions de cette collaboration. Il souligne en particulier que les investisseurs devraient :

> "Disclose their policy on collective engagement, which should indicate their readiness to work with other investors through formal and informal groups when this is necessary to achieve their objectives and ensure companies are aware of concerns. The disclosure should also indicate the kinds of circumstances in which the institutional investor would consider participating in collective engagement."
>
> UK Stewardship Code, 2012, p. 9

Cette disposition oblige les investisseurs à se montrer transparents sur la manière dont ils se positionnent à l'égard de l'intervention collective mais aussi à faire connaître leurs positions respectives pour pouvoir identifier leurs « collaborateurs » éventuels.

[26] Voir Partie I, Chapitre 2, III.

Le code affirme ainsi une communauté d'intérêts des investisseurs.

> "Collective engagement may be most appropriate at times of significant corporate or wider economic stress, or when the risks posed threaten to destroy significant value."
>
> UK Stewardship Code, 2012, p. 8

Les investisseurs ont des intérêts financiers communs qu'il s'agit de défendre collectivement. Le UK Stewardship Code pense ainsi la relation entre investisseurs de façon horizontale. Les investisseurs apparaissent comme une classe d'acteurs partageant des motivations et des intérêts communs. C'est pourquoi ils sont potentiellement amenés à collaborer.

De façon plus générale, la gouvernance de l'actionnariat proposée par le UK Stewardship Code apparaît aussi comme une gouvernance de la chaîne actionnariale qui organise les rapports que les investisseurs entretiennent avec leurs parties prenantes, c'est-à-dire les parties affectées par leur comportement en gouvernance d'entreprise.

b. La Directive européenne 2017/828, une gouvernance des risques financiers par la chaîne actionnariale

La Directive européenne 2017/828 n'est pas très éloignée de l'approche *soft law* développée par le UK Stewardship Code. Si elle ne reprend pas le terme de *stewardship*, la Directive porte sur « l'engagement à long-terme des actionnaires » et elle encourage l'engagement des investisseurs professionnels auprès des entreprises à travers un certain nombre de dispositions.

Chaque disposition est motivée dans la section « considérant que » qui présente les diagnostics émis par les institutions européenne sur les pratiques contemporaines de gouvernance d'entreprise, mais aussi sur le contexte économique et financier dans lequel évoluent les entreprises. Nous avons ainsi regroupé les dispositions majeures qui concernent les actionnaires et leur engagement[27] et pour chacune d'entre elles nous avons explicité le diagnostic et l'objectif poursuivi par la disposition, à partir des explications données dans les considérations introductives. Nous avons repris ces différents éléments dans le tableau suivant.

[27] Nous avons laissé de côté les dispositions relatives aux questions transfrontalières, notamment d'harmonisation, et interprété les dispositions portant sur la rémunération du dirigeant sous le prisme exclusif de l'engagement actionnarial.

Tableau 7: Récapitulatif des dispositions de la Directive européenne 2017/828 quant à l'engagement des actionnaires

Thèmes	Communication entre la société et ses actionnaires	Accès aux droits des actionnaires	Engagement des actionnaires	Investissement de long-terme	Rôle des proxy advisors	Say on Pay	Droits des actionnaires minoritaires
Disposition	Les intermédiaires doivent transmettre aux sociétés les informations nécessaires à l'identification de ses actionnaires par la société	Les intermédiaires doivent transmettre aux actionnaires les informations nécessaires à l'exercice de leurs droits, faciliter l'exercice effectif de ces droits ou suivre leurs instructions pour des honoraires raisonnables	Les intermédiaires financiers doivent communiquer une politique d'engagement et de vote, et expliquer dans quelle mesure elle entre en cohérence avec la stratégie d'investissement	L'accord entre les gérants d'actifs et les investisseurs institutionnels doit être transparent et les gérants d'actifs doivent communiquer leur politique d'investissement en matière d'horizon temporel	Les agences de conseil en vote doivent publier un code de conduite	Les actionnaires doivent pouvoir voter en assemblée générale sur une politique de rémunération (ex-ante) et un rapport de rémunération (ex-post) qui détaillent la structure et les critères de rémunération des dirigeants	Les actionnaires doivent pouvoir voter en assemblée générale sur certaines transactions avec des parties liées et disposer des informations nécessaires à ce sujet
Considérations	(4)-(7)	(8)-(13)	14-18	(19)-(24)	(25)-(27)	(28)-(41)	(42)-(45)
Articles	Article 3bis	Articles 3 ter, 3 quater, 3 quinques	Article 3 octis	Article 3 nonies; Article 3 decies	Article undecies	Article 9 bis; 9 ter	Article 9 quater
Diagnostic	- Complexité et obscurité de la chaîne d'intermédiation - Besoin de communication entre la société et ses actionnaires	Dépendance des actionnaires à leurs intermédiaires financiers pour l'exercice de leurs droits	- Importance de l'engagement des actionnaires pour l'équilibre des pouvoirs - Impact potentiellement positif de l'engagement sur la performance financière et extra-financière de la société (dont ESG) - Désengagement et pression financière court-termiste des intermédiaires financiers	- Recours des investisseurs institutionnels aux gérants d'actifs - Horizon court-termiste des gérants d'actifs - Importance du long-terme pour une gestion responsable, dans l'intérêt notamment des bénéficiaires des investisseurs institutionnels et des sociétés	- Recours aux agences de conseil en vote par les intermédiaires financiers - Influence des proxy advisors qui ne sont pas soumis à des règles de transparence notamment au regard des conflits d'intérêts potentiels	- Importance de la fonction dirigeante reflétée dans la politique de rémunération qui ne peut donc pas se cantonner à des objectifs financiers court-termistes - Compétence des organes de gouvernance dont les actionnaires en la matière	Influence des parties liées via les transaction avec la société potentiellement au détriment des actionnaires et en particulier des minoritaires
Objectif	Permettre l'identification par la société de ses actionnaires	Favoriser l'accès des actionnaires à l'exercice de leurs droits, notamment de vote, en garantissant l'efficience de la chaîne d'intermédiation	Encourager l'engagement des investisseurs institutionnels qui sont parmi les mieux placés pour assurer un engagement efficace et constructif des actionnaires	Favoriser l'investissement de long-terme en alignant les stratégiés d'investissements des gérants d'actifs sur l'intérêt des bénéficiaires des investisseurs institutionnels	Rendre transparent le rôle des agences de conseil en vote et favoriser le bon alignement de leurs pratiques sur l'intérêt des actionnaires	Encourager des politiques et des pratiques de rémunération des dirigeants alignées sur le long-terme, la stratégie et les performances financières et extra-financières (dont ESG) de la société	Défendre les droits des actionnaires en assurant la transparence et le contrôle des transactions avec des parties liées

Ce tableau met en évidence la richesse des diagnostics que la Commission européenne, en charge de la rédaction du texte, a émis sur l'industrialisation de l'actionnariat. En particulier, la Directive insiste sur sa motivation première, c'est-à-dire prévenir les crises économiques et financières.

Dès le second point des considérations introductives, la Directive explique :

> « La crise financière a révélé que, dans de nombreux cas, les actionnaires soutenaient une prise de risque à court terme excessive des gestionnaires. En outre, il apparaît clairement que, souvent, les investisseurs institutionnels et les gestionnaires d'actifs ne suivent pas suffisamment les sociétés détenues et ne s'y engagent pas assez, et qu'ils sont trop centrés sur les rendements à court terme, ce qui peut conduire à une gouvernance d'entreprise et des performances sous-optimales. »
>
> (Directive 2017/828 p.1)

Selon la Directive, la recherche des rendements court-terme et la pression financière mise sur les entreprises par les actionnaires sont, pour partie du moins, responsables de la crise financière de 2008. La Directive entend répondre alors à l'insuffisance diagnostiquée de l'engagement des actionnaires dans la gouvernance d'entreprise. Ce niveau de gouvernance actionnariale procède ainsi explicitement d'un besoin mis en évidence par l'expérience des crises financières.

Là encore, il s'agit pour les intermédiaires financiers d'assurer le *monitoring*, soit le suivi régulier des entreprises, et de défendre l'intérêt des actionnaires qu'ils représentent. À l'instar du UK Stewardship Code, la Directive encadre les relations qu'entretiennent les investisseurs professionnels avec leurs parties prenantes, le long de la chaîne d'intermédiation actionnariale.

La Directive reprend la thématique des conflits d'intérêt et la priorité de l'intérêt des bénéficiaires, mais aussi l'idée de dialogue et de communication entre les actionnaires et la société, ainsi que l'importance de la coopération entre actionnaires. Elle distingue cependant les bénéficiaires, des investisseurs institutionnels et des gérants d'actifs dans la chaîne d'intermédiation actionnariale. Ici, on entend par investisseur institutionnel, les fonds de placement collectif, que nous avons appelé « collecteur d'épargne », dans la partie précédente, et les gérants d'actifs, des sociétés qui ne se consacrent qu'à la gestion de l'épargne confiée par l'investisseur institutionnel. La Directive s'attaque par ailleurs au rôle des *proxy advisors* dans la gouvernance d'entreprise. Chaque échelon de la chaîne d'intermédiation actionnariale doit pouvoir ainsi apporter son support à l'engagement des actionnaires et à ainsi au monitoring et au dialogue avec les entreprises.

Court-termisme et complexité de la chaîne d'intermédiation sont donc les deux principales raisons qui motivent une régulation de la gouvernance de l'actionnariat telle que la propose la Directive 2017/828.

*

Ainsi, les obligations définies par le UK Stewardship Code et la Directive européenne 2017/828 établissent une gouvernance des relations des investisseurs professionnels avec leurs parties prenantes. Elles confirment en particulier la primauté de l'intérêt des bénéficiaires et des clients des investisseurs. Elles définissent une communauté d'intérêts entre les investisseurs. Enfin, elles affirment la nécessité d'un *monitoring* des entreprises.

Ces formes de régulation du rôle des investisseurs en gouvernance d'entreprise définissent ainsi une gouvernance de la chaîne actionnariale.

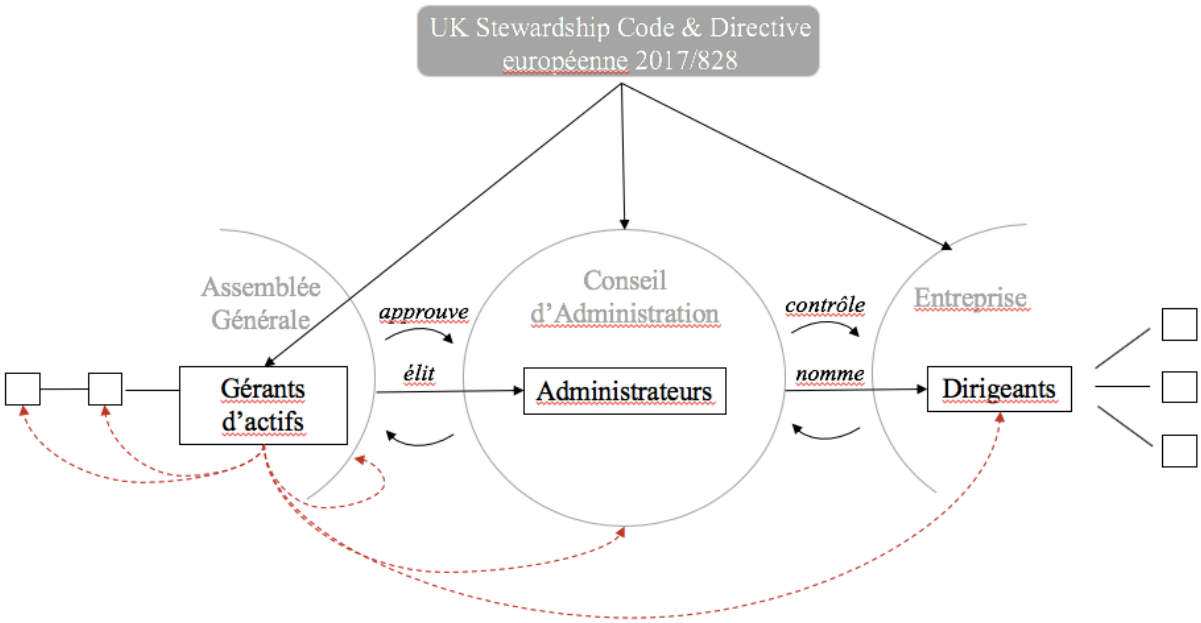


Figure 21: La gouvernance actionnariale selon le UK Stewardship Code et la Directive européenne : une gouvernance des parties prenantes de la chaîne actionnariale [28]

Dans cette gouvernance de l'actionnariat industrialisé, la figure du gérant d'actifs occupe la première place. C'est au gérant d'actifs que revient la charge de défendre les intérêts des parties prenantes en amont de la chaîne d'intermédiation actionnariale. C'est encore au gérant d'actifs que revient la tâche d'assurer le monitoring et l'engagement avec les entreprises. Enfin, c'est

[28] La Directive européenne 2017/828 prévoit également des règles de gouvernance pour les administrateurs et les entreprises. C'est pourquoi nous représentons des flèches qui lient le UK Stewardship Code et la Directive européenne au conseil d'administration et à l'entreprise.

également au gérant d'actifs d'assurer les conditions de possibilité de la collaboration avec les autres actionnaires.

Cependant les modalités du modèle d'action des investisseurs professionnels, tel que le définissent le UK Stewardship Code et la Directive européenne, doivent encore être explicitées. Comment les actionnaires industrialisés sont-ils supposés conduire l'engagement actionnarial avec les entreprises ? Quels sont les résultats escomptés de l'engagement des investisseurs professionnels ?

Le UK Stewardship Code et la Directive européenne semblent cependant attacher de nombreuses propriétés à la gouvernance de la chaîne actionnariale et à l'engagement des actionnaires auprès des entreprises. L'objet de la Directive européenne fait aussi explicitement référence aux crises financières pour expliquer l'origine et la nécessité d'un texte de *hard law* dédié à l' « engagement à long-terme des actionnaires ».

Les obligations de l'actionnaire industrialisé, que ces deux cas de régulation définissent, présupposent ainsi un certain nombre de liens causaux entre l'action des investisseurs et la santé des entreprises et du système financier. En particulier, elles paraissent définir ainsi un régime de « responsabilité » de l'actionnaire industrialisé. Nous proposons désormais de dégager les caractéristiques de l'engagement des actionnaires dont les propriétés participent, selon la régulation, à la responsabilisation des investisseurs professionnels.

II. Les responsabilités des actionnaires industrialisés: les germes d'une théorie de l'« engagement » des actionnaires

Le UK Stewardship Code et la Directive européenne 2017/828 attribuent un certain nombre d'obligations aux investisseurs professionnels, notamment en matière d'engagement actionnarial. Dans quelle mesure ces obligations constituent-elles des responsabilités des actionnaires industrialisés ?

Pour cela, nous proposons d'explorer le concept d'engagement des actionnaires que ces principes de bonne conduite des investisseurs professionnels promeuvent. Les résultats de cette analyse font apparaître une ébauche théorie de l'engagement des actionnaires qui repose sur une hypothèse forte d'alignement des intérêts parties prenantes des investisseurs (a) et qui définit des pratiques d'engagement aux frontières ambigües (b).

a. Les propriétés de l'engagement des actionnaires dans la régulation, une hypothèse forte d'alignement des intérêts des parties prenantes de la chaîne actionnariale

La Directive européenne 2017/828 détermine, nous l'avons vu, une gouvernance de la chaîne actionnariale afin de répondre aux risques de crises financières des entreprises. Si le UK Stewardship Code ne fait pas explicitement référence à la crise de 2008, il alloue également un rôle « préventif » aux investisseurs professionnels. Il prévoit en particulier que les investisseurs devraient « *endeavour to identify at an early stage issues that may result in a significant loss in investment value* » (UK Stewardship Code, p.7). Les investisseurs ont ainsi la charge d'anticiper les potentiels risques financiers que rencontrent les sociétés.

Ces deux textes proviennent ainsi de l'identification des crises financières comme un dommage en partie imputable à l'action ou à l'inaction des investisseurs. Ils élaborent des principes qui entendent éviter ces dommages. La notion de *stewardship* de l'investisseur se préoccupe, à ce titre, de l' « économie dans son ensemble ».

> "Stewardship aims to promote the long term success of companies in such a way that the ultimate providers of capital also prosper. Effective stewardship benefits companies, investors and the economy as a whole."
>
> UK Stewardship Code, 2012, p.1

Si le UK Stewardship Code insiste sur la responsabilité première des investisseurs à l'égard de leurs bénéficiaires, soit les pourvoyeurs ultimes du capital, il n'en considère pas moins l'intérêt des autres parties prenantes de la chaîne actionnariale. Le *stewardship* des investisseurs sert

aussi bien l'intérêt à long-terme des sociétés que celui des autres investisseurs et l'intérêt général.

Le Financial Reporting Council fait ainsi l'hypothèse que l'intérêt des bénéficiaires des investisseurs, celui des investisseurs professionnels, celui des entreprises s'alignent sur l'intérêt général lorsque les investisseurs professionnels accomplissent leurs responsabilités de *stewards*.

Les dispositions prises par la Directive européenne se fondent une hypothèse implicite similaire. Dans l'esprit de la Directive européenne, l'intérêt des bénéficiaires des investisseurs est aligné sur l'intérêt long-terme des entreprises.

En 2014, lors d'une conférence de presse annonçant le projet de directive, le Commissaire Michel Barnier avait d'ailleurs exprimé la position suivante :

> « Pour promouvoir leur croissance à long terme, les 10 000 entreprises cotées en Europe ont une base très solide: les citoyens et les titulaires d'un plan de pension qui investissent leur argent, leur épargne, dans les entreprises européennes pour avoir un retour sur investissement solide, crédible, sur 10, 20, ou 30 ans.
> C'est un énorme volume de ressources : les assureurs et les fonds de pension européens à eux seuls ont investi 4000 milliards d'Euros dans les actions, ce qui correspond à près de 60% de la capitalisation des entreprises européennes cotées en bourse.
> Or, l'intérêt de s'engager vraiment dans la vie de l'entreprise et d'investir à long-terme est parfois dilué ou fragilisé dans une longue chaine de contrôle. »[29]
>
> Michel Barnier, alors Commissaire européenne en charge Marché Intérieur et des Services, 9 avril 2014

On retrouve ici une image du petit épargnant, en écho à la figure classique de l'actionnaire, dont les intérêts sont supposés coïncider avec la performance long-terme de l'entreprise.

Aussi, le UK Stewardship Code et la Directive européenne 2017/828 dessinent chacun les contours d'une obligation d' « engagement » des actionnaires selon laquelle l'implication des actionnaires en gouvernance d'entreprise permet d'aligner l'intérêt de l'ensemble des parties prenantes des investisseurs, au nombre desquels leurs bénéficiaires et clients, les sociétés dans lesquelles ils investisseurs, leur propre intérêt ainsi que celui des autres investisseurs, et l'intérêt général.

Il est cependant possible de souligner que l'hypothèse d'alignement des intérêts est une hypothèse forte, qui exigerait d'être assise sur des explorations empiriques et adossées de

[29] Discours reproduit en ligne : https://www.parlementairemonitor.nl/9353000/1/j9tvgajcovz8izf_j9vvij5epmj1ey0/vjism2nzq2ug?ctx=vgg41g1vpcsp&tab=1&start_tab1=35 (dernière consultation : 18/09/2018)

critères ou procédés d'évaluation. Comment les pratiques d'engagement des investisseurs permettent-elles d'aligner ces intérêts ? Quel en est le cadre ? S'ils en définissent la pratique, ni le UK Stewardship Code, ni la Directive européenne 2017/828 ne proposent cependant de critères d'évaluation ou d'efficience de l'engagement des investisseurs.

<u>Encadré 3</u> :
Le concept d' « engagement » des actionnaires, proposition d'une définition

Nous l'avons évoqué dans l'Introduction Générale de cette thèse, le concept d' « engagement » des actionnaires admet des définitions variées. Nous nous sommes ici intéressés en particulier à la définition donnée par la régulation de l'engagement actionnarial.

Au sens du UK Stewardship Code, l'*engagement* des investisseurs se comprend dans son sens anglais, c'est-à-dire comme une action volontaire qui vise à entrer en relation avec une partie ou à se saisir d'un sujet en particulier. Au sens de la Directive européenne, l'engagement des actionnaires dépasse le simple dialogue des actionnaires avec les entreprises et regroupe l'ensemble des activités légitimes des actionnaires en gouvernance d'entreprise (voir définition donnée p. 23), que le UK Stewardship Code nomme « *stewardship responsbilities* ».

Pour faciliter l'exposé de nos analyses, nous nous proposons de retenir une définition « englobante » de l'engagement actionnarial. Nous entendons dorénavant par engagement actionnarial toute forme d'implication des actionnaires dans la gouvernance d'entreprise. Cela comprend ainsi les différentes manières dont un actionnaire peut faire usage de leurs moyens d'action.

En ce sens, l'*engagement* et le *monitoring* du UK Stewardship Code sont deux moyens d'action possibles de l'actionnaire sur l'entreprise qui appartiennent au champ de l'engagement actionnarial. Le *stewardship* des investisseurs correspond alors à qualifier des « bonnes pratiques » d'engagement.

b. L'engagement des investisseurs dans la régulation, un modèle d'action flou

L'engagement des actionnaires tel qu'il est défini par le UK Stewardship Code et la Directive européenne doit permettre l'alignement des intérêts des parties prenantes des investisseurs professionnels. Ce n'est donc pas un droit de contrôle des entreprises laissé entièrement à la discrétion des actionnaires, mais une pratique encadrée par la finalité poursuivie, dans le cas de la Directive, et par son processus, dans le cas du UK Stewardship Code.

i. La Directive européenne 2017/828, une définition des finalités de l'engagement des actionnaires mais pas de leur latitude d'action

La Directive européenne définit l'engagement des actionnaires comme :

> « La manière dont ils assurent le suivi des sociétés détenues sur des questions pertinentes, y compris la stratégie, les performances financières et non financières ainsi que le risque, la structure du capital, l'impact social et environnemental et la gouvernance d'entreprise, dialoguent avec les sociétés détenues, exercent les droits de vote et d'autres droits attachés aux actions, coopèrent avec les autres actionnaires, communiquent avec les acteurs pertinents des sociétés détenues et gèrent les conflits d'intérêts réels ou potentiels par rapport à leur engagement »
>
> (Directive 2017/828, p.16).

La Directive européenne prévoit ainsi une large latitude d'action pour les investisseurs professionnels. Ces derniers sont compétents dans des domaines qui excèdent les mécanismes de gouvernance d'entreprise et peuvent discuter de la stratégie de l'entreprise. Les actionnaires semblent donc avoir un véritable « droit de contrôle » des entreprises. La Directive nuance cependant ce droit de contrôle. Plus spécifiquement, elle en oriente les finalités.

Dans la Directive européenne, les actionnaires doivent s'engager pour une conception étendue de la performance des entreprises, qui inclut non seulement les préoccupations de long-terme mais aussi des critères ESG. La Directive insiste en particulier sur l'importance des enjeux sociaux et environnementaux pour la performance long-terme de l'entreprise. La Directive européenne propose aussi une définition spécifique de la performance qui ne se résume pas à la valeur actionnariale.

> « La politique de rémunération devrait contribuer à la stratégie commerciale, aux intérêts et à la pérennité à long terme de la société et ne devrait pas être totalement ou principalement liée à des objectifs à court terme. Les performances des dirigeants devraient être évaluées selon des critères de performance à la fois financiers et non financiers, y compris, selon le cas, en fonction de facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance. »

(Directive 2017/828, p. 5-6)

La Directive étend ainsi la performance des entreprises à des critères extra-financiers, importants pour la stratégie commerciale et la soutenabilité de la société, tels que les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG). La Directive introduit même la notion de parties prenantes. On peut en effet lire que certaines dispositions de la Directive ont pour objectif d' « encourager l'engagement des actionnaires et [de] renforcer leur responsabilité à l'égard des parties prenantes et de la société civile » (Directive 2017/828, p. 3).

L'intégration des critères ESG dans la régulation n'est pas nouvelle. On retrouve ici la préoccupation portée par les défenseurs d'une « *enlightened shareholder value* », telle qu'elle fut définie dans la Company Act de 2006 au Royaume-Uni. En 2006, déjà, le Royaume-Uni cherchait une voie intermédiaire entre la maximisation de la valeur actionnariale et les théories critiques de la *shareholder primacy*. Le législateur avait alors développé le concept d'une valeur actionnariale élargie, éclairée, qui intégrait des critères extra-financiers et notamment ESG (Harper Ho, 2010). Les investisseurs institutionnels avaient d'ailleurs reçus auparavant l'obligation de déclarer leur politique environnementale et sociale (Williams et Conley, 2005).

La Directive européenne régule ici les finalités de l'engagement des actionnaires. Cependant si elle impose aux actionnaires des logiques extra-financières, elle n'encadre pas la pratique de l'engagement elle-même. Elle ne détermine pas le modèle d'action de l'actionnaire engagé. En particulier, elle ne précise pas les frontières de l'engagement des actionnaires.

Ce n'est pas le cas du UK Stewardship Code qui, lui, définit le processus et les limites de l'engagement actionnarial.

ii. Le UK Stewardship Code, l'engagement des actionnaires respectueux de la frontière avec la gestion ?

Le UK Stewardship Code intègre les risques ESG dans les risques que peuvent rencontrer les entreprises (UK Stewardship Code, 2012, p. 9) mais il ne propose pas de définition de la performance et insiste plutôt sur la « valeur » de l'entreprise ou des investissements des actionnaires[30]. Le UK Stewardship Code donne cependant des frontières plus précises à l'engagement des actionnaires. La notion de *stewardship* s'inscrit dans des cadres de gouvernance d'entreprise préexistants. En particulier, le code renvoie implicitement à la Business Judgment Rule.

L'engagement des actionnaires, la limite des « business matters *»*

[30] Le Code introduit d'ailleurs ses principes par "*So as to protect and enhance the value that accrues to the ultimate beneficiary, institutional investors should* " (UK Stewardship Code, 2012, p. 5). La valeur ainsi défendue par le Code paraît ainsi exclusivement financière.

Tout d'abord, les investisseurs ne peuvent pas remplacer et ne doivent pas tenir le rôle des administrateurs de la société.

> "In publicly listed companies responsibility for stewardship is shared. The primary responsibility rests with the board of the company, which oversees the actions of its management. Investors in the company also play an important role in holding the board to account for the fulfilment of its responsibilities.
> The UK Corporate Governance Code identifies the principles that underlie an effective board. The UK Stewardship Code sets out the principles of effective stewardship by investors. In so doing, the Code assists institutional investors better to exercise their stewardship responsibilities, which in turn gives force to the "comply or explain" system."
>
> UK Stewardship Code, 2012, p.1

C'est aux administrateurs que revient la première responsabilité en matière de contrôle. Ce contrôle par le conseil d'administration est déjà organisé par le UK Corporate Governance Code. L'engagement des investisseurs ne constitue ainsi qu'un second niveau de gouvernance, une gouvernance de l'actionnaire, qui s'appuie sur les principes de gouvernances des entreprises promues dans les régulations antérieures.

Le Code explique ainsi que le *monitoring* des entreprises implique que les investisseurs doivent "*satisfy themselves that the company's board and committees adhere to the spirit of the UK Corporate Governance Code, including through meetings with the chairman and other board members*" (UK Stewardship Code, 2012, p.7). Les investisseurs professionnels se retrouvent tels des « exécuteurs » du code de gouvernance. Ils doivent en vérifier la bonne application et contrôler les écarts à la règle.

De la même manière, le *stewardship* de l'investisseur ne lui donne pas le rôle de gérant de l'entreprise.

> "Compliance with the Code does not constitute an invitation to manage the affairs of a company or preclude a decision to sell a holding, where this is considered in the best interest of clients or beneficiaries."
>
> UK Stewardship Code, 2012, p.1

Le UK Stewardship Code précise ainsi que le *stewardship* n'autorise pas les investisseurs à intervenir sur la gestion de l'entreprise, ni à prendre des décisions à l'encontre de l'intérêt de leurs souscripteurs.

Le Code définit ainsi deux frontières à l'engagement des actionnaires qui rappellent certes les devoirs fiduciaires des investisseurs à l'égard de leurs bénéficiaires ou clients mais aussi la *Business Judgment Rule*. Dans la première partie, nous avions expliqué que les capacités d'action de la figure classique de l'actionnaire étaient notamment restreintes par les protections que le droit offrait à la latitude d'action des administrateurs et des managers (cf. Partie I,

Chapitre 1, I). Si elles ont été prises de bonne foi, le juge n'a pas à trancher sur l'opportunité de certaines décisions managériales. De même, les actionnaires activistes ne peuvent pas soumettre en assemblée générale des résolutions qui traitent des « *operational business matters* » de l'entreprise.

On retrouve cette idée dans le UK Stewardship Code. L'engagement des actionnaires doit être respectueux de la compétence de la gestion de l'entreprise, qui est du ressort des administrateurs et des managers. Les *business matters* définissent une frontière que les actionnaires ne peuvent pas dépasser.

La pratique de l'engagement, la frontière ambigüe des « business matters *»*

Pour régir les rapports entre les investisseurs et la société, le UK Stewardship Code pose ainsi un cadre de dialogue et de discussion qui implique un respect des décisions prises par l'entreprise :

> "Institutional investors should consider carefully explanations given for departure from the UK Corporate Governance Code and make reasoned judgements in each case. They should give a timely explanation to the company, in writing where appropriate, and be prepared to enter a dialogue if they do not accept the company's position."
>
> UK Stewardship Code, 2012, p.7

Nous retrouvons cette préoccupation au principe 4. Celui-ci prévoit que si les investisseurs ne sont pas satisfaits des orientations et/ou explications de la société, ils peuvent penser à une intervention d'intensité supérieure à celle du *monitoring*. En revanche, le code souligne que les premières étapes de cette intervention reposent sur l'établissement d'un dialogue avec l'entreprise (UK Stewardship Code, 2012, p.8).

De même, au principe 6 sur la politique de vote du *steward*, le UK Stewardship Code ajoute que :

> "If they have been unable to reach a satisfactory outcome through active dialogue then they should register an abstention or vote against the resolution. In both instances, it is good practice to inform the company in advance of their intention and the reasons why."
>
> Uk Stewardship Code, 2012, p.9

Le vote doit faire suite à une discussion préalable. Le UK Stewardship Code invite ainsi les investisseurs à une forme de « courtoisie ». Lorsqu'ils votent contre, ils doivent d'abord prévenir la société.

Cette diplomatie des relations entre investisseurs d'un côté et managers et administrateurs de l'autre prend les contours d'une éthique de la discussion quasi-habermassienne qui n'est pas sans rappeler le cadre théorique proposé par Goodman et Arenas pour l'engagement actionnarial (cf. Partie II, Chapitre 3, I). Les investisseurs ne doivent pas intervenir avec autorité

sur les administrateurs et les managers. C'est la discussion, les arguments des investisseurs, exprimés en inquiétudes, en préoccupations, qui doit encourager la société à prendre une nouvelle direction, à apporter un changement. Réciproquement, ce sont les arguments de la direction, sous forme d'explications, qui doit convaincre les investisseurs du bien-fondé de la position de la société. Cela s'approche d'un « agir communicationnel » de l'éthique de la discussion (Habermas, 1987). Le paradigme de l'éthique de la discussion (Habermas, 2013) pose que les seules normes éthiques valides sont les normes qui ont reçu, au cours d'un processus délibératif, l'approbation de tous ceux qui sont affectés par ces normes (Habermas, 2013). L'éthique de la discussion fournit ainsi un cadre au processus de création de normes dans lequel il n'y a pas de prescriptions préalables, *a priori*, qui s'exercent sur les parties prenantes de la délibération (Habermas, 1997).

Le UK Stewardship Code ne remplit cependant pas toutes les conditions d'une application de l'éthique de la discussion habermassienne. Il ne promeut pas l'intégration au dialogue des autres parties prenantes, condition nécessaire pour répondre l'exigence d'universalité d'Habermas (Goodman et Arenas, 2015). Par ailleurs, Habermas substitue l'action communicationnelle, qui vise un accord collectif, à l'action stratégique qui entend influencer, exercer un pouvoir sur, une autre partie (Habermas, 1987). Le UK Stewardship Code s'assure que l'engagement des investisseurs prenne la forme d'une « action communicationnelle » mais ne prévoit pas de cadre à la force prescriptive des attentes des investisseurs.

En effet, bien qu'il prévoit que les investisseurs doivent préférer le dialogue au rapport de force, le code leur alloue *a piori* un domaine d'intervention légitime sur lequel ils ont alors une capacité prescriptive. Lorsque le FRC décrit l'espace de compétence des investisseurs et les sujets qui peuvent motiver une intervention ponctuelle, il écrit "*Instances when institutional investors may want to intervene include, but are not limited to, when they have concerns about the company's strategy, performance, governance, remuneration or approach to risks, including those that may arise from social and environmental matters*" (UK Stewardship Code, 2012, p.8). L'engagement des investisseurs les autorise donc à se prononcer sur la gouvernance de l'entreprise, mais aussi sur sa stratégie et les risques et résultats liés à cette stratégie. La stratégie appartient-elle aux « *business matters* » ? Quand est-ce que la stratégie cesse d'être un domaine éligible à l'intervention des actionnaires ? Comment déterminer la frontière entre la stratégie, des enjeux ESG, des risques pris par la gestion qui ne relèvent pas de la *Business Judgement Rule* et la stratégie, les enjeux ESG et les risques pris qui en relèvent ?

L'espace d'intervention abandonné aux investisseurs institutionnels dans le UK Stewardship Code paraît ainsi large, sinon flou. De plus, le Code ne donne pas de référentiel pour orienter l'analyse que les investisseurs font de la stratégie de l'entreprise. Si les investisseurs doivent se tenir au UK Corporate Governance Code en matière de gouvernement d'entreprise, le Code ne propose pas de critère d'évaluation de la stratégie et de la performance de l'entreprise. Par exemple, les obligations en matière de *monitoring* impliquent que les investisseurs doivent s'assurer que le « *leadership* » de l'entreprise est efficace (UK Stewardship Code, 2012, p. 7). Le code ne précise pas ce qu'il entend par efficacité du leadership. Les investisseurs semblent ainsi avoir un pouvoir discrétionnaire assez large quant aux critères d'évaluation de l'entreprise.

La pratique de l'engagement telle que la prévoit le Code laisse aussi apparaître des ambiguïtés, en particulier sur la frontière avec la gestion des entreprises. Sur la forme, la relation entre investisseurs et entreprises prend l'apparence d'un processus délibératif régit par des éléments proches d'une éthique de la discussion. Sur le fond, les investisseurs ont une place privilégiée, voire déséquilibrée par rapport aux autres parties prenantes, dans le processus délibératif. En particulier, les critères d'évaluation de l'entreprise par les investisseurs sont laissés à la discrétion des investisseurs et ouvrent ainsi un espace de prescription aux investisseurs. Cet espace de prescription peut alors remettre en question la *Business Judgement Rule*. Le UK Stewardship Code définit par conséquent un modèle d'action incomplet de l'actionnaire engagé.

**

Au terme de ce quatrième chapitre, nous avons pu observer que les deux cas de régulation du rôle de l'actionnaire en gouvernance d'entreprise que nous avons analysés, le UK Stewardship Code et la Directive européenne 2017/828, élaborent une gouvernance de l'actionnariat adaptée à certains enjeux de l'industrialisation de l'actionnariat.

Ces deux textes prévoient tous deux une gouvernance de la chaîne d'intermédiation actionnariale et organisent, ainsi, les relations des investisseurs professionnels avec les différentes parties prenantes de la chaîne d'intermédiation. Les responsabilités que le Code et la Directive allouent aux investisseurs construisent des obligations en matière d'engagement actionnarial. Notre analyse nous a alors permis de définir le concept d'engagement des actionnaires comme toute forme d'implication des actionnaires en gouvernance d'entreprise. Le modèle d'action de l'actionnaire engagé est un modèle d'action dans lequel l'actionnaire utilise de manière active un ou plusieurs des moyens d'action, des outils et techniques, de l'actionnaire en gouvernance d'entreprise.

Les deux textes esquissent alors une théorie de l'engagement des actionnaires qui reposent sur une hypothèse d'alignement des intérêts des parties prenantes. Selon eux, si les investisseurs s'engagent auprès des entreprises alors ils servent les intérêts alignés des bénéficiaires et clients des investisseurs, des sociétés dans lesquelles ils investissent, des autres investisseurs et l'intérêt général. Cette hypothèse forte n'a cependant pas été étayée par des critères d'évaluation ou d'efficience de l'engagement des investisseurs.

Quant au modèle d'action de l'actionnaire engagé, il demeure encore flou après analyse de ces deux cas de la régulation de l'engagement actionnarial. La Directive européenne encadre les finalités de l'engagement des actionnaires mais pas les pratiques d'engagement actionnarial. Le UK Stewardship Code propose des actions de *monitoring* et d'*engagement* et il pose comme frontières les cadres de régulations préexistants, que ce soit le UK Corporate Governance Code, les devoirs fiduciaires des investisseurs et une implicite *Business Judgement Rule.* Cependant les investisseurs conservent une capacité prescriptive sur la gestion. Dans les deux cas, ce qui paraissait comme un encadrement du rôle et des responsabilités des actionnaires semble finalement renforcer la latitude d'action des actionnaires en gouvernance d'entreprise. La régulation de l'engagement des actionnaires se révèle aussi être une théorie émergente mais encore ambigüe de responsabilisation des actionnaires industrialisés.

L'évaluation de l'engagement actionnarial suppose de connaître les enjeux, les pratiques mais aussi les limites de l'engagement des actionnaires. Aussi, le modèle d'action de l'actionnaire engagé tel que le définissent le UK Stewardship Code et la Directive européenne 2017/828 manque d'une représentation claire des responsabilités de l'actionnaire industrialisé. Quelles sont les responsabilités des gérants d'actifs lorsqu'ils s'engagent avec les entreprises ? Envers quelles parties sont-ils responsables ?

La définition de l'engagement actionnarial repose pour le moment sur un ensemble d'actions que les actionnaires peuvent avoir sur l'entreprise. Si ces actions ne sont pas assorties de responsabilités, d'un cahier des charges, elles ne peuvent ni être évaluées ni être contrôlées.

L'exploration de la doctrine de l'engagement actionnarial nous a permis de relever des rationalités de responsabilisation des actionnaires spécifiques à une industrialisation de l'actionnariat. Cependant, il demeure des ambiguïtés quant au cadre de responsabilités des actionnaires industrialisés, notamment à l'égard de la gestion des entreprises et de la *Business Judgment Rule*.

La réglementation assimile les différents intérêts des parties prenantes de l'industrialisation de l'actionnariat. La responsabilisation de l'investisseur professionnel semble ainsi recouper des responsabilités envers différentes parties. Comment classer ces différentes orientations des responsabilités des actionnaires industrialisés ? Comment définir et représenter les responsabilités des actionnaires industrialisés? La responsabilisation des pratiques de l'actionnaire industrialisé renforce-t-elle nécessairement ses capacités d'action, ainsi que le défende Andrew Johnston et Paige Morrow au sujet de la Directive 2017/828 (Johnston et Morrow, 2014, 2015) ? La responsabilisation constitue-t-elle une légitimisation de l'influence des actionnaires industrialisés sur la gestion des entreprises ?

Chapitre 5

Modélisation des régimes de responsabilités de l'actionnaire industrialisé, la figure manquante d'un actionnaire responsable envers l'entreprise

I. LA MODELISATION DES RESPONSABILITES DE L'ACTIONNAIRE INDUSTRIALISE : LE RECOURS A UN LANGAGE DE « GESTION DES ENTREPRISES » 131

II. LES FIGURES DE RESPONSABILITES DE L'ACTIONNAIRE INDUSTRIALISE DANS LA DOCTRINE DE L'ENGAGEMENT ACTIONNARIAL 136

a. L'agent, une figure de l'actionnaire « irresponsable » 136

b. Le trustee, une figure de responsabilité « minimale » de l'actionnaire 138

c. Le steward, une figure de double responsabilité de l'actionnaire industrialisé 139

III. UN MODELE DE RESPONSABILITE DE L'ACTIONNAIRE INDUSTRIALISE ET LA FIGURE MANQUANTE DE L'ACTIONNAIRE RESPONSABLE ENVERS L'ENTREPRISE 144

L'analyse des formes de responsabilisation des actionnaires a souligné dans les chapitres précédents les insuffisances des cadres existants pour répondre aux défis posés par l'industrialisation de l'actionnariat.

L'ISR et l'activisme social des actionnaires ne construisent pour le moment pas une gouvernance de l'actionnariat industrialisé. Quant à la doctrine de l'engagement actionnarial, si elle esquisse une gouvernance de la chaîne d'intermédiation actionnariale, le modèle d'action de l'actionnaire engagé nous est apparu incomplet. En particulier, il manque d'un modèle de responsabilité de l'actionnaire industrialisé qui puisse préciser le cadre et les conditions de l'engagement actionnarial.

L'encadrement de l'engagement des investisseurs professionnels nous a cependant permis de relever un certain nombre de propriétés de l'engagement des actionnaires, qui impliquent que les actionnaires industrialisés aient certaines responsabilités en gouvernance d'entreprise, notamment envers des parties prenantes de la chaîne d'intermédiation actionnariale. Dès lors, comment compléter cet effort de responsabilisation des investisseurs professionnels ? Comment construire modèle de responsabilité unifié de l'actionnaire industrialisé ?

Dans ce chapitre, nous proposerons de nous doter d'un langage spécifique pour parler des responsabilités de l'actionnaire (I). À partir des enseignements tirés de l'étude du cas du UK Stewardship Code et de la Directive européenne 2017/828, nous dresserons une typologique des régimes de responsabilités de l'actionnaire industrialisé (II). Nous proposerons dès lors un modèle unifié des responsabilités de l'actionnaire industrialisé et observerons en particulier qu'il manque une figure de responsabilité à la gouvernance de l'actionnaire industrialisé, celle d'un actionnaire qui s'engage dans l'intérêt du projet de l'entreprise (III).

I. La modélisation des responsabilités de l'actionnaire industrialisé : le recours à un langage de « gestion des entreprises »

Les analyses des chapitres 3 et 4 soulignent combien la notion de responsabilité de l'actionnaire est une question complexe. La modélisation des régimes de responsabilités de l'actionnaire industrialisé impose ainsi de se doter d'un langage précis. En particulier, nous nous proposons d'adopter un cadre d'analyse théorique pour exposer la manière dont peuvent se construire les responsabilités d'un actionnariat industrialisé

La responsabilisation de l'actionnaire peut paraître un raisonnement à rebours de la construction historique de cette catégorie d'acteur. La responsabilité limitée de l'actionnaire constitue en effet l'un des fondements à la fois historique et juridique de la société anonyme (Partie I, Chapitre 1, I). Néanmoins, l'idée d'une « responsabilité » de l'actionnaire, au sens juridique, n'est pas dénuée de tout précédent théorique. Certains auteurs ont soutenu l'idée d'une responsabilité illimitée des actionnaires lorsqu'il était avéré qu'ils avaient entraîné la *corporation* à commettre des délits (Hansmann et Kraakman, 1991). D'autres initiatives issues notamment des théories critiques de la primauté actionnariale ont pu suggérer des dispositifs de responsabilisation de l'actionnaire. Aussi Anabtawi et Stout défendent-elles des devoirs fiduciaires envers la corporation pour les investisseurs en situation de contrôle (Anabtawi et Stout, 2008). Ces propositions dessinent cependant des situations de responsabilité ponctuelles et pour des actionnaires spécifiques. Elles ne dressent pas de cadre de responsabilité général pour l'actionnaire et encore moins pour un actionnaire industrialisé.

Aussi, ni les pratiques ni la théorie juridique ne fournissent de modèle de « responsabilité » de l'actionnaire industrialisé que nous pourrions utiliser. Nous avons donc eu recours à un cadre d'analyse spécifique qui nous a permis de représenter les objets de la gouvernance de l'actionnariat.

La préoccupation d'une gouvernance de l'actionnariat émane d'un souci de la « bonne gestion » des entreprises et des effets de l'action des investisseurs professionnels sur la gestion (voir par exemple (Heineman Jr et Davis, 2011)). Au-delà d'une gouvernance des parties prenantes de la chaîne d'intermédiation, c'est une gouvernance du lien à l'entreprise que l'engagement actionnarial s'efforce de construire. Nous avons d'ailleurs pu voir que le UK Stewardship Code s'est attaché à maintenir l'idée d'une frontière avec la gestion des entreprises sur laquelle les investisseurs professionnels n'avaient pas vocation à intervenir.

Cependant qu'entend-on par « gestion » des entreprises ? Jusqu'à présent, nous avons raisonné à partir de figures d'acteurs et du réseau d'actions croisées qui forment leurs interactions. Nous avons aussi négligé l'activité même de l'entreprise et la manière dont la gestion de l'entreprise

mobilise ces différents acteurs, ainsi que d'autres ressources, pour parvenir à la création de valeur. Or lorsqu'il s'agit de prendre en compte des enjeux de long-terme et ESG, ainsi que le suggère la Directive européene, ou lorsqu'il s'agit d'évaluer l'efficacité d'un leadership et les performances de l'entreprise, ainsi que le défend le UK Stewardship Code, c'est d'un modèle de la gestion des entreprises, soit du processus de création de valeur, dont nous avons besoin.

Nous proposons aussi de reprendre la modélisation généraliste de l'activité de gestion développée par Blanche Segrestin et Armand Hatchuel (cf. Hatchuel et Segrestin, 2007). Le modèle (φ, P, G) représente la fonction de gestion en relation avec les objet mêmes de la gestion et peut ainsi servir de support aux réflexions sur les effets de la gestion et sur ses responsabilités.

Dans ce modèle, la fonction gestion G de l'entreprise s'applique à l'ensemble des actions possibles du collectif de l'entreprise $\{\varphi_i\}$. Ces actions mobilisent à leur tour un ensemble de ressources dont la valeur est dynamique et évolutive, appelées potentiels $\{P_k\}$. Ces potentiels peuvent aussi bien être des parties prenantes des entreprises que l'environnement dans lequel l'entreprise a son activité, ou encore ses immobilisations matérielles (telles que des usines ou des machines) comme immatérielles (telles que des brevets ou des licences de logiciel). Le capital fournit par les actionnaires constitue également un potentiel de l'entreprise.

Le résultat de l'action de la gestion est alors composé des nouveaux potentiels $\{P'_k\}$, constitués par la régénération des potentiels $\{P_k\}$, et de P* le surplus généré.

$$G \circ \varphi \begin{pmatrix} P_1 \\ \vdots \\ P_n \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} P'_1 \\ \vdots \\ P'_n \end{pmatrix} + P^*$$

<u>Figure 22: Représentation de la fonction de gestion</u>
(Adapté de Hatchuel et Segrestin, 2007 et Levillain, 2015)

Dans ce schéma, les $\{P'_k\}$ représentent la manière dont la fonction composée de la gestion et de l'activité de l'entreprise ont affecté les potentiels initiaux $\{P_k\}$. Or, cette fonction peut affecter les potentiels de l'entreprise de manière positive ou négative. La gestion peut en effet soit être générative ou destructive de valeur. La variation de valeur de ces potentiels est alors nommée δP_k (Hatchuel et Segrestin, 2007).

$$\begin{pmatrix} P'_1 \\ \vdots \\ P'_n \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} P_1 + \delta P_1 \\ \vdots \\ P_n + \delta P_n \end{pmatrix}$$

Figure 23: La variation de la valeur des potentiels

Aussi, δP_k peut prendre une valeur soit positive ($\delta P_k > 0$) soit négative ($\delta P_k < 0$) soit neutre ($\delta P_k = 0$). Lorsque la valeur est négative, cela signifie qu'un dommage a été créé. Ce modèle permet ainsi d'intégrer l'ensemble des enjeux environnementaux et sociaux ou les préoccupations en vue d'un horizon long-terme de la société. Les potentiels sont des potentiels de « valeurs futurs » (Levillain, 2015). Un environnement pollué, des employés dans de mauvaises conditions de travail, les stratégies court-termistes sont autant de potentiels dont l'entreprise se prive et qu'elle mobilise pour les dégrader. La gestion a ainsi tout intérêt à viser un « progrès collectif » (Hatchuel et Segrestin, 2007).

Or la considération d'un dommage est justement une source d'application possible d'un régime de responsabilité (Segrestin, 2018). Les définitions possibles de la notion de « responsabilité » sont multiples et hétérogènes (voir par exemple la discussion de cette notion (Micheaux, 2017). Dans le modèle (φ, P, G), la notion de responsabilité peut cependant se comprendre à partir des dommages que peuvent connaître les potentiels. Par exemple, la Responsabilité Sociale des Entreprises (RSE) peut se définir comme prise en charge par le *management* des effets « externes » négatifs des entreprises sur certaines parties prenantes (Daudigeos et Valiorgue, 2010a ; Valiorgue, s. d.). Dans le langage (φ, P, G), cela revient à expliquer la RSE par la considération et l'anticipation de dommages sur les potentiels mobilisés par les entreprises. Dans le cas d'une RSE « stratégique » (voir par exemple (Burke et Logsdon, 1996 ; Porter et Kramer, 2011) , il s'agit, dans le langage (φ, P, G), d'augmenter la valeur de certains potentiels mobilisés par les entreprises.

Comment penser la responsabilité de l'actionnaire industrialisé dans cette perspective ? La responsabilisation des actionnaires implique de passer d'un modèle de la responsabilité exclusivement centré sur les managers et les administrateurs, et donc plus généralement de la gestion de l'entreprise, à un modèle de responsabilité des actionnaires, et donc plus généralement de leur action sur l'entreprise.

Nous avons défendu l'idée selon laquelle les actionnaires industrialisés ont des capacités d'action grandissantes sur l'entreprise qui leur permettent d'influencer l'orientation de la gestion ainsi que la manière dont elle est évaluée. Aussi, nous pouvons définir une fonction A, qui représente l'influence des actionnaires, et qui s'applique à la fonction de gestion G telle que nous l'avons précédemment définie.

$$A \circ G \circ \varphi \begin{pmatrix} P_1 \\ \vdots \\ P_n \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} P''_1 \\ \vdots \\ P''_n \end{pmatrix} + P'^*$$

Figure 24: La prise en compte des capacités d'action de l'actionnaires sur l'entreprise dans le modèle (φ, P, G) : la fonction composée A o G

Dans cette équation nouvelle, les $\{P''_k\}$ et P'^* représentent les nouveaux potentiels et le nouveau surplus après prise en compte de l'effet de la fonction actionnariale. Au regard de l'industrialisation de l'actionnariat, nous pouvons considérer les contributions, en matière d'épargne notamment, de parties telles que les bénéficiaires ou les clients du gérant d'actifs comme des potentiels également.

Dès lors, dans ce modèle, la responsabilité de l'actionnaire interroge les effets de l'influence de l'actionnaire à la fois sur la gestion et sur les potentiels mobilisés par la gestion. Nous disposons ainsi d'un langage qui nous permettent de modéliser les régimes de responsabilités des actionnaires industrialisés.

*

Afin de répondre aux défis posés par l'industrialisation de l'actionnariat, l'émergence d'une gouvernance de l'actionnariat amène à essayer de définir la notion, relativement neuve, de responsabilités de l'actionnaire industrialisé. Nous avons alors proposé de recourir à un modèle de la gestion des entreprises pour pouvoir représenter le lien, et les responsabilités que cela implique, entre les actionnaires et les entreprises dans lesquelles ils ont des participations.

En particulier, nous avons introduit le modèle (φ, P, G) et la notion de « potentiel » (Hatchuel et Segrestin, 2007) qui nous permet de nous doter d'un langage de la responsabilité de l'actionnaire. La représentation des responsabilités de l'actionnaire reviendrait alors à considérer les situations dans lesquelles les effets que l'action de l'actionnaire peut avoir sur la gestion de l'entreprise et sur les différents potentiels qu'elle mobilise, engage sa responsabilité.

À partir de ce cadre d'analyse, nous avons alors cherché à modéliser les différents types de « responsabilités » de l'actionnaire industrialisé au regard des potentiels mobilisés par la gestion et de l'impact de l'action des actionnaires sur ces potentiels. Cela nous a amené à représenter ces régimes de responsabilités le long de la chaîne actionnariale.

II. Les figures de responsabilités de l'actionnaire industrialisé dans la doctrine de l'engagement actionnarial

Après avoir étudié la régulation de l'engagement actionnarial et avoir souligné l'absence d'un modèle unifié des responsabilités de l'actionnaire, nous avons, dans la sous-partie précédente, proposé un langage qui permet de décrire et représenter les responsabilités des actionnaires industrialisés. Nous commencerons aussi utiliser ce langage pour exhiber les responsabilités plus ou moins explicites des actionnaires telles qu'elles nous sont apparues dans la régulation.

Notre analyse de la régulation de l'engagement des investisseurs professionnels nous a permis de distinguer parmi les différentes relations que les investisseurs professionnels entretiennent avec leurs parties prenantes, bénéficiaires et clients, entreprises et les autres investisseurs. Ces différentes parties interviennent toutes dans la chaîne d'intermédiation actionnariale.

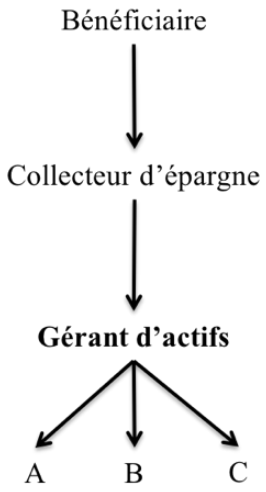
Aussi, nous proposons de représenter une à une les responsabilités de l'actionnaire le long de cette chaîne d'intermédiation afin d'isoler les destinataires de la responsabilisation de l'actionnaire industrialisé dans la réglementation. En particulier, le UK Stewardship Code et la Directive européenne 2017/828 insistent sur les devoirs fiduciaires des investisseurs professionnels et supposent une communauté d'intérêts entre les investisseurs. L'analyse de la régulation nous a aussi permis d'identifier des figures spécifiques de responsabilité de l'actionnaire industrialisé. Après avoir présenté une figure de l'actionnaire « irresponsable » (a), nous discuterons de la figure du *trustee* (b) et de celle du *steward* (c).

a. L'agent, une figure de l'actionnaire « irresponsable »

Un régime responsabilité de l'actionnaire décrit les situations et les conditions dans lesquelles l'actionnaire peut être tenu responsable de l'effet de ses actions. Pour penser un régime de responsabilité de l'actionnaire, il nous faut d'abord expliquer les actions de l'actionnaire que ce régime cherche à prévenir. En effet, s'il existe un régime de responsabilité de l'actionnaire, cela signifie qu'il existe un comportement de l'actionnaire qui puisse être qualifier d' « irresponsable ». Comment représenter alors l'actionnaire « irresponsable » ?

L'actionnaire « irresponsable » serait celui qui ignore le régime de responsabilité qui s'applique à lui alors que son action peut avoir des effets dommageables qui entre dans le cadre de sa responsabilité. Ces dommages se comprennent alors comme des dommages sur un ou plusieurs potentiels mobilisés par la gestion ($\delta P_k>0$).

Si nous reprenons notre modélisation de la chaîne d'intermédiation actionnariale, les gérants d'actifs se situent en aval de la chaîne et sont aussi les dépositaires des attentes des parties prenantes en amont de la chaîne.



Rappel de la Figure 10 : La chaîne d'intermédiation actionnariale

Cependant, que ce soit le UK Stewardship Code ou la Directive européenne, la régulation de l'engagement actionnarial insiste sur les risques de conflits d'intérêts potentiels que peuvent rencontrer les gérants d'actifs et dont nous avons déjà discuté précédemment (cf. Partie I, Chapitre 2, III).

Les gérants d'actifs sont eux-mêmes constitués en sociétés commerciales. Ce ne sont pas de simples acteurs économiques, individuels, qui interviennent sur les marchés de capitaux. Au regard d'une définition coasienne de l'entreprise (Coase, 1937 ; Williamson et Winter, 1993), les sociétés de gestion sont des entreprises avec leurs systèmes hiérarchiques internes, leurs équipes, leurs dirigeants, leurs stratégies, mais aussi leurs modèles de gouvernance.

Les entreprises spécialisées dans la gestion d'actifs sont donc soumises aux mêmes codes de gouvernance que les entreprises dans lesquelles ils investissent. Les codes de gouvernance et les pratiques en matière de gouvernance des entreprises s'inspirent, nous l'avons vu, largement des mécanismes de gouvernance développés par la théorie de l'agence et soutenus par la *shareholder primacy norm* (cf. Partie I, Chapitre 1). Or dans une logique principal-agent, les principaux du gérant d'actifs ne sont ni ses clients ni ses bénéficiaires mais ses propres actionnaires.

Cependant, lorsque le gérant d'actifs arbitre en faveur des intérêts de ses actionnaires, au détriment de l'intérêt de leurs bénéficiaires et clients, il enfreint ses devoirs fiduciaires (cf. Partie I, Chapitre 2, III). Aussi, le UK Stewardship Code insiste-t-il sur la primauté des intérêts des bénéficiaires dans les situations de conflits d'intérêts.

Ainsi, dans la chaîne d'intermédiation actionnariale, le gérant d'actifs « irresponsable » est celui qui n'accomplit pas ses devoirs fiduciaires et qui suit l'intérêt de ses propres actionnaires

au détriment de la bonne gestion du capital de ses bénéficiaires -le potentiel- qui est utilisé par l'entreprise.

Si la figure de l'agent correspond à une logique propre à la gouvernance d'entreprise, elle représente une figure d' « irresponsabilité » en gouvernance de l'actionnaire industrialisé.

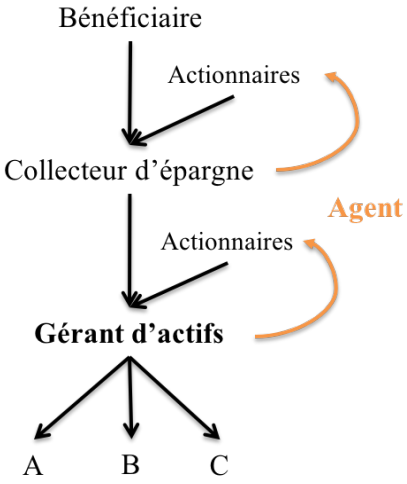


Figure 25: L'actionnaire industrialisé « irresponsable » : l'agent de ses actionnaires

b. Le trustee, une figure de responsabilité « minimale » de l'actionnaire

Afin de répondre aux problématiques de conflits d'intérêts posés par la figure de l'intermédiaire financier agent de ses actionnaires, le législateur a soumis les investisseurs professionnels à des devoirs fiduciaires envers leurs bénéficiaires et leurs clients, que rappellent le UK Stewardship Code et la Directive européenne. Ce régime de responsabilité renvoie à la figure du « *trustee* » (Leslie, 2005). Les bénéficiaires et les clients ont confié leur épargne aux intermédiaires financiers, qui sont tenus par cette « confiance » qui a été placée en eux.

Les devoirs fiduciaires des investisseurs sont une disposition du droit anglo-saxon qui se retrouve sous une autre forme aussi bien dans le droit français et dans le droit européen (Parachkévova, 2015).

Aussi, ce premier régime de responsabilité de l'actionnaire industrialisé, le *trusteeship*, vise à prévenir les dommages que peuvent causer les conflits d'intérêts des gérants d'actifs sur le potentiel de leurs bénéficiaires et de leurs clients.

Ce régime de responsabilité de l'actionnaire industrialisé constitue une responsabilité minimale, et légale, des gérants d'actifs, en direction des parties en amont de la chaîne d'intermédiation actionnariale.

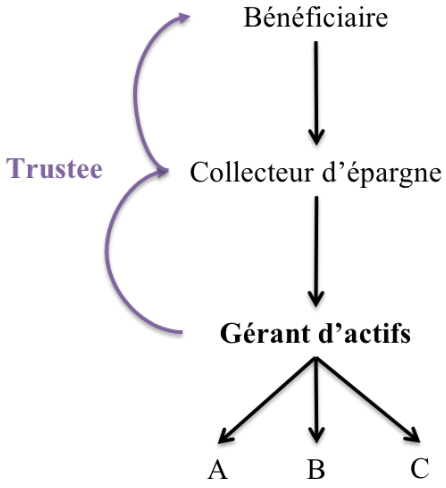


Figure 26: La figure du « trustee », un régime de responsabilité minimale de l'actionnaire industrialisé

c. *Le steward, une figure de double responsabilité de l'actionnaire industrialisé*

La Directive européenne et le UK Stewardship Code définissent un régime de responsabilité quelque peu différent du *trustee* (cf. Partie II, Chapitre 4, I). Ces deux cas de régulation procèdent de préoccupations de politiques publiques (Birkmose, 2014 ; Cheffins, 2010), et se soucient de la performance des entreprises dans lesquelles les investisseurs professionnels investissent.

La manière dont ils défendent l'intérêt général reposent cependant sur des hypothèses fortes (cf. Partie II, Chapitre 4, II, a). Le UK Stewardship Code subordonne l'intérêt général à des intérêts économiques, voire financiers. Son approche de la performance consiste à considérer la « valeur » créée pour les bénéficiaires. De plus, si le UK Stewardship Code insiste certes sur les devoirs fiduciaires des investisseurs institutionnels et fait de l'intérêt de leurs bénéficiaires et de leurs clients l'objectif ultime de l'action du *steward*, le code établit cependant une communauté d'intérêt entre les investisseurs.

Le Stewardship Code semble ainsi, par le *stewardship* des investisseurs, instaurer un régime de responsabilité dans lequel la défense de l'intérêt de leurs bénéficiaires et de leurs clients peut se recouper avec la défense de l'intérêt commun des investisseurs. La société représente alors une communauté d'intérêts, celui des actionnaires, associés pour la performance long-terme de la société. Cette communauté des intérêts des actionnaire est une idée qui a déjà été soulevée pour défendre le contrôle des entreprises par les investisseurs professionnels (Dent JR, 2010).

Dans cette perspective, le régime de responsabilité du *steward* entend prévenir à la fois les dommages que l'action de l'actionnaire industrialisé peut causer sur le potentiel des autres actionnaires de la société et sur le potentiel de leurs bénéficiaires et clients. La responsabilité du gérant d'actifs envers ses co-associés permet de décrire un autre régime de responsabilité de l'actionnaire industrialisé.

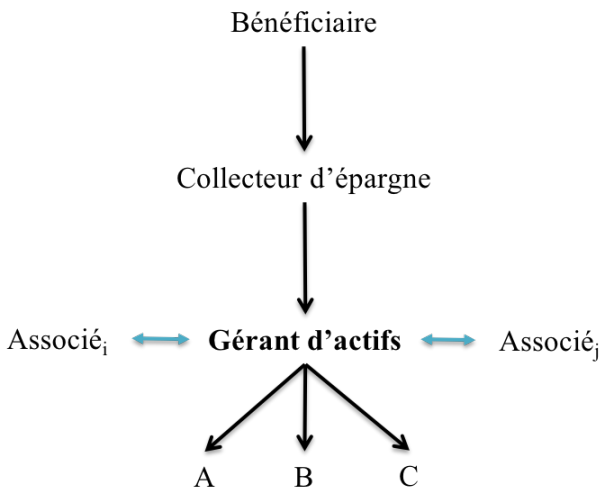


Figure 27: La responsabilité horizontale de l'actionnaire industrialisé, une responsabilité du gérant d'actifs envers ses co-associés

Puisqu'il aligne ses devoirs fiduciaires à l'intérêt de la société et à sa capacité à dégager de la performance, l'investisseur *steward* étend la responsabilité « minimale » du *trustee* à une responsabilité horizontale de l'actionnaire industrialisé.

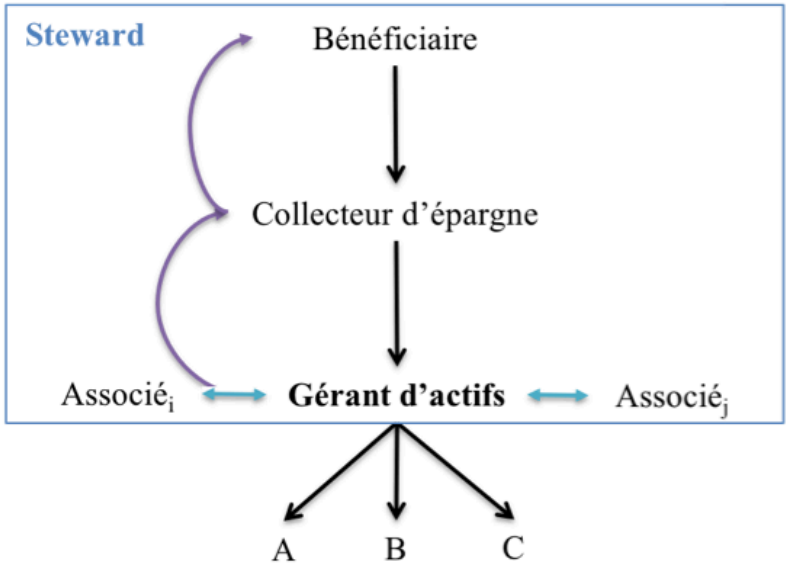


Figure 28: Le gérant d'actifs « steward », une figure de responsabilité double de l'actionnaire

La double responsabilité endossée par le *steward* peut cependant prêter à discussion. Nous retrouvons ici nos interrogations sur le l'hypothèse d'alignement du Stewardship Code. Lorsqu'il exerce ses responsabilités de *steward*, les intérêts des bénéficiaires du gérant d'actifs sont-ils toujours alignés avec ceux des co-associés ? Comment arbitre le *steward* entre ces intérêts ?

Le UK Stewardship Code répond que la primauté revient aux bénéficiaires et aux devoirs fiduciaires des investisseurs. La Directive européenne 2017/828 supposait cependant que la performance des entreprises, qui était également celle attendue par les bénéficiaires et les clients des investisseurs, reposait sur une performance long-terme, évaluée par des critères financiers et extra-financiers. C'est d'ailleurs une hypothèse défendue par les auteurs en gouvernance d'entreprise qui promeuvent la notion du « *universal ownership* ». Selon eux, les investisseurs professionnels sont des « *universal owners* » qui investissent dans un si grand nombre d'entreprise que la performance de leur portefeuille, et donc l'intérêt de leurs bénéficiaires et de leurs clients, dépend de la santé des entreprises et de l'économie dans son ensemble (cf. Hawley et Williams, 2000, 2002). La recherche d'une influence positive de la performance sociale des entreprises sur leur performance financière a également alimenté la défense de cette hypothèse d'alignement dans le cadre de l'Investissement Socialement Responsable (Sandberg, 2013).

Cependant, les pratiques de RSE des entreprises ne contribuent pas toujours à une création de valeur économique et peuvent être perçues comme un coût pour certaines parties prenantes (Daudigeos et Valiorgue, 2010a, 2010b). En particulier, l'élargissement de la conception des intérêts des bénéficiaires et des clients des investisseurs professionnels au long-terme et aux critères ESG demeure une interprétation délicate et contestable des devoirs fiduciaires de

l'investisseur (Sandberg, 2013). En effet, les devoirs fiduciaires obligent les gérants d'actifs à servir l'intérêt exclusif de leurs bénéficiaires et/ou clients, cet intérêt étant souvent assimilé à un intérêt financier voire même boursier (Parachkévova, 2015). Cette représentation modélisée du *stewardship* révèle ainsi de potentiels conflits d'intérêts entre la responsabilité minimale du *trusteeship* et la responsabilité horizontale de la norme de la société.

*

L'analyse de la doctrine de l'engagement actionnarial nous a permis de dresser une première typologie des régimes de responsabilité de l'actionnaire industrialisé qui définit deux figures du gérant d'actifs responsable, le *steward* et le *trustee*, ainsi qu'une figure d'irresponsabilité, l'agent.

L'agent est le gérant d'actifs qui agit dans l'intérêt de ses propres actionnaires au détriment de l'intérêt de ses bénéficiaires et de ses clients. Le *trustee* est celui qui agit dans l'intérêt exclusif de ses bénéficiaires et de ses clients. Il s'agit d'une responsabilité minimale de l'actionnaire industrialisé, qui a déjà atteint le stade légal. Le gérant d'actifs qui n'accomplit pas ses devoirs fiduciaires peut être poursuivi par ses clients ou ses bénéficiaires. Le *steward* est le gérant d'actifs qui agit à la fois dans l'intérêt de ses bénéficiaires et de ses clients et dans l'intérêt des autres actionnaires de l'entreprise dans laquelle il a des participations. La figure du steward ajoute ainsi à la responsabilité minimale de l'actionnaire industrialisé, celle du *trustee*, une responsabilité horizontale, envers ses co-associés.

L'enchevêtrement de ces deux régimes de responsabilité au sein de la figure du *steward* indique de nouvelles sources potentielles de conflits d'intérêts pour le gérant d'actifs. Au-delà des conflits d'intérêts existants entre ses bénéficiaires et clients d'une part et ses actionnaires d'autre part, il peut exister des conflits d'intérêts entre ses bénéficiaires et clients d'un côté et la société des actionnaires de l'autre.

Cette typologie nous a alors amené à discuter des régimes de responsabilités de l'actionnaire industrialisé et des potentielles contradictions entre les orientations de la responsabilité du gérant d'actifs. Elle interroge de même la pertinence d'une notion comme la *shareholder enlightened value* ou du recours à la figure du petit épargnant à long-terme, bénéficiaire de l'investisseur professionnel, pour justifier une gouvernance actionnariale soucieuse de l'intérêt long-terme de la société et de ses enjeux sociaux et environnementaux.

Comment donner alors une modélisation unifiée des régimes de responsabilité de l'actionnaire ? Comment s'assurer d'intégrer les enjeux ESG ou l'intérêt de l'entreprise elle-

même ? Comment penser les arbitrages que doivent effectuer les actionnaires entre des régimes de responsabilité de différents ordres ?

Les deux figures de responsabilité de l'actionnaire industrialisé que nous avons proposées ne considèrent que les dommages causés aux potentiels des bénéficiaires et des clients des investisseurs d'une part et aux potentiels des autres investisseurs d'autre part. Or la gestion d'une entreprise mobilise d'autres formes de potentiels, très variées (Hatchuel et Segrestin, 2007). De plus, l'influence des actionnaires industrialisés peuvent avoir des effets négatifs plus largement sur la gestion des entreprises (cf. Partie I. Chapitre 2, III). Il existe aussi des dommages sur des potentiels imputables à l'action des actionnaires industrialisés, qui ne sont pas couverts par les régimes de responsabilités précédents. Il manque alors à cette typologie des régimes de responsabilité de l'actionnaire industrialisé, d'autres figures de responsabilité de l'actionnaire industrialisé. Bien qu'ils puissent exister encore des contradictions potentielles entre ces différents régimes de responsabilité, il nous faut, pour proposer un modèle des responsabilités de l'actionnaire, représenter une typologie complétée des régimes de responsabilités. Cette modélisation nous permettra de discuter alors plus précisément des arbitrages que doivent effectuer les gérants d'actifs entre les différentes attentes qu'il est possible d'avoir à l'égard de leur comportement en gouvernance d'entreprise.

III. Un modèle de responsabilité de l'actionnaire industrialisé et la figure manquante de l'actionnaire responsable envers l'entreprise

L'analyse de la régulation de l'engagement actionnarial nous a permis de dégager deux figures de responsabilité de l'actionnaire industrialisé. Cette première typologie des responsabilités de l'actionnaire se révèle cependant incomplète.

En particulier, ces figures de responsabilité peuvent être source d'ambiguïtés, notamment quant à savoir si elles intègrent les enjeux ESG dans la considération des intérêts de ses bénéficiaires et de ses clients du gérants d'actifs. Autrement dit, peut-on imaginer des situations dans lesquelles l'intérêts des bénéficiaires, des clients ou même des co-associés des gérants d'actifs ne sont pas alignés sur certains enjeux ESG ?

La figure de l'actionnaire « militant »

Notre discussion de l'activisme social des actionnaires a mis en lumière que certains actionnaires pouvaient entreprendre des démarches activistes pour diffuser des normes éthiques qui correspondaient à leurs propres préférences éthiques (cf. Partie II, Chapitre 3, I). Il existe ainsi des actionnaires qui répondent à un régime de responsabilité que nous pourrions qualifier de « militant ». Ces actionnaires considèrent l'impact de la fonction A ° G sur certains potentiels qui relèvent de ce qu'ils estiment être de l'intérêt général. Ces potentiels peuvent notamment comprendre ceux de l'environnement, des parties prenantes de l'entreprise et de la société dans son ensemble. Dans un langage économiste, cela revient à considérer les externalités de l'entreprise. La figure du militant correspond aussi à un régime de responsabilité « social », externe à la chaîne d'intermédiation actionnariale proprement dite.

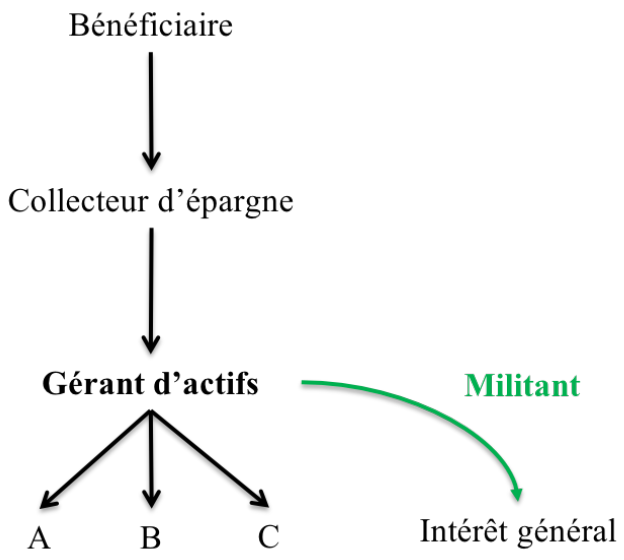


Figure 29: La figure de l'actionnaire industrialisé « militant »

Nous avons ainsi représenté différentes ces figures le long de la chaîne d'intermédiation actionnariale.

Cette représentation permet de faire apparaître l'absence d'un régime de responsabilité du gérant d'actifs qui soit « descendante ».

La figure manquante de l'actionnaire qui soutient la gestion de l'entreprise

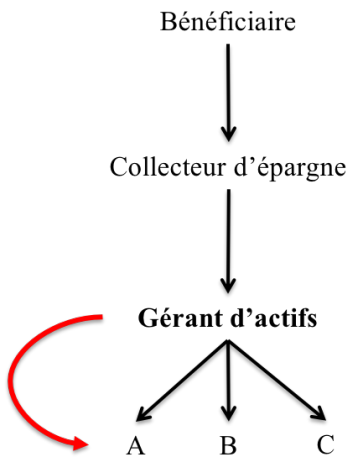


Figure 30: La responsabilité descendante du gérant d'actifs

Jusqu'à présent, nous n'avons pas évoqué la possibilité d'un régime de responsabilité de l'actionnaire industrialisé qui prenne en compte l'intérêt de l'entreprise elle-même, soit de son projet. Jusqu'à présent nous avons considéré différents P_k mobilisés par la gestion qui sont des parties « identifiables » dans un modèle de gouvernance de l'actionnariat. Comment intégrer

les intérêts des potentiels des parties mobilisées en aval de la gestion, $\{P_G\}$, mais aussi la création d'un surplus par l'entreprise, P* ?

Nous pouvons rassembler ces différents potentiels autour de l'idée de création collective. Pour dégager de la valeur, la gestion, et notamment la gestion « responsable », défend elle-même une création de valeur pour ces potentiels ainsi que la création d'un surplus (cf. Hatchuel et Segrestin, 2007). Certaines entreprises, telles que les entreprises à mission (Levillain, 2015), par exemple, se dotent explicitement d'un projet d'entreprise qui vise une création de valeur pour certains potentiels et en particulier certaines parties impliquées dans le projet d'entreprise.

Quels comportements adoptent les actionnaires de telles entreprises ? Plus spécifiquement, peut-on imaginer des actionnaires industrialisés dont le comportement en gouvernance d'entreprise soutienne le projet de l'entreprise ? Contrairement à la figure de l'actionnaire militant, il ne s'agirait pas pour ces actionnaires de déterminer des normes d'intérêt général ou éthiques qui s'appliqueraient à l'entreprise. Contrairement à la figure du steward, il ne s'agirait pas non plus de défendre les intérêts financiers plus ou moins long-terme des bénéficiaires, des clients ou des co-associés du gérant d'actifs.

Nous voyons bien ici émerger un nouveau régime de responsabilité de l'actionnaire industrialisé, un régime de responsabilité descendant qui oriente l'action de l'actionnaire dans l'intérêt du projet de l'entreprise. Ce régime annonce alors une nouvelle figure de responsabilité de l'actionnaire industrialisé, l'actionnaire qui soutienne le projet de l'entreprise, et donc plus généralement la gestion de l'entreprise. Dans le cas où le projet de l'entreprise n'est pas identifié ou formalisé par une mission, c'est la gestion de l'entreprise qui décide de la direction prise par l'entreprise et de l'allocation des ressources, de l'usage des potentiels, à cette fin. L'actionnaire responsable envers la gestion de l'entreprise favorise ainsi la régénération des potentiels mobilisés par la gestion de l'entreprise et en prévient les destructions de valeur. Aussi, il contribue, aide et accompagne l'activité de gestion pour lui permettre de mener à bien son projet.

Nous parvenons alors à un modèle de responsabilité étendu de l'actionnaire qui arbitre entre les différentes figures de responsabilité de l'actionnaire. En particulier, la modélisation des formes de responsabilités de l'actionnaire industrialisé le long de la chaîne d'intermédiation nous a ainsi permis de dégager quatre figures de responsabilités de l'actionnaire. La figure du *trustee*, le gérant d'actifs qui agit dans l'intérêt de ses bénéficiaires et clients, et la figure du *steward*, le gérant d'actifs qui agit dans l'intérêt de ses bénéficiaires et clients mais aussi de ses associés dans le capital de l'entreprise. La figure du militant, le gérant d'actifs qui agit dans ce qui constitue pour lui un intérêt général. Enfin, la figure de l'actionnaire qui soutient la gestion du gérant d'actifs qui agit dans l'intérêt de l'entreprise.

Figures d'actionnaire	« Agent »	*« Trustee »*	*« Steward »*	« Militant »	Figure manquante
Intérêts défendus	Actionnaires / société-mère	Bénéficiaires et clients	- Bénéficiaires et clients - Co-associés	Intérêt général	Création collective
Régimes de responsabilité	Irresponsabilité	Responsabilité minimale	Responsabilité minimale et horizontale	Responsabilité « sociale »	Responsabilité descendante

Tableau 8: Une typologie des figures de responsabilité de l'actionnaire industrialisé [31]

Cette figure manquante de responsabilité de l'actionnaire reste cependant encore à explorer. Quel comportement adopte l'actionnaire respectueux de la gestion de l'entreprise et de son projet ? La modélisation que nous avons proposée appelle aussi à de plus amples investigations des conditions d'application mais aussi d'arbitrage des responsabilités de l'actionnaire industrialisé.

***

[31] La caractérisation de la figure manquante de responsabilité de l'actionnaire en Partie III nous permettra alors de la nommer et de compléter cette typologie.

Conclusion de la Partie II

Un modèle unifié des responsabilités de l'actionnaire industrialisé et des pratiques d'engagement actionnarial à construire

Au terme de cette deuxième partie de notre travail, nous disposons d'une définition de l'engagement actionnarial et d'un modèle des responsabilités de l'actionnaire industrialisé.

Nous nous sommes en effet attachés à retracer comment l'émergence d'une gouvernance actionnariale dans un contexte d'industrialisation de l'actionnariat avait précipité le concept d'engagement actionnarial au sein la régulation de la gouvernance d'entreprise. En particulier, nous avons expliqué pourquoi l'engagement actionnarial constituait une forme novatrice de responsabilisation de l'actionnaire dans son lien à l'entreprise. L'Investissement Socialement Responsable, et l'activisme social des actionnaires sont de précédentes formes de responsabilisation, spontanées, de l'actionnaire qui ne permettent cependant pas de dresser un cadre de responsabilisation d'actionnaires qui soient industrialisés ni de concevoir une gouvernance de l'actionnariat. À partir de la crise de 2008, le législateur s'est cependant intéressé en gouvernance d'entreprise au rôle des investisseurs professionnels et a cherché à encadrer leurs pratiques. L'encadrement de l'engagement actionnarial témoigne ainsi d'un passage en gouvernance d'entreprise d'une défense des droits des actionnaires à l'élaboration de devoirs actionnariaux pour les actionnaires industrialisés.

Le UK Stewardship Code et la Directive européenne 2017/828 constituent en particulier deux cas d'école pour la doctrine de l'engagement actionnarial. Lancé en 2010, le UK Stewardship Code est le premier code de gouvernance d'entreprise à destination des investisseurs professionnels. Il établit un certain nombre de principes de « bonne conduite » des actionnaires industrialisés. Après un long processus législatif commencé en 2011, la Directive européenne qui porte sur l'engagement à long-terme des actionnaires a été adoptée en 2017 et prend un ensemble de dispositions dans l'objectif de faciliter l'engagement des actionnaires, complexifié par l'industrialisation de l'actionnariat. Ces deux textes de régulation prévoient une gouvernance de la chaîne d'intermédiation actionnariale. Ils organisent les relations des investisseurs professionnels avec leurs parties prenantes, composées de leurs bénéficiaires et clients, des entreprises dans lesquelles ils investissent et des autres investisseurs de ces entreprises. Ils font en particulier une ébauche de théorie de l'engagement actionnarial qui repose sur une hypothèse forte d'alignement de ces différentes parties et de l'intérêt général lorsque les investisseurs accomplissent leurs obligations en matière d'engagement. Nous avons alors défini l'engagement actionnarial comme l'implication des actionnaires en gouvernance d'entreprise. Il consiste donc en un usage actif de l'ensemble des moyens d'action des actionnaires sur les entreprises. Dans le UK Stewardship Code, l'engagement actionnarial est

notamment composé du *monitoring* des entreprises et du dialogue avec les administrateurs et les managers des entreprises. Le modèle d'action de l'actionnaire engagé, tel que le définissent le Stewardship Code et la Directive européenne, demeure cependant incomplet. Les frontières de l'engagement actionnarial dans la régulation restent floues. La Directive détermine des finalités étendues, qui intègrent les enjeux ESG, à l'engagement actionnarial mais n'en détermine pas les pratiques. Le UK Stewardship Code propose un certain nombre de pratiques et de frontières à l'engagement actionnarial, telles que la frontière avec la gestion des entreprises. Cette frontière fait écho à la *Business Judgment Rule*, que nous avions précédemment rencontrée. L'espace d'intervention, mais aussi de prescription, sur la gestion des entreprises laissé par le UK Stewardship Code aux actionnaires industrialisés interroge cependant sur la possible mise en œuvre de cette *Rule*.

Il nous a alors semblé qu'il manquait au modèle d'action de l'actionnaire engagé une représentations des responsabilités de l'actionnaire industrialisé. Nous nous sommes alors efforcés de modéliser les régimes de responsabilité des actionnaires industrialisés. En particulier, nous avons dégagé de la régulation de l'engagement actionnarial, deux figures de responsabilités de l'actionnaire. La première, la figure du *trustee*, renvoie à un régime de responsabilité minimal de l'actionnaire industrialisé qui prend en compte les devoirs fiduciaires des gérants d'actifs à l'égard de leurs bénéficiaires et de leurs clients. La seconde, la figure du *steward*, associe à ce régime de responsabilité minimal un régime de responsabilité horizontal qui défend également l'intérêt des co-associés du gérant d'actif dans le capital des entreprises dans lequel il investit.

Nous avons complété cette première typologie de deux figures de responsabilités supplémentaires. Inspirée par les actionnaires activistes sociaux, la figure de l'actionnaire militant définit un régime de responsabilité « social » de l'actionnaire. L'actionnaire militant défend ce qu'il estime être de l'ordre de l'intérêt général. Enfin, la figure manquante de l'actionnaire responsable envers l'entreprise définit, elle, un régime de responsabilité descendant de l'actionnaire. Cet actionnaire soutient la gestion même de l'entreprise.

Cette typologie nous permet de proposer un modèle unifié des responsabilités de l'actionnaire.

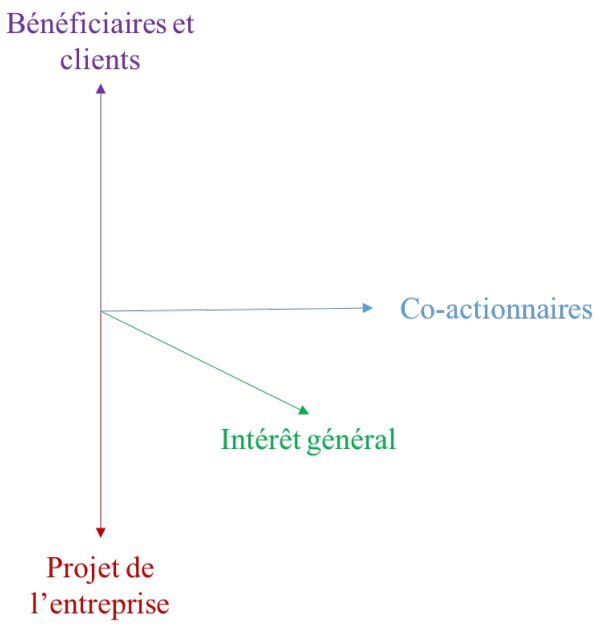


Figure 31: Un modèle unifié des responsabilités de l'actionnaire industrialisé

Ce modèle nous permet de représenter les différentes orientations des responsabilités des actionnaires industrialisés. Il permet également de discuter des potentielles contradictions entre ces orientations. Quels arbitrages les actionnaires industrialisés effectuent-ils entre ces régimes de responsabilités ? Certains arbitrages sont-ils plus « responsables » que d'autres ?

Par ailleurs, ce modèle suggère différentes voies possibles pour un engagement « responsable » des actionnaires industrialisés. Comment les pratiques d'engagement actionnarial répondent-elles à ces régimes de responsabilités de l'actionnaire industrialisé ? Le modèle d'action des actionnaires engagés nécessitait la définition d'un modèle de responsabilité des actionnaires industrialisés. Dès lors que nous disposons de ce modèle de responsabilité, comment la modélisation des responsabilités de l'actionnaire industrialisé impacte-t-elle son modèle d'action et en particulier son modèle d'engagement ?

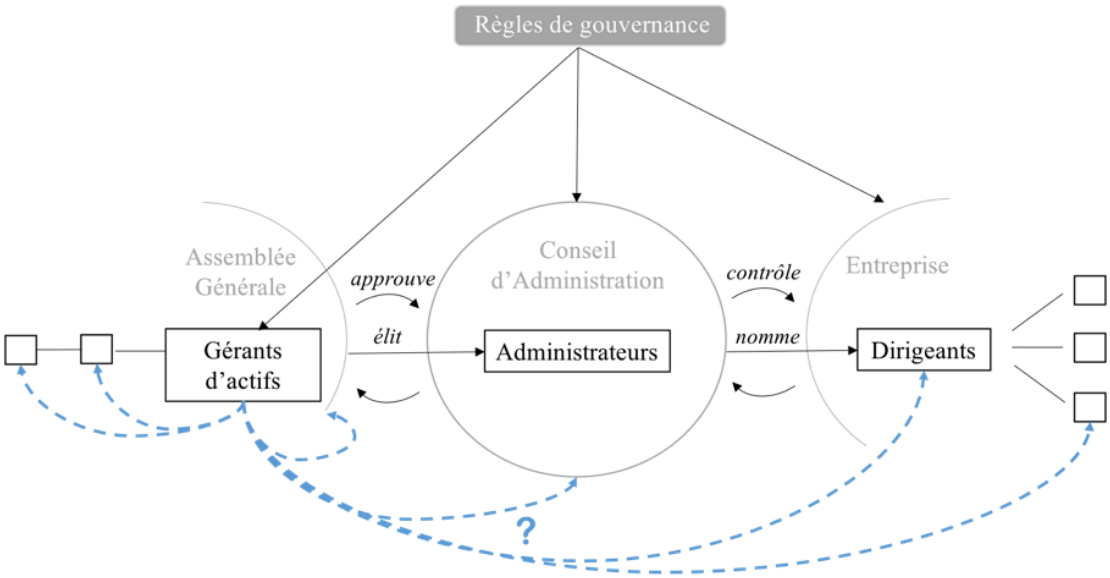


Figure 32: La superposition du modèle d'action des actionnaires industrialisés et de leur modèle de responsabilité : des pratiques de « responsabilité » à définir

Le UK Stewardship Code et la Directive européenne nous ont donné un aperçu de ce en quoi consistait l'engagement d'un actionnaire *trustee* et *steward*. L'activisme social des actionnaires, nous a donné un aperçu de ce en quoi consistait l'engagement d'un actionnaire militant. En quoi consiste l'engagement d'un actionnaire responsable envers l'entreprise ? Quelles sont ses pratiques ?

Afin de répondre à ces nouvelles questions de recherche, nous proposerons dans la partie suivante de nous intéresser aux pratiques d'engagement des actionnaires qui soutiennent la gestion de l'entreprise et aux conditions de responsabilité de l'actionnaire industrialisé qui fait le choix d'un régime de responsabilité en particulier. Cette exploration, empirique, devrait nous permettre d'étayer les logiques d'action de la figure manquante de l'actionnaire responsable envers l'entreprise et de discuter des arbitrages entre les différents régimes de responsabilité en adoptant le point de vue d'une figure de responsabilité particulière.

PARTIE III

Principes d'engagement responsable de l'actionnaire: le cas d'un actionnaire « *custodian* » de l'entreprise

L'industrialisation de l'actionnariat des grandes sociétés cotées porte la réflexion d'une gouvernance de l'entreprise à une gouvernance de l'actionnariat. En particulier, l'importance grandissante du rôle des investisseurs professionnels en gouvernance d'entreprise a contribué à construire le concept d'engagement actionnarial. L'étude de l'engagement des actionnaires industrialisés sous le prisme de sa doctrine nous a cependant fait nous interroger et sur le modèle d'action de l'actionnaire engagé et sur le modèle de responsabilité de l'actionnaire industrialisé.

Nous avons en particulier souligné l'importance de l'existence d'un cadre de responsabilité pour l'engagement des actionnaires industrialisés. Nous avons alors proposé une modélisation des régimes de responsabilité de l'actionnaire industrialisé. Cette modélisation a fait apparaître une figure, absente à la fois de la réglementation et des travaux académiques, d'un actionnaire qui porte les intérêts de la création collective au sein de l'entreprise. Les pratiques de cette figure de l'actionnaire industrialisé n'ont cependant pas encore été examinées. Par ailleurs, certaines de ces pratiques, tout comme celles des autres figures de responsabilité que nous avons identifiées, peuvent entrer en contradiction avec d'autres régimes de responsabilité de l'actionnaire.

Aussi, dans cette partie, nous nous proposons d'explorer empiriquement ce que seraient des pratiques d'engagement de l'actionnaire responsable envers l'entreprise afin de mieux caractériser cette figure de responsabilité de l'actionnaire mais aussi d'étudier plus largement la manière dont le modèle d'action de l'actionnaire engagé se soumet, et peut se soumettre, à un modèle de responsabilité de l'actionnaire industrialisé.

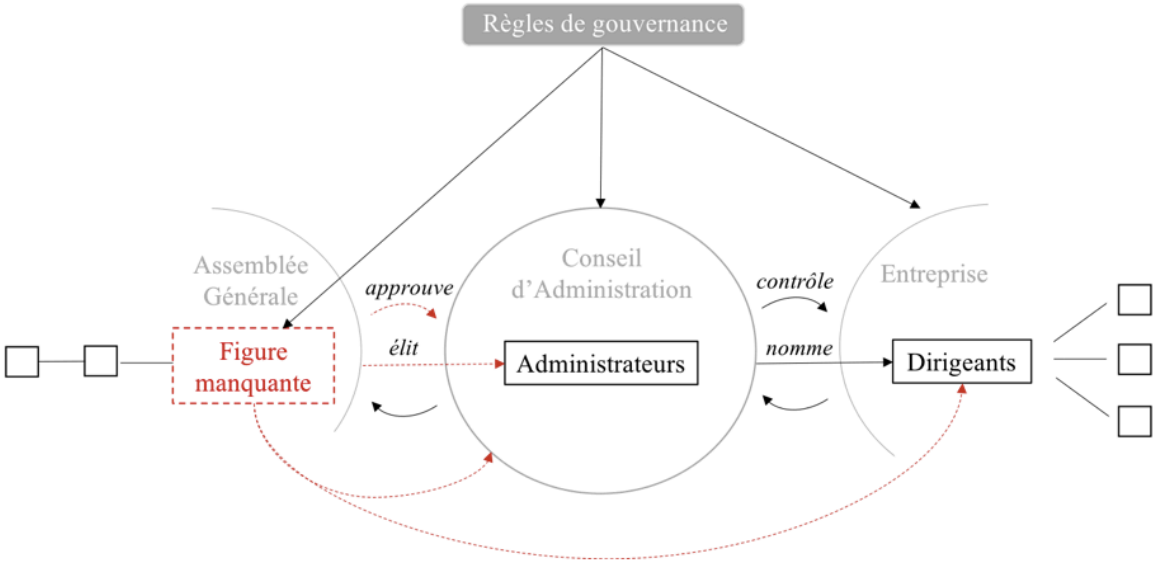


Figure 33: Locus d'analyse de la Partie III : le modèle d'action de la figure manquante de l'actionnaire responsable envers l'entreprise

À ces fins, nous examinerons plus particulièrement le cas de Mirova, un gérant d'actifs spécialisé dans l'ISR, et de sa politique de vote, comme outil d'engagement de l'actionnaire industrialisé. Dans un premier temps, nous expliciterons notre démarche de recherche et nos choix méthodologiques (Chapitre 6). Nous introduirons alors le cas Mirova et notre matériel de recherche. Afin de mieux comprendre notre objet de recherche, nous proposerons dans un second temps une caractérisation des politiques de vote d'actionnaires en nous appuyant sur une étude comparative d'un échantillon de politiques de vote de gérants d'actifs (Chapitre 7). Dès lors, nous explorerons le cas particulier de Mirova et de sa politique de vote (Chapitre 8), ce qui nous amènera à nous interroger sur les difficultés rencontrées par l'actionnaire, qui soutient l'entreprise, pour définir des pratiques d'engagement « responsables ». Enfin, nous exposerons et discuterons, à partir de l'exemple du vote sur la rémunération des dirigeants, des principes d'action que s'applique Mirova pour répondre à ces difficultés (Chapitre 9).

Chapitre 6

Méthodes et matériel de recherche : le cas de la politique de vote de Mirova

I. LE CAS MIROVA, UN GERANT D'ACTIFS EN QUETE DE PRATIQUES D'ENGAGEMENT ORIENTEES VERS L'ENTREPRISE 157
a. Mirova, une société de gestion d'actifs ISR « engagée » *157*
b. La politique de vote Mirova, une source de « feeling of discomfort » *159*

II. LE CAS MIROVA ET L'ETUDE DES POLITIQUES DE VOTE D'ACTIONNAIRES : UNE APPROCHE MIXTE 161

Au terme de notre précédente partie, nous avons mis en évidence la possibilité d'une figure de responsabilité de l'actionnaire envers l'entreprise, dont le modèle d'action restait à caractériser. Nous avons alors proposer d'explorer empiriquement quelle pourrait être les pratiques d'engagement de cet actionnaire.

Notre stratégie de recherche a alors consisté à identifier un actionnaire responsable l'entreprise, et donc qui soutient et accompagne la gestion de l'entreprise, dont nous pourrions étudier les pratiques d'engagement. Nous avons pour cela bénéficié du concours de Mirova, une société de gestion d'actifs spécialisée dans l'ISR. L'équipe en charge de la gouvernance des entreprises dans lesquelles Mirova investit, témoignait de son désir d'accompagner une gestion responsable des entreprises qui leurs permettent de mener à bien leur projet.

Cependant, l'étude de la doctrine de l'engagement actionnarial a souligné non seulement la diversité des pratiques d'engagement des actionnaires, mais aussi le relatif flou qui entoure le modèle d'action de l'actionnaire engagé (cf. Partie II, Chapitre 4). Le UK Stewardship Code parle de *monitoring* des entreprises et de dialogue avec les administrateurs et les managers. La Directive européenne 2017/828 parle également de suivi des entreprises, de dialogue et de politique d'engagement.

Aussi, afin d'étudier plus précisément le modèle d'action de l'engagement actionnarial, et en l'occurrence de Mirova, nous nous sommes tout particulièrement intéressés à un outil d'engagement des actionnaires industrialisés, à savoir les politiques de vote d'actionnaires.

Dans ce chapitre, nous justifierons ces choix méthodologiques et expliquerons comment nous avons travaillé à la fois sur le cas Mirova et sur les politiques de vote. Nous commencerons alors par présenter Mirova, son équipe en charge de la gouvernance d'entreprise et ses interrogations (I). Puis, nous exposerons notre démarche quant à l'étude des politiques de vote d'actionnaire et en particulier de la politique de vote de Mirova (II).

I. Le cas Mirova, un gérant d'actifs en quête de pratiques d'engagement orientées vers l'entreprise

Afin d'analyser le régime de responsabilité de l'actionnaire qui accompagne l'entreprise, et les pratiques d'engagement qui en découlent, nous nous sommes interrogés sur la manière de caractériser un cadre de responsabilité qui nous soit encore inconnu. Nous nous sommes aussi efforcés de conduire un raisonnement abductif (David, 1999), qui a consisté à exhiber des pratiques d'actionnaires qui dirige leur engagement en faveur de la gestion et de la création collective. L'analyse de ces pratiques d'actionnaires visait alors à retrouver les règles de construction initiale d'un régime de responsabilité de l'actionnaire qui soit responsable envers l'entreprise.

Pour cela, nous avons sélectionné en particulier un cas d'étude, le cas de la politique de vote de Mirova. Nous justifierons ce choix en commençant par présenter Mirova et son activité (a) puis en explicitant les interrogations propres à Mirova qui ont pu donner lieu à une recherche-intervention (b).

a. Mirova, une société de gestion d'actifs ISR « engagée »

Mirova est une ancienne « *business unit* » de la société de gestion française Natixis Asset Management (depuis devenue Ostrum) qui s'est spécialisée dans l'investissement socialement responsable.

Mirova a obtenu son indépendance juridique en 2014 et est aujourd'hui une filiale du groupe Natixis Investment Managers (NIM). Début 2018, les encours de Mirova étaient estimés à 9,3 milliards d'euros dont 4,5 milliards investis en actions[32]. Ces actifs ne sont certes pas comparables à ceux de sa société-mère qui gère 830,8 milliards d'euros dont 210,8 milliards en actions[33]. Cependant, ces chiffres sont sensiblement similaires à ceux d'autres sociétés de gestion dédiées à l'ISR. À tire d'exemple, la société française Ecofi représentait 9,7 milliards d'encours dont 2,7 milliards d'euros en action et produits diversifiés début 2018[34].

Mirova est par ailleurs très investie dans la défense et la promotion de l'ISR à la fois auprès du grand public, des autres investisseurs et des institutions françaises et européennes. Hervé Guez, directeur des gestions et de la recherche, et Philippe Zaouati, directeur général, publiaient en

[32] Site internet : http://www.mirova.com/fr-FR/mirova/Solution-investissement-conseil (dernière consultation: 12 juillet 2018)
[33] Sur le site internet de Natixis Investment Managers : https://www2.im.natixis.com/global/fr/1250200096097/Chiffres+cles%3Fpackedargs=navId%253D1250200096097 (dernière consultation: 12 juillet 2018)
[34] Sur le site internet d'Ecofi : https://www.ecofi.fr/fr/qui-sommes-nous/chiffres-cles (dernière consultation: 12 juillet 2018)

2014 un essai sur l'Investissement Socialement Responsable intitulé *Pour une finance positive : parce que l'argent a aussi des vertus*.

Après avoir participé à la demande de la Commission Européenne au groupe d'experts de haut niveau (HLEG) sur la finance durable fin 2016, Philippe Zaouati lançait en Juin 2017 une initiative nommée « Finance for Tomorrow » qui rassemble les investisseurs de la place de Paris autour des problématiques de l'ISR.

Au-delà des activités d'investissement, Mirova a mis en place un certain nombre de pratiques d'engagement avec les entreprises. Elle participe à des groupes d'investisseurs qui dialoguent avec les entreprises sur des thématiques ESG mais elle fait également de l'engagement individuel. En particulier, Mirova dispose d'une équipe dédiée à la gouvernance d'entreprise. L' « équipe gouvernance » de Mirova est rattachée à l'équipe d'analystes ISR qui produit la recherche ESG sur les entreprises au sein de Mirova. Elle est en charge des activités d'engagement et de vote. En particulier, elle conçoit la politique de vote que suit Mirova et sur laquelle elle fonde le dialogue avec les entreprises en amont des assemblées générales. Cette politique de vote est une document qui explicite et motive les positions de vote de Mirova en amont des assemblées générales. L'équipe gouvernance est également en charge des relations avec l'agence de conseil en vote à laquelle Mirova a recours. Le rôle de leur *proxy advisor* se restreint, dans le cas de Mirova, à appliquer la politique de vote conçue par l'équipe gouvernance et à se référer à l'équipe lorsque le sujet soumis au vote des actionnaires soulève certaines difficultés[35]. Enfin, la société-mère de Mirova, alors Natixis Asset Management, déléguait à l'équipe gouvernance la responsabilité de sa politique de vote, de l'exercice du vote et du dialogue avec les entreprises. Ce partenariat devrait prendre fin pour la saison de vote de 2019, mais il reconnaissait à Mirova une « expertise » en matière d'engagement et de gouvernance d'entreprise.

Au cours de notre étude, l'équipe gouvernance de Mirova était composée de deux personnes et a pu connaître quelques mouvements internes avec parfois l'ajout d'un collaborateur en apprentissage.

Lorsque nous entrons en contact avec l'équipe gouvernance, elle insiste particulièrement sur l'importance de la politique de vote Mirova pour ses activités d'engagement. Cette dernière est pensée comme une déclaration de foi en gouvernance d'entreprise. En particulier, les membres de l'équipe la souhaitent respectueuse de l'intérêt de l'entreprise et de son collectif. Plus que le dépôt de résolution en assemblée générale, nous expliquent-ils, leur engagement d'investisseur responsable se traduit dans leur politique de vote. Chaque année, la politique de vote de Mirova est actualisée pour mieux répondre aux nouveaux enjeux de gouvernance et à la manière de traduire les préoccupations ESG de Mirova dans son activité de vote.

[35] Ce dont nous serons amenés à reparler au sujet notamment du vote sur la rémunération des dirigeants.

b. La politique de vote Mirova, une source de « feeling of discomfort »

Au début de cette étude, la politique de vote de Mirova était cependant au centre des préoccupations de l'équipe gouvernance et suscitait de nombreux débats. Plus précisément, l'équipe avait certes l'impression d'avoir conçu une politique de vote originale, qui ne reprenait pas les grandes thèses des théories classiques de la gouvernance d'entreprise, mais elle s'interrogeait sur les fondements théoriques de ses prises de positions.

Au cours des premiers entretiens que nous avons pu réaliser, cette interrogation initiale s'est transformée en l'identification d'un « *feeling of discomfort* » (Hatchuel et Molet, 1986) qui a motivé ensuite le lancement d'une recherche-intervention.

« Jusqu'où aller ? »[36]

L'équipe gouvernance de Mirova distingue sa politique de vote de celle de sa maison-mère initiale, Natixis Asset Management (Ostrum). La politique de vote de Natixis ne définit pas des lignes strictes de vote. Elle est pensée, nous dit l'équipe gouvernance de Mirova, comme un soutien au dialogue qui doit venir nuancer et préciser l'orientation des décisions effectives de vote.

La politique de vote de Mirova, elle, déclinerait des positions de principe en matière de gouvernance d'entreprise. L'objectif de la politique serait donc d'optimiser les possibilités d'influence de l'actionnaire en faveur d'une entreprise responsable.

Le malaise commun exprimé par les membres de l'équipe tenait alors aux limites de cette influence. « Jusqu'où » un actionnaire est-il légitime d'aller dans ses prescriptions à l'endroit des entreprises et de la gestion ? Sur quels sujets est-il légitime de se prononcer ? Et à quel point peut-il être prescriptif ou contraignant dans ses orientations de vote ?

Plus généralement, l'équipe se demandait s'il était ne serait-ce que légitime pour un actionnaire que de se prononcer par le vote. Pour reprendre les termes de Blair et Stout (Blair et Stout, 1999), le conseil d'administration ne devrait-il pas être « isolé » de l'influence de ses actionnaires ? *A contrario*, puisque les actionnaires ont la possibilité de se prononcer par le vote, et qu'il en va de leurs responsabilités fiduciaires, l'équipe se demandait également si un gérant d'actifs responsable ne devrait pas justement saisir cette opportunité pour encourager les entreprises à adopter des comportements plus responsable. En d'autres termes encore, la politique de vote n'est-elle pas, elle aussi, un outil au service d'un « *norm entrepreneur* » (Sjöström, 2010)?

[36] Interrogation extraite d'un entretien avec l'une des responsables de la gouvernance chez Mirova, le 7 octobre 2015

Le « *feeling of discomfort* » de Mirova est ainsi propre à une forme d'incertitude quant aux préconisations théoriques de référence sur le rôle de l'actionnaire. Dans le langage de la recherche-intervention, Mirova est en présence de différentes « *established management theory-in-use* » (ETU), qui se révèlent insatisfaisantes et n'a pas décidé d'une « *contextual management theory-in-use* » (Hatchuel et David, 2007). Une ETU est un ensemble d'hypothèses, de raisonnements et de règles qui soient validés à l'extérieur d'une organisation. C'est le standard de référence qui dirige l'action collective d'une équipe. Une CTU est également un ensemble d'hypothèses, de raisonnements et de règles mais qui sont propres à l'organisation et valides, avant tout, pour ses membres. C'est le standard dont l'organisation se dote elle-même. L'absence conjointe d'une ETU et d'une CTU, ou les discordances entre ETU existantes ainsi que les hésitations quant à une CTU propres à Mirova, est un contexte de gestion propice à la recherche-intervention puisqu'il permet l'exploration d'un malaise organisationnel dont les résultats peuvent avoir une portée théorique (Hatchuel et David, 2007).

Mirova nous alors semblé être un cas fécond pour caractériser des pratiques d'engagement de l'actionnaire qui se pense responsable envers l'entreprise.

*

L'exploration, par abduction, du régime de responsabilité de l'actionnaire orientée en direction de l'entreprise a porté notre attention sur la politique de vote de Mirova. Mirova est une société de gestion d'actifs spécialisée dans l'ISR et qui consacre un soin tout particulier à sa politique de vote, comme outil d'engagement de l'actionnaire.

Lorsque nous l'avons rencontrée, l'équipe gouvernance de Mirova a cependant exprimé un « *feeling of discomfort* » quant à la légitimité de ses préconisations de vote et à ses effets sur la gestion de l'entreprise. Nous avons alors lancé des travaux en recherche-intervention avec Mirova afin d'expliquer ce « *feeling of discomfort* ». Cette recherche-intervention nous a alors conduits à construire différents types d'analyses sur les politiques de vote d'actionnaires et en particulier la politique de vote de Mirova. Certaines de ces analyses firent par ailleurs l'objet d'expérimentations en collaboration avec l'équipe gouvernance de Mirova.

II. Le cas Mirova et l'étude des politiques de vote d'actionnaires : une approche mixte

L'identification d'un « *feeling of discomfort* » (Hatchuel et Molet, 1986) au sein de l'équipe gouvernance de Mirova a motivé le lancement d'une recherche-intervention (David, 1999 ; David, Hatchuel et Laufer, 2012 ; Hatchuel et David, 2007).

Nos échanges avec l'équipe gouvernance de Mirova ont donné lieu à 36 réunions de travail dont 4 comités de suivi de la recherche-intervention, ainsi qu'à plus de 80 fils de discussion électronique. Nous avons également pu conduire 4 entretiens avec des membres extérieurs à l'équipe gouvernance, en charge de l'investissement chez Mirova et en charge de l'analyse ISR. Nous avons aussi assisté à 5 réunions de dialogue « *one-to-one* » avec des sociétés dans lesquelles Mirova investit, ainsi qu'à une réunion avec l'Afep-Medef, un regroupement de réseaux patronaux, dans le cadre de la révision 2016 du code de gouvernance d'entreprise français, dont il a la responsabilité.

Au cours de ces échanges répétés avec Mirova, nous avons pu suivre les différentes étapes de la recherche-intervention décrite par Hatchuel et Molet (Hatchuel et Molet, 1986). Afin d'expliquer le sentiment d'inconfort de l'équipe et mettre en discussion ses pratiques, nous avons d'abord cherché à caractériser les politiques de vote d'actionnaire à l'aide d'une analyse comparative de politiques de vote de gérants d'actifs. Cette étude, complémentaire à la recherche-intervention, a pris la forme d'une étude comparative de documents (Bowen, 2009).

Une étude comparative de politiques de vote d'actionnaires industrialisés

Afin de conduire notre étude comparative, nous avons regardé les politiques de vote d'actionnaires comme des « outils de gestion » (Moisdon, 1997). Aussi, il s'est agi pour nous d'en dégager les principales logiques. Pour ce faire, nous avons utilisé la grille d'analyse d'Armand Hatchuel et Benoît Weil (Hatchuel et Weil, 1992) et avons relié les politiques de vote, en tant que « substrat technique », à des « philosophies gestionnaires » qui expriment la doctrine de vote d'une « figure d'acteur », les actionnaires industrialisés.

Cette analyse nous a permis de proposer une modélisation des politiques de vote et de mettre en évidence l'originalité de la politique de vote de Mirova.

De l'étude de cas à la recherche-intervention

Dès lors, nous avons cherché à expliciter les particularités des pratiques de Mirova dans la conception même de sa politique de vote. Cela nous a permis d'identifier un certain nombre de difficultés que peut rencontrer un actionnaire dans la pratique de l'engagement actionnarial.

Nous avons alors organisé, en recherche-intervention, une phase d' « expérimentation » (Hatchuel et Molet, 1986) sur la politique de vote de Mirova. Pour cela, nous avons sélectionné le cas particulier du vote actionnarial sur la rémunération des dirigeants. Le *Say on Pay* des actionnaires a été un sujet tout particulièrement d'actualité en 2016-2017. L'équipe gouvernance de Mirova s'est alors confrontée aux différentes positions prises défendues dans la presse, dans les travaux académiques, mais aussi par le législateur et les autres investisseurs. Elle a dû, en conséquence, se positionner et a cherché à se doter de rationalités de vote cohérentes avec la figure de l'actionnaire responsable envers l'entreprise. Plus généralement, le vote sur la rémunération des dirigeants a constitué pour nous une opportunité d'expérimentation des pratiques d'engagement et de responsabilité de l'actionnaire.

En particulier, nous avons alors pu discuter avec Mirova de principes d'action responsable de l'actionnaire engagé.

**

Au cours de ce sixième chapitre, nous avons explicité notre stratégie de recherche pour caractériser un régime de responsabilité de l'actionnaire responsable envers l'entreprise. Nous avons pour cela sélectionné le cas d'une société de gestion d'actifs dédiée à l'ISR, Mirova, dont l'équipe en charge de la gouvernance d'entreprise s'interrogeait sur la meilleure manière d'accompagner, par le vote et l'engagement actionnarial, les projets des entreprises dans lesquelles Mirova investit. En particulier, l'équipe gouvernance de Mirova, qui est responsable de la conception de la politique de vote de la société, doutait de la légitimité de certaines de ses préconisations de vote en assemblée générale.

Les interrogations des membres de cette équipe nous ont donné l'opportunité d'explorer les caractéristiques, les contraintes et les rationalités propres à un actionnaire industrialisé qui se souhaite soutenir le projet et la gestion de l'entreprise. Afin d'expliquer le sentiment d'inconfort de l'équipe gouvernance de Mirova, nous avons cherché à comprendre ce en quoi consiste des politiques de vote d'actionnaires. Pour cela, nous avons conduit une étude comparative sur échantillon de politiques de vote de gérants d'actifs. Les résultats de cette étude feront l'objet du prochain chapitre (Chapitre 7).

Au nombre de ces résultats, nous avons pu mettre en évidence l'originalité de la politique de vote Mirova, sur laquelle nous avons, ensuite, travaillé en recherche-intervention. Nous avons

tout d'abord exhibé les logiques de conception de la politique de vote de Mirova par son équipe gouvernance, qui feront l'objet de notre huitième chapitre. Enfin, nous avons profité de l'actualité de la question du vote des actionnaires sur la rémunération des dirigeants pour expérimenter avec Mirova différentes voies qui permettent à un actionnaire de se positionner et de voter sur ce sujet. Cette expérimentation a fait émerger des principes d'action propre à l'engagement d'un actionnaire « responsable » dont nous discuterons au Chapitre 9.

Nous nous proposons dès lors de présenter les résultats quant à la caractérisation des politiques de vote d'actionnaires. Cet objet de recherche a une histoire propre au sein du phénomène d'industrialisation de l'actionnariat, mais a pourtant peu fait l'objet de travaux académiques. Nous avons alors cherché à retracer cette histoire, à discuter de cette pratique d'engagement spécifique avant d'expliciter les « philosophies gestionnaires » des gérants d'actifs de notre échantillon de politique de vote.

Chapitre 7

L'étude des responsabilités actionnariales au travers des politiques de vote d'actionnaires

I. LES POLITIQUES DE VOTE D'ACTIONNAIRES, UNE RATIONALISATION DU VOTE DE L'ACTIONNAIRE INDUSTRIALISE _____ 167

II. MODELISATION DES POLITIQUES DE VOTE : ENTRE OPPORTUNITES ET RATIONALITES DE VOTE _ 170
a. La constitution d'un échantillon de politiques de vote d'actionnaires industrialisés _____ 170
b. La taxinomie des opportunités de vote _____ 173
c. Les politiques de vote, une représentation matricielle : l'exemple d'ISS _____ 174

III. LES RATIONALITES DES ACTIONNAIRES DANS LES POLITIQUES DE VOTE : L'EXPRESSION D'UN REGIME DE RESPONSABILITE _____ 177
a. L'homogénéité des politiques de vote d'actionnaires : un alignement graduel _____ 177
b. Les rationalités des actionnaires industrialisés et la figure du steward _____ 179
c. Les rationalités des politiques de vote : une « densification » du vote actionnarial et un renforcement des capacités d'action des actionnaires industrialisés sur l'entreprise _____ 182
d. La politique de vote de Mirova, un effort de distanciation du régime de responsabilité steward et de la shareholder primacy norm _____ 184

Afin d'étudier le modèle d'action d'un actionnaire « responsable », nous avons choisi de nous intéresser au cas de Mirova, une société de gestion d'actifs, et en particulier à sa politique de vote. Une politique de vote est un outil d'engagement spécifique, propre aux actionnaires industrialisés, qui justifie de la doctrine de vote d'un actionnaire en assemblée générale.

Cet outil a peu été étudié dans la littérature sur les pratiques des investisseurs professionnels et pourtant offre un éclairage substantiel sur la « philosophie gestionnaire » (Hatchuel et Weil, 1992) des actionnaires industrialisés.

Aussi, avant d'approfondir le cas particulier de Mirova, nous proposons de nous arrêter sur cet outil d'engagement de l'actionnaire industrialisé. Qu'est-ce qu'une politique de vote ? À quels besoins répond-elle ? Quels thèmes sont abordés au sein d'une politique de vote ? Quelles sont les doctrines de vote des actionnaires ?

Dans ce septième chapitre, nous exposerons ainsi une caractérisation des politiques de vote d'actionnaires. Pour cela, nous commencerons par introduire les politiques de vote dans un

contexte d'industrialisation de l'actionnariat (I). Ensuite, nous chercherons à comprendre l'usage que font les actionnaires de leur politique de vote. Nous présenterons à cet effet l'analyse comparative que nous avons conduite sur un échantillon de politiques de vote de gérants d'actifs. Nous proposerons alors une modélisation des politiques de vote, sous le prisme des rationalités qui les sous-tendent (II). Nous discuterons enfin les principaux résultats de notre analyse comparative (III).

I. Les politiques de vote d'actionnaires, une rationalisation du vote de l'actionnaire industrialisé

Notre analyse de l'industrialisation de l'actionnariat ainsi que l'étude du cas particulier de Mirova a attiré notre attention sur les politiques de vote d'actionnaires. Ces dernières sont des outils qui supportent le vote des actionnaires en assemblée générale et constituent ainsi des outils d'engagement l'actionnaire en gouvernance d'entreprise.

Plus spécifiquement, les politiques de vote sont des documents produits par les actionnaires qui explicitent leurs orientations de vote au cours des assemblées générales des sociétés dans lesquelles ils investissent.

Les politiques de vote, un support de vote de l'actionnaire industrialisé [37]

L'assemblée générale demeure le principal rendez-vous annuel, qui soit à la fois formalisé, qui organise l'interaction entre l'entreprise et tous ses actionnaires. Ainsi que nous l'avons décrit en Partie I, le droit de vote est un droit historique de l'actionnaire (cf. Partie I, Chapitre 1, I). Si auparavant les actionnaires se réunissaient physiquement aux assemblées générales, le développement de la cotation en bourse et l'éclatement de l'actionnariat ont favorisé l'usage du vote par procuration (« *proxy voting* »).

En amont de l'assemblée générale, la société doit publier un avis de convocation qui comprend l'ordre du jour et la liste des résolutions qui doivent être votées par les actionnaires. C'est le *proxy statement*. Les actionnaires se prononcent alors sur ces différentes résolutions et s'ils votent par *proxy*, ils peuvent voter en ligne, par mail ou par téléphone. En particulier, les investisseurs professionnels ont souvent recours à des agences conseil en vote qui lorsqu'elles ne donnent pas des recommandations de vote, mettent à disposition des actionnaires des plateformes sur lesquelles ils peuvent transmettre leurs instructions de vote.

La montée en puissance des investisseurs institutionnels dans le capital des grandes sociétés cotées a cependant renouvelé les enjeux du vote des actionnarial. De nombreux investisseurs professionnels se désintéressaient des assemblées générales, à tel point qu'au début des années 2000 les législations européennes et américaines ont rendu obligatoire l'exercice du droit de vote par les intermédiaires financiers. Afin de s'assurer que ce vote ne soit pas soumis aux conflits d'intérêts que rencontrent les intermédiaires (Davis et Kim, 2007), ces dispositions se sont assorties d'une obligation de publication d'une publication de politique de vote qui décrive les orientations de vote des actionnaires sur les grands sujets de gouvernance votés en assemblée générale.

[37] Plus généralement, on se référera pour les paragraphes suivants aux développements présentés au Chapitre 1 pour le droit de vote des actionnaires et au Chapitre 2 pour les pratiques de vote des investisseurs professionnels et le rôle des *proxy advisors*.

Les politiques de vote d'actionnaires sont ainsi le produit des vagues de rationalisation des pratiques de gouvernance d'entreprise des actionnaires qui ont accompagné l'industrialisation de l'actionnariat.

Les politiques de vote, un outil d'engagement

Ainsi que nous l'avons évoqué dans la partie précédente (Chapitre 3, I. et Chapitre 4), les pratiques d'engagement des actionnaires auprès des entreprises peuvent revêtir différentes formes. La littérature s'est cependant peu intéressée aux politiques de vote. Certains auteurs ont observé que les politiques de vote choisies par les gérants d'actifs présentaient de nombreuses similarités et n'étaient pas très différenciées (Rothberg et de Mesa Graziano, 2004), quand d'autres ont cherché à évaluer, sans résultat déterminant, leur capacité réelle à prévenir les conflits d'intérêt (Davis et Kim, 2007).

Pourtant cet outil a sa place au nombre des moyens d'action des actionnaires. La littérature sur l'activisme actionnarial, qu'il soit social ou financier, a surtout porté sur le dépôt de résolution à l'ordre du jour (Chung et Talaulicar, 2010 ; Goranova et Ryan, 2014). Cependant, les résolutions ne sont pas toujours un moyen facile d'accès d'une législation à l'autre, en particulier dans les pays européens (Louche et Lydenberg, 2006 ; Masouros, 2010).

Par ailleurs, toutes les résolutions d'actionnaires ne parviennent pas à l'ordre du jour (Matsusaka, Ozbas et Yi, 2017, 2018) et si elles sont soumises au vote des actionnaires, elle ne sont pas toujours suivies d'un vote favorable (Campbell, Gillan et Niden, 1999 ; Gillan et Starks, 2000 ; Rojas et al., 2009). De plus, contrairement au dialogue (Logsdon et Van Buren, 2009), le dépôt de résolution a pu être perçu comme une technique qui établissait un rapport de force avec le management.

Le UK Stewardship Code insiste en effet tout particulièrement sur l'importance du dialogue avec les directions des entreprises. Les investisseurs institutionnels semblent d'ailleurs faire appel de plus en plus au dialogue avant de déposer des résolutions (Gillan et Starks, 2007). Dans le cadre des Principles for Responsible Investment (PRI) de l'ONU, de nombreux investisseurs professionnels ont également recours au dialogue pour s'engager sur des questions ESG avec les entreprises (Gond et Piani, 2013).

Le dialogue entre les actionnaires et les entreprises dans lesquelles ils investissent sont cependant des évènements ponctuels et qui abordent des sujets aussi divers que variables d'un actionnaire engagé à l'autre. Par ailleurs, le dialogue se fonde sur un processus délibératif. Or la délibération, dans un idéal habermassien, est une forme particulière d'interaction, aux conditions exigeantes et contraignante puisqu'elle exige un face-à-face (Hatchuel, 1998).

Les politiques de vote présentent alors l'intérêt de donner la position générale d'un actionnaire industrialisé sur les décisions qui sont prises annuellement en assemblée générale. Elles

entendent organiser de manière cohérente et routinière leur doctrine de vote, et les logiques d'action qui la sous-tendent.

*

Introduite dans un contexte d'industrialisation de l'actionnariat, les politiques de vote d'actionnaires sont un outil d'engagement qui rationalise le vote en assemblée générale des actionnaires industrialisés. Ce sont des documents déclaratifs dont le but est de prévenir les conflits d'intérêt des investisseurs en matière de vote. Les politiques de vote sont aussi un moyen d'exposer la doctrine de vote que suivent les investisseurs professionnels en amont des assemblées générales. Elles constituent ainsi un outil de gouvernance actionnariale.

Afin d'être en mesure d'examiner la politique de vote de Mirova, nous avons tout d'abord cherché à mieux définir ces outils spécifiques de l'engagement d'actionnaires industrialisés. Pour cela, nous avons alors rassemblé un corpus de politiques de vote de gérants d'actifs sur lequel nous conduit une étude comparative. En particulier, nous nous sommes attachés à modéliser cet outil afin d'exhiber ses principales caractéristiques.

II. Modélisation des politiques de vote : entre opportunités et rationalités de vote

Les politiques de vote d'actionnaires correspondent à une rationalisation du vote en assemblée générale dans un contexte d'industrialisation de l'actionnariat. Ce sont des documents d'ordre déclaratif qui décrivent les doctrines de vote des actionnaires industrialisés.

Afin de caractériser cet outil d'engagement spécifique de l'actionnaire industrialisé, nous nous sommes efforcés d'expliciter son « schéma de raisonnement » (Moisdon, 1997). Nous avons alors constitué un corpus de politiques de vote d'actionnaires (a) qui nous a permis de reconstituer la taxinomie des politiques de vote (b) pour, enfin, en donner une représentation matricielle (c).

a. La constitution d'un échantillon de politiques de vote d'actionnaires industrialisés

Les politiques de vote sont des documents écrits et publics disponibles en général sur les sites internet des investisseurs professionnels. Afin de réaliser une étude qualitative de documents, nous avons rassemblé un échantillon restreint de 21 politiques de vote appliquées sur le marché européen en 2015[38].

Cet échantillon est composé des politiques de vote de 20 gérants d'actifs et d'un *proxy advisors*. Nous avons sélectionné 7 sociétés de gestion qui font partie des poids lourds de la gestion d'actifs mondiale (plus de mille milliards d'euros d'actifs sous gestion), à savoir, Amundi, BlackRock, BNY Mellon, Goldman Sachs AM, JP Morgan AM, SSGA et Vanguard ; puis 6 sociétés de gestion au poids plus intermédiaire (entre 100 et mille milliards d'euros d'actifs sous gestion), à savoir, Allianz Global Investors, Axa IM, Crédit Suisse, Deutsche AWMI, Natixis et Union Investment ; puis 3 sociétés de gestion aux encours plus modestes (entre 10 milliards et 100 milliards d'euros d'actifs sous gestion) à savoir Erste, Federal Finance, La Financière de l'Echiquier ; et enfin 4 sociétés de gestion dédiées à l'ISR aux encours plus modestes mais comparables (autour de 10 milliards d'euros d'actifs sous gestion), à savoir Calvert, Ecofi, Mirova et Triodos. Afin de servir de point de référence, nous avons ajouté à cet échantillon de politiques de vote de gérants d'actifs, la politique de recommandation de vote d'un *proxy advisor*. Nous avons choisi la politique de vote européenne d'ISS, dont les avis sont, nous l'avons vu, très suivis[39].

[38] Nous avons commencé nos recherches sur les politiques de vote en Septembre 2015.
[39] Nous avons insisté au Chapitre 2 de la Partie I sur l'importance de l'influence des *proxy advisors*, et en particulier d'ISS, sur le vote des actionnaires.

Les politiques de vote d'actionnaires sont des outils de gestion au sens de Jean-Claude Moisdon puisqu'il s'agit « schéma de raisonnement » (Moisdon, 1997) qui associent les sujets soumis au vote en assemblée générale à l'orientation de vote des actionnaires.

Ce sont des documents assez hétérogènes dans lesquels il nous fut difficile d' « entrer ».

Director independence

BlackRock expects that a board should include a sufficient number of independent directors. We believe that an independent board faces fewer conflicts and is best prepared to protect shareholder interests. Common impediments to independence include but are not limited to:

- Employment by the company or a subsidiary as a senior executive within the previous five years
- Status as a founder of the company
- Substantial business or personal relationships with the company or the company's senior executives
- Family relationships with senior executives or founders of the company
- Significant shareholding of the company

We also take into account market standards to consider the independence of a board member.

External Board Mandates

Non-executive directors must be able to commit an appropriate amount of time to board and committee matters. Given the nature of the non-executive role it is important that a non-executive director has spare capacity in the event of unforeseen events. BlackRock may vote against the (re)election of a director where there is a risk the director may be over committed in respect of other responsibilities and/or commitments.

BlackRock is concerned that where a full-time executive has a non-executive director role or roles at unrelated companies, there may be a risk that the ability to contribute in either role could be compromised in the event of unforeseen circumstances. BlackRock may vote against a non-executive director who is also a full time executive of a major listed company if there is a risk that the director may be over committed.

3 2015 Proxy voting guidelines for European, Middle Eastern and African securities BLACKROCK®

Figure 34: Extrait de la politique de vote 2015 de BlackRock

À titre d'exemple, la politique de vote de BlackRock est un document de 22 pages, uniquement textuel, qui passe en revue des sujets de gouvernance d'entreprise que BlackRock identifie comme des enjeux. Pour chacun de ces enjeux, BlackRock indique la nature de ses préoccupations et ses possibles orientations de vote.

	Mirova will vote FOR	Mirova will vote AGAINST
1. Composition of the board		
Separation of powers	✓ Separation of supervisory and executive powers	
Appointment of independent directors		✓ The mandate exceeds 4 years ✓ Excessive overboarding ✓ Attendance at board and committee meetings is less than 75%
Appointment of non-independent directors (cf. appendix p.21)	✓ Chief executive officer ✓ Employee representatives (up to 50% of the board)	*For non-controlled companies or controlled by less than 50%*: ✓ All executives excepting the CEO ✓ Shareholder representatives in excess of the principle of proportionality and the ceiling of 25% ✓ All non-independents until the thresholds of 1/3 independent and 1/3 employee representatives have been reached ✓ All shareholder or employee representatives if present on the appointment or remuneration committees ✓ All non-independent directors (excepting CEO) if the degree of independence of appointment and remuneration committees is < 50% ✓ All non-independent directors (excepting CEO) if the degree of independence of the audit committee is < 75% *For controlled companies (> 50% capital):* ✓ Shareholder representatives in excess of the principle of proportionality ✓ Non-independent directors if the number of directors

9

Figure 35: Extrait de la politique de vote 2015 de Mirova

La politique de vote de Mirova, par comparaison, est document de 23 pages qui classe par enjeux de gouvernance identifiés, les différentes raisons qui pourraient motiver le sens d'un vote contre ou d'un vote pour en assemblée générale. Par rapport à la politique de vote de BlackRock, la politique de vote de Mirova se présente comme une liste de critères, formalisés, qui permettent d'évaluer les résolutions proposées à l'ordre du jour.

Les politiques de vote que nous avons étudiées décrivent cependant toutes des « règles de gestion » (De Vaujany, 2006) qui ont pour objectif de codifier, de normer le comportement de vote des actionnaires. Elles permettent ainsi de diffuser un « savoir » (Moisdon, 1997) propre aux actionnaires industrialisés. Aussi, si les politiques de vote systématisent et automatisent les comportements de vote des actionnaires, elles vote ne sont pas qu'un outil de « conformation » (Moisdon, 1997). En particulier, elles permettent d'explorer les connaissances et les représentations des actionnaires sur l'acte de vote.

Afin de modéliser les politiques de vote, nous avons d'abord comparé les différentes taxinomies utilisées dans les politiques de vote sélectionnées afin de pouvoir classer les sujets dont les actionnaires s'emparent dans leurs politiques de vote et sur lesquels ils se prononcent. En particulier, nous avons pu observer une grande homogénéité des sujets discutés par les politiques de vote.

b. *La taxinomie des opportunités de vote*

La structure de l'ensemble des politiques de vote que nous avons étudiées repose sur un classement des différents sujets potentiellement soumis au vote des actionnaires. Ces sujets consistent en des « opportunités légales » de vote. Ainsi que nous l'avons décrit en Partie I (cf. Partie I, Chapitre 1, I), l'assemblée générale des actionnaires est seule compétente sur un certain nombre de questions relatives à la société, telles que l'élection du conseil d'administration. Les sujets sur lesquels se prononcent les actionnaires ont ainsi été structurés par le droit et sont donc *a priori* très encadrés.

Nous proposons notre propre classification des catégories de décisions prises en assemblée générale, en recoupant à la fois les structurations des politiques de vote analysées et les dispositions issues du droit. Nous regroupons aussi les opportunités légales de vote en trois catégories.

Association
La catégorie « Association » regroupe l'ensemble des thèmes et résolutions relatifs à la société des actionnaires et à son fonctionnement. Nous retrouvons dans cette catégorie tous les sujets en lien avec la structure du capital de la société, tels que les augmentations de capital ou les mécanismes anti-OPA ainsi que les différents mécanismes en lien avec le fonctionnement de l'assemblée générale, tels que les droits de vote. Les actionnaires décident par exemple s'ils autorisent une augmentation de capital de telle ou telle portion du capital de la société. Ils acceptent, ou non, l'adoption de clauses spécifiques, comme les *poisons pills*[40], qui peuvent servir de mécanismes de prévention contre les OPA. Ils autorisent, ou non, l'émission d'actions qui ouvrent la possibilité à des droits de vote différenciés ou l'adoption de clauses prévoyant l'existence de droits de vote multiples en fonction de la durée de détention d'actions. Les résolutions de la catégorie « Association » sont des sujets de vote au niveau de la société. Les actionnaires se prononcent et agissent ainsi sur eux-mêmes.

Administration
La catégorie « Administration » rassemble l'ensemble des thèmes et résolutions relatifs à la gestion des entreprises, à la fois le *decision-making* et le *decision-control* pour reprendre les termes de Fama et Jensen (cf. Partie I, Chapitre 1, I) . Cela comprend traditionnellement l'élection des administrateurs au conseil d'administration, mais on y retrouve également la politique de dividendes (soit l'affectation du résultat) et les questions relatives à la rémunération des administrateurs et des dirigeants exécutifs. Dans la catégorie « Administration », les actionnaires se prononcent et agissent au niveau de l'entreprise en amont des prises de décisions stratégiques et de la gestion opérationnelle.

[40] Pour une explication plus détaillée sur les *poisons pills*, de leur contexte d'adoption et de leur impacts, nous renvoyons aux travaux suivants : (Brickley, Coles et Terry, 1994 ; Heron et Lie, 2006 ; Ryngaert, 1988)

Évaluation
La troisième et dernière catégorie, « Évaluation », regroupe l'ensemble des thèmes et résolutions relatifs à l'évaluation des résultats, de la stratégie et de l'activité de l'entreprise. Cela comprend le vote sur le rapport annuel, et autres documents financiers, le quitus, mais aussi les dispositions relatives à l'*audit* de l'entreprise. Dans la catégorie « Évaluation », les actionnaires se prononcent et agissent au niveau de l'entreprise en aval des prises de décisions stratégiques et de la gestion opérationnelle.

Nous pouvons d'ores et déjà remarquer que les catégories Administration et Évaluation permettent aux actionnaires de s'approcher des questions liées à la gestion de l'entreprise au travers non seulement du conseil d'administration mais aussi de la rémunération des dirigeants et des administrateurs.

Notre classification permet de rendre compte de la structure et des sujets présents dans l'ensemble des politiques de vote des actionnaires. Elle ignore cependant les résolutions d'actionnaires. La plupart des politiques de vote que nous avons analysées se positionnaient sur les résolutions soumises au vote des actionnaires par les actionnaires eux-mêmes. Ces résolutions peuvent cependant porter sur des sujets liés à l'Association, à l'Administration ou à l'Évaluation et ne constituent pas en soi une opportunité de positionnement des actionnaires sur les sujets de la gouvernance d'entreprise. Nous avons aussi étudié ce sujet séparément des catégories que nous avons retenues.

Nous disposons désormais des sujets du vote du « schéma de raisonnement » (Moisdon, 1997) opéré par les politiques de vote. À partir des opportunités de vote des actionnaires, nous proposons une modélisation des politiques de vote actionnariales.

c. *Les politiques de vote, une représentation matricielle : l'exemple d'ISS*

Les politiques de vote d'actionnaires industrialisés associent donc des décisions de vote à des opportunités légales de vote. Elles élaborent ainsi des règles implicites d'association qui permettent de lier les objets du vote à l'acte de vote lui-même. Ces règles d'association motivent en conséquence le vote des actionnaires.

Afin de modéliser les politiques de vote, nous avons analysé à titre d'exemple le raisonnement opéré par la politique de vote d'ISS, l'agence de conseil en vote que nous avons pris pour référence. Nous avons aussi relevé les différentes prises de positions d'ISS dans sa politique de vote 2015 sur le marché européen. Ce travail nous a permis d'observer que la politique de vote d'ISS examine les opportunités de vote en assemblée générale sous le prisme des préoccupations qu'elles attribuent aux investisseurs professionnels.

Opportunités de vote	Association		Administration		Évaluation
Exemples	Mesures anti-OPA	Droits de vote multiples	Élection des administrateurs	Rémunération du dirigeant	Rapport annuel
Position d'ISS	Contre	Contre	Majorité d'indépendants	Pay-for-performance financier	Qualité des informations

Tableau 9: Exemples de rationalités d'ISS sur des sujets de vote

Les décisions de vote recommandées par ISS sont aussi le produit de la rencontre entre une opportunité de vote et ces préoccupations.

En particulier, la politique de vote ISS développe une doctrine de vote qui repose sur une « gestion des risques » que les décisions de gouvernance et de gestion d'entreprise peuvent représenter pour les intérêts des investisseurs professionnels. En effet, ISS se prononce par exemple, contre les mécanismes anti-OPA qui peuvent empêcher les actionnaires de profiter des prix préférentiels proposés par les OPA et qui ont souvent décriés pour leur effet négatif sur la valeur actionnariale (Heron et Lie, 2006 ; Ryngaert, 1988). De même, la politique de vote d'ISS s'oppose aux droits de vote multiples souvent défavorables aux actionnaires minoritaires et aux investisseurs professionnels qui détiennent les actions sur de courte période et non nominativement. Elle requiert, par ailleurs, un seuil minimum d'indépendants au conseil d'administration. Or, l'indépendance des administrateurs, qui est censée prévenir les conflits d'intérêts que peuvent rencontrer les administrateurs avec le management ou avec l'actionnaire majoritaire, est supposée avoir un effet positif sur la valeur actionnariale (Gordon, 2006).

De plus, la politique de vote d'ISS se réclame du principe *pay-for-performance* en matière de rémunération des dirigeants. Ce principe se conforme aux mécanismes incitatifs préconisés par la théorie de l'agence pour aligner l'intérêt des managers sur celui des actionnaires (Jensen et Murphy, 1990a). Enfin, sur le rapport annuel soumis au vote des actionnaires, ISS insiste sur la nécessité de la qualité des informations présentes dans le rapport. Au-delà de l'importance de la qualité et de l'audit du rapport annuel pour permettre aux investisseurs de former un jugement sur la situation de l'entreprise, ceux-ci ont également été rapporté comme ayant un effet positif sur la valeur actionnariale (Bratton, 2003).

Politique de vote d'ISS	**Intérêts des investisseurs**
Opportunités de vote	« Gestion des risques »

Tableau 10: La politique de vote d'ISS, saisir des opportunités de vote pour gérer les risques sur les intérêts des investisseurs

La politique de vote d'ISS peut être ainsi lue comme une matrice qui associe les sujets soumis au vote des actionnaires en assemblée général à une défense des intérêts des investisseurs.

Nous proposons alors de modéliser les politiques de vote sous forme matricielle. Cette modélisation croise des opportunités de vote, aux préoccupations des actionnaires, soit les rationalités qui motivent le sens de leur vote.

Politique de vote	**Rationalité**
Opportunités de vote	Doctrine de vote

Tableau 11: Représentation matricielle des politiques de vote

Notre travail a alors consisté à expliciter les rationalités propres aux gérants d'actifs afin de dégager la « philosophie gestionnaire » qui instruit les règles de vote auxquelles ils se soumettent.

*

Les politiques de vote d'actionnaires sont des outils d'engagement des actionnaires industrialisés. Ce sont des documents qui décrivent les positions des actionnaires sur des opportunités légales de vote. Afin d'expliciter le « schéma de raisonnement » (Moisdon, 1997) opéré par cet outil, nous avons constitué un échantillon de politiques de vote composés des politiques de vote de 20 gérants d'actifs et d'une agence de conseil en vote. Cet échantillon nous a permis de construire une taxinomie propre aux politiques de vote.

À partir de l'analyse de la politique de vote de l'agence de conseil en vote que nous avons utilisée en référence, nous avons alors modélisé les politiques de vote sous forme matricielle. Cette modélisation représente la rencontre des opportunités légales de vote et des rationalités de vote développées par les actionnaires. Nous définissons alors les politiques de vote comme des outils qui permettent aux actionnaires de prévenir « les risques » que peuvent constituer des sujets soumis au vote au regard des rationalités qu'ils suivent, ou de leur donner des moyens d'action pour promouvoir cette même rationalité.

Nous disposons dorénavant d'un outil d'analyse des politiques de vote qui nous permet à présent d'exhiber et de discuter des rationalités suivies par les actionnaires industrialisés.

III. Les rationalités des actionnaires dans les politiques de vote : l'expression d'un régime de responsabilité

Les politiques de vote des actionnaires industrialisés développent des doctrines de vote qui anticipent et justifient le sens de leur vote des opportunités légales de vote en assemblée générale. Ces doctrines de vote traduisent alors des rationalités spécifiques. En quoi consistent les rationalités de vote des actionnaires industrialisés ? Que peuvent-elles nous apprendre sur leurs pratiques d'engagement ?

Nous avons exhibé la doctrine de vote de la politique de vote d'ISS, que nous avons utilisée pour notre modélisation des politiques de vote comme point de référence. Aussi, afin de dégager des tendances en la matière nous avons alors comparé les autres politiques de vote de notre échantillon à la politique de vote d'ISS.

Nous avons alors tout d'abord observé qu'elles étaient dans leur grande majorité alignées sur la politique de vote d'ISS (a). En particulier, les rationalités de vote des politiques de vote de notre échantillon expriment une conception des responsabilités de l'actionnaire industrialisé, qui s'est généralement approchée d'un régime de responsabilité *steward* (b). Nous discuterons alors ces résultats au regard du modèle d'action des actionnaires industrialisés (c). Enfin, nous défendrons les particularités de la politique de vote de Mirova en comparaison avec celles des autres politiques de vote de notre échantillon (d).

a. L'homogénéité des politiques de vote d'actionnaires : un alignement graduel

Notre analyse des raisonnements conduits par les gérants d'actifs de notre échantillon dans leurs politiques de vote a porté sur une comparaison de ces politiques de vote à la politique de vote d'ISS, notre point de référence.

Nous avons aussi repris les prises de positions d'ISS sur le marché européen dans sa politique de vote 2015, que nous avons contrastées avec celles des gérants d'actifs de notre échantillon dans leurs politiques de vote 2015 sur le même marché. Nos résultats sont en lignes avec les observations de la littérature (voir en particulier Ertimur, Ferri et Oesch, 2013 ; Rothberg et de Mesa Graziano, 2004) et montrent une certaine homogénéité du raisonnement des gérants d'actifs et un certain alignement sur la politique du *proxy advisor*.

Opportunités de vote	Association		Administration		Évaluation
Exemples	Mesures anti-OPA	Droits de vote multiples	Élection des administrateurs	Rémunération du dirigeant	Rapport annuel
Position d'ISS	Contre	Contre	Majorité d'indépendants	Pay-for-performance financier	Qualité des informations
Nombre de gérants d'actifs alignés sur ISS	14/20	15/20	13/20	10/20	11/20
Nombre de gérants qui ajoutent un ou plusieurs critères	4/20	3/20	7/20	9/20	9/20
Nombre de gérants en désaccord avec ISS	2/20	2/20	0/20	1/20	0/20

Tableau 12: Degré d'alignement des politiques de vote 2015 des gérants d'actifs de notre échantillon sur la politique de vote 2015 d'ISS

La majorité des politiques de vote que nous avons analysées sont parfaitement alignées sur les prises de positions d'ISS. Les écarts correspondent surtout à l'ajout de nuances ou à l'ajout d'autres critères de décision qui permettent de motiver le vote.

Rares sont les prises de positions en discordance totale avec ISS. Par exemple, au sujet de l'élection des administrateurs, toutes les politiques de vote étudiées exigent un seuil minimum d'administrateurs indépendants. La plupart des politiques de vote s'élèvent contre les résolutions constituant des mécanismes mis en place pas le management pour prévenir et protéger la société des OPA. Les deux seules politiques de vote qui ne se déclarent pas catégoriquement « contre », déclarent voter au cas par cas.

Aussi, ces politiques de vote se présentent pour la plupart comme des variations d'une politique de vote de référence implicite, que permet de représenter par la politique de vote ISS. Cette dernière paraît définir les « critères de base » auxquels viendront s'ajouter d'autres préoccupations portées par les actionnaires.
Par exemple, tout comme ISS, BlackRock s'attache à la qualité des informations présentes dans le rapport annuel, mais s'attend aussi à ce que des informations extra-financières, ESG, soient intégrées à ce rapport. Ou encore, si à l'instar d'ISS, Amundi défend le principe du « *pay for*

performance », elle demande à ce que des critères extra-financiers soient intégrés à l'évaluation de la performance du dirigeant.

L'homogénéité des politiques de vote des gérants d'actifs que nous avons étudiées témoignent ainsi de l'existence de rationalités communes aux actionnaires industrialisés. Il y a aussi un accord autour d'un standard implicite que les actionnaires industrialisés suivent dans leurs politiques de vote.

b. Les rationalités des actionnaires industrialisés et la figure du steward

Quel est ce standard exprimé dans les politiques de vote des gérants d'actifs de notre échantillon ?

Pour répondre à cette question, reprenons la politique de vote d'ISS qui nous a semblé la plus proche de ce standard. Nous l'avons souligné précédemment (cf. Partie III, Chapitre 7, II), la politique de vote ISS opère une « gestion des risques » au regard des intérêts des investisseurs professionnels.

Les intérêts des investisseurs sont aussi représentés comme une communauté d'intérêts. ISS ne distinguent pas entre les investisseurs, à l'exception de la classique[41] opposition entre actionnaires majoritaires et minoritaires. Nous retrouvons ici les contours sous-jacents d'une conception responsabilité *steward* de la responsabilité des actionnaires (cf. Partie II, Chapitre 5). La figure du steward est une figure de double responsabilité qui associe un régime de responsabilité minimal de l'actionnaire industrialisé à un régime de responsabilité horizontal. Le régime de responsabilité minimal consiste à défendre les intérêts des bénéficiaires et clients des gérants d'actifs, ce qui a été largement interprété comme une défense de leurs intérêts financiers. Le régime de responsabilité horizontal consiste à défendre les intérêts communs des actionnaires d'une entreprise. La politique de vote d'ISS apparaît bien se conformer à ces deux régimes.

En premier lieu, elle défend les intérêts financiers des investisseurs professionnels et en particulier la valeur actionnariale. La valeur actionnariale est pensée comme une attente des actionnaires à l'égard des dirigeants. Ainsi, ISS vote contre les mécanismes anti-OPA et aligne la rémunération du dirigeant sur la performance financière des entreprises.

En deuxième lieu, la politique de vote d'ISS s'assure que la société est bien contrôlée et que les intérêts des dirigeants sont alignés sur ceux des actionnaires de l'entreprise. Le contrôle des dirigeants est ainsi pensé comme l'ensemble des moyens qui permettent de garantir que l'entreprise poursuive bien l'objectif de valeur actionnariale et répondent aux attentes supposées de ses actionnaires. En conséquence, ISS vote alors pour l'indépendance des administrateurs et se préoccupe de la qualité des informations transmises par la société.

[41] Voir Partie I, Chapitre 1, I.

Enfin, la politique de vote d'ISS ajoute à ces deux premières rationalités le souci de l'égalité de traitement des actionnaires. L'idée d'une égalité de traitement permet de défendre et de maintenir la communauté d'intérêts des actionnaires. L'égalité de traitement des actionnaires garantit que l'intérêt de tous les actionnaires sont bien alignés et représentés par une valeur actionnariale commune. Elle est ainsi presque une condition de légitimité de la « société des actionnaires ». En conformité avec cette rationalité, ISS vote contre les droits de vote double qui établit des différences de droits de vote entre actionnaires.

Politique de vote d'ISS		Rationalités *steward*		
Opportunités de vote	Exemples	Valeur actionnariale	Contrôle de la société	Égalité des actionnaires
Association	Mécanismes anti-OPA			X
	Droits de vote multiples		X	X
Administration	Élection des administrateurs		X	X
	Rémunération du dirigeant	X	X	
Évaluation	Rapport annuel		X	
Résolutions d'actionnaires	Résolutions ESG	X		

Tableau 13: La matrice de la politique de vote d'ISS, un régime de responsabilité steward

Nous pouvons remarquer que les rationalités « valeur actionnariale » et « contrôle de la société » peuvent tout aussi bien relever d'un régime de responsabilité minimal que d'un régime de responsabilité horizontal. La valeur actionnariale peut représenter les intérêts financiers des bénéficiaires et des clients des gérants d'actifs comme les intérêts de la communauté d'actionnaire. Seule l'égalité de traitement des actionnaires correspond exclusivement à un régime de responsabilité horizontal. En effet, certains actionnaires industrialisés, et ainsi leurs bénéficiaires et clients, pourraient trouver profitables d'être favorisés par rapport à d'autres de leurs co-actionnaires.

Nous pouvons également observer dans le Tableau 13 que plusieurs rationalités sont activées pour un même paramètre de vote. Par exemple, les droits de vote multiples concernent à la fois l'accès au contrôle de la société par les investisseurs professionnels qui investissent sur courtes périodes et l'égalité de traitement entre les actionnaires. De même, l'indépendance des

administrateurs est définie par des critères d'indépendance des administrateurs vis-à-vis du management (contrôle de la société) mais aussi vis-à-vis des actionnaires majoritaires (égalité de traitement). Enfin, le vote sur la rémunération du dirigeant recouvre, quant à lui, des préoccupations d'incitations, et donc de contrôle, et des préoccupations de performance financière, et donc de valeur actionnariale, par le recours au calcul du *Total Shareholder Return*[42].

Ainsi, en raison de leur alignement, graduel, sur la politique de vote d'ISS, les politiques de vote des gérants d'actifs de notre échantillon se réfèrent à un régime de responsabilité de l'actionnaire *steward* qui s'exprime au travers de trois rationalités de vote : la valeur actionnariale, le contrôle de la société et l'égalité de traitement des actionnaires.

Ces rationalités de vote accomplissent cependant plus que la définition d'une doctrine de vote. En effet, elle s'apparente plutôt à la définition d'une doctrine de gouvernance voire même de gestion des entreprises. La « valeur actionnariale » représente les attentes des actionnaires en matière d'objectif poursuivi par la gestion de l'entreprise. En cela, cette rationalité de vote se conforme au courant théorique de la *shareholder value maximization* selon lequel la maximisation de la valeur actionnarial est le seul objectif légitime de l'entreprise (voir par exemple Jensen, 2010 ; Sundaram et Inkpen, 2004). Cette position a cependant été très contestée, notamment par les théories critiques de la théorie de l'agence telles que la *stakeholder theory*, puisqu'elle détournerait la gestion des entreprises des nombreux autres objectifs et attentes qui pèsent sur elle (voir par exemple Freeman, Wicks et Parmar, 2004). De même, la rationalité « contrôle de la société » s'aligne sur la théorie de l'agence et présente ainsi une représentation de la gouvernance qui exclue les possibilités de collaboration avec la gestion. Or des théories alternatives du management, pour lesquelles les dirigeants ne sont pas forcément opportunistes (Davis, Schoorman et Donaldson, 1997 ; Donaldson et Davis, 1991), proposent des mécanismes de gouvernance fondés sur la collaboration (Sundaramurthy et Lewis, 2003) et le respect de l'autonomie (« *self-determination* ») des différentes parties prenantes (Davis, Schoorman et Donaldson, 1997 ; Hernandez, 2012). Enfin, la rationalité « égalité de traitement des actionnaires » ignore les différences au sein de la communauté des actionnaires et même entre investisseurs professionnels. Or, toute notre analyse de l'industrialisation de l'actionnariat (cf. Partie I, Chapitre II) souligne la variété des attentes et des comportements des investisseurs professionnels et leur impact possible sur la gestion. Aussi, l'égalité de traitement des actionnaires qui visent à protéger les actionnaires minoritaires paraît une rationalité bien plus conforme à une représentation classique d'un actionnaire aux faibles capacités d'action sur l'entreprise.

Ces rationalités de vote traduisent une conception générale de la gouvernance d'entreprise alignée sur la *shareholder primacy norm*[43].

---

[42] Nous reviendrons au Chapitre 9 sur l'usage de cet indicateur qui calcule le rendement de l'investissement pour les actionnaires en ajoutant aux dividendes la plus-value sur le cours de bourse

[43] Voir la discussion que nous proposons de la shareholder primacy norm en Partie I, Chapitre I, II et en Partie I, Chapitre II, III.

Ainsi, non seulement les rationalités de vote « standard » des actionnaires industrialisés expriment un régime de responsabilité steward, mais aussi elles expriment et adoptent des théories de la gouvernance d'entreprise, dont l'influence est pourtant contestée dans la littérature académique.

Les politiques de vote des actionnaires à la fois répondent à un régime de responsabilité de l'actionnaire et se positionnent sur représentations théoriques de la gouvernance et de la gestion des entreprises.

c. *Les rationalités des politiques de vote : une « densification » du vote actionnarial et un renforcement des capacités d'action des actionnaires industrialisés sur l'entreprise*

Les politiques de vote d'actionnaires ne sont en effet pas seulement une occasion de systématiser, de façon plutôt homogène, le vote d'actionnaires aux portefeuilles d'actions étendus.

Elles permettent d'activer des opportunités légales de vote pour poursuivre non pas une mais plusieurs préoccupations de différents ordres. Ces rationalités de vote jouent un rôle quant à la diffusion du « savoir » des actionnaires en matière de gouvernement d'entreprises. Elles font ainsi des politiques des outils propres à « densifier » le vote des actionnaires.

i. Les politiques de vote, une « densification » du vote actionnarial

Notre analyse des politiques de vote de notre échantillon mettent en lumière une nouvelle fonction des politiques de vote. Nous empruntons ici à Mathias Béjean la notion de « densification » comme « dynamique de création d'un fonctionnement symbolique 'dense' » (Béjean, 2008, p.244). Les politiques de vote d'actionnaires industrialisés « densifient » le vote actionnarial. La définition de rationalités de vote dote ce dernier de nouvelles significations. Le vote des actionnaires devient un vote « dense » qui dépasse la logique ternaire « pour », « contre », « abstention » d'un droit de vote sur le modèle du référendum.

Reprenons l'exemple du conseil d'administration. Les politiques de vote que nous avons étudiées sont l'occasion pour les actionnaires d'exprimer des préoccupations connexes à l'élection, en propre, du conseil d'administration.

En amont du vote en assemblée générale, le conseil d'administration présente au vote des actionnaires soit la réélection de l'un de ses membres soit l'élection d'une personne qui a déjà été identifiée au préalable. Aussi la marge de manœuvre des actionnaires est-elle très limitée. C'est ce qui faisait dire à Blair et Stout que les « *board elect themselves* » (Blair et Stout, 1999). Les actionnaires se cantonnent à l'enregistrement ou non de propositions émanant du conseil

d'administration en exercice[44]. Les politiques de vote que nous avons étudiées définissent des critères qui jugent de la « bonne » composition du conseil d'administration. Le critère d'indépendance est le principal critère, mais nous retrouvons aussi des critères tels que la compétence des administrateurs, ou leur diversité d'âge, géographique mais aussi de sexe. La politique de vote d'Ecofi encourage la présence de représentants d'actionnaires-salariés de l'entreprise. Celle de Mirova détermine un seuil d'1/3 de représentants des salariés (pas forcément actionnaires) dans la composition du conseil d'administration pour un vote favorable. De plus, certaines politiques de vote, telles que celles d'Amundi, BlackRock et SSGA, sanctionnent les administrateurs qu'elles estiment responsables de certaines prises de risques ESG et préconisent un vote contre leur réélection. Le vote portant sur l'élection des administrateurs n'est pas une simple validation des propositions à l'ordre du jour mais intègre les préoccupations des gérants d'actifs en matière de bonne composition du conseil d'administration mais aussi de rôle et de responsabilités des administrateurs.

De même, le vote sur la rémunération des dirigeants permet aux gérants d'actifs d'expliciter ce qu'ils entendent par performance du dirigeant. Allianz, Amundi, Natixis, Union Investment, Calvert, Ecofi, Mirova et Triodos soutiennent l'intégration de critères environnementaux et sociaux dans le calcul de la rémunération variable des dirigeants. La rémunération est aussi l'occasion de s'attaquer à des sujets plus proches des questions internes et de ressources humaines de l'entreprise. La Financière de l'Échiquier défend par exemple l'association des autres employés au résultat de la société. Natixis et Calvert se positionnent en faveur de la déclaration par l'entreprise de son « *pay ratio* », à savoir le rapport entre la rémunération du directeur général et la rémunération du salarié moyen dans l'entreprise. La question de l'équité des pratiques de rémunération au sein des sociétés est ainsi posée au sein même des politiques de vote des gérants d'actifs. Natixis, toujours, se déclare contre les stocks options et les actions gratuites distribués au dirigeant lorsque la société a entamé une restructuration qui prévoit le licenciement d'une part conséquence de sa masse salariale. Mirova s'intéresse à la distribution et au partage de la valeur entre actionnaires, dirigeants et salariés.

Les politiques de vote expriment ainsi non seulement une anticipation d'une décision de vote mais offrent aussi des prescriptions en amont sur la gouvernance mais aussi sur la gestion de l'entreprise en greffant leur propres préoccupations en matière de gouvernance d'entreprise sur des opportunités de vote, qui aurait pu paraître *a priori* restreintes et frustres. Ce résultat contredit aussi en partie les remarques de Fama et Jensen mais aussi de Blair et Stout (que nous avons exposés dans le Chapitre 1 en Partie I) sur le caractère négligeable des « *approval rights* » donnés aux actionnaires par le droit de vote (Blair et Stout, 1999 ; Fama et Jensen, 1983a). Les actionnaires ont la possibilité d'enrichir la signification de leurs orientations de vote.

ii. Les politiques de vote, un renforcement des capacités d'action sur l'entreprise des actionnaires industrialisés

[44] Certaines législations prévoient la possibilité pour les actionnaires de proposer des administrateurs au vote des actionnaires. Aux États-Unis, cela passe notamment par la voie des *proxy contests* que peuvent lancer les actionnaires pour proposer leurs propres candidats au vote des actionnaires (Dodd et Warner, 1983 ; Pound, 1988).
.

La densification du vote des actionnaires industrialisés renforcent alors leur capacité prescriptive sur la gestion et transforment ainsi les « *approval rights* » des actionnaires en capacité d'action sur l'entreprise. Or nous avons vu que la politique de vote d'ISS sur laquelle les politiques de vote des gérants d'actifs étaient majoritairement alignés, se conformait non seulement à un régime de responsabilité *steward* mais à des rationalités de l'ordre de la *shareholder primacy norm*. Ces rationalités renforcent alors la *shareholder primacy norm* et expriment ainsi des attentes en matière de gestion qui peuvent réduire la latitude d'action des dirigeants et ainsi enfreindre la *Business Judgment Rule*.

À l'instar du UK Stewardship Code et de la Directive européenne 2017/828 (cf. Partie II, Chapitre 4, II), les politiques de vote des actionnaires se révèlent ainsi un outil d'engagement ambigu dans son rapport à la *Business Judgment Rule*. Les rationalités de vote définies par les politiques de vote transmettent des attentes et des prescriptions en matière de gouvernance et de gestion des entreprises. Ce résultat interroge alors la pertinence de ces prescriptions qui pourrait ainsi favoriser le potentiel des pourvoyeurs de capital au détriment des autres potentiels mobilisés par la gestion. Aussi, derrière les politiques de vote, nous retrouvons la problématique de l'arbitrage entre les différents régimes de responsabilités possibles des actionnaires industrialisés (cf. Partie II, Chapitre 5, III).

Les rationalités de vote des actionnaires, telles qu'elles sont définies dans leurs politiques de vote, permettent aussi de « densifier » le vote actionnarial et en conséquence de renforcer leurs capacités d'action sur l'entreprise. Les politiques de vote participent ainsi des défis posés par l'industrialisation de l'actionnariat non seulement au modèle d'action mais aussi au modèle de responsabilité des actionnaires.

La politique de vote de Mirova nous a cependant semblé se démarquer des autres politiques de vote de notre échantillon, et présenter un alternative dans la manière de superposer modèle d'action de l'actionnaire industrialisé et modèle de responsabilité d'un actionnaire qui ne soit pas *steward*.

d. La politique de vote de Mirova, un effort de distanciation du régime de responsabilité steward et de la shareholder primacy norm

Les politiques de vote de gérants d'actifs de nos échantillons convergent ainsi vers un régime de responsabilité steward et des positions de gouvernance d'entreprise influencée par la *shareholder primacy norm*. Cependant, bien que ces politiques de vote soient globalement homogènes, leurs doctrines de vote connaissent également des lignes de divergence, en particulier sur les enjeux ESG.

Nous pouvons ainsi remarquer que la plupart des politiques de vote intègrent des critères extra-financiers au niveau de la catégorie administration et/ou au niveau de la catégorie évaluation. Si toutes les politiques de vote des gérants d'actifs spécialisés dans l'ISR ont cette préoccupation, nous retrouvons également chez quatre sociétés de gestion « *mainstream* »

l'intégration de critères de performance sociale et environnementale dans les politiques de rémunération des dirigeants.

Nous observons également une ligne de fracture sur les résolutions d'actionnaire à visée sociale ou environnementale. La politique de vote d'ISS préconise un vote au cas par cas dans la limite de l'impact sur la performance court, moyen et long-terme de la société. Plus radicale, Vanguard s'y oppose frontalement et qualifie la plupart des sujets visés par ces résolutions d' « *ordinary business matters* » dans lesquels l'actionnaire ne saurait entrer. De manière plus surprenante, Goldman Sachs défend à l'inverse la plupart de ces résolutions sociales. Ainsi que l'on pouvait s'y attendre, les gérants d'actifs spécialisés dans l'ISR qui mentionnent les résolutions d'actionnaires ESG, Calvert, Ecofi et Triodos, rejoignent Goldman Sachs et se prononcent de manière générale en faveur de ces résolutions.

De même, la plupart des gérants d'actifs se positionnent contre les droits de vote multiples, qui peuvent attribuer un poids différencié au vote de certains acteurs. En France, la loi Florange de 2014 a fait des droits de vote double le système de droits de vote par défaut des sociétés pour les investisseurs détenant des actions nominativement depuis plus de deux ans. La politique de vote d'ISS qui se revendique du principe « une action une voix » s'élève explicitement contre cette disposition qui pourrait favoriser les actionnaires majoritaires au dépend des actionnaires minoritaires. La plupart des politiques de vote que nous avons regardées s'alignent sur le principe « une action une voix » (voir Tableau 12). Seules les politiques de vote de BNY Mellon, Federal Finance, Ecofi et Mirova déclarent que leur vote sur les droits de vote multiples pourrait être favorable si c'est dans l'intérêt long-terme de la société.

Nous observons ainsi des points de « tensions » entre les gérants d'actifs. En particulier, les gérants d'actifs spécialisés dans l'ISR présentent les politiques de vote qui s'éloignent le plus des recommandations de la politique de vote d'ISS.

Opportunités de vote	Association		Administration		Évaluation	Résolutions d'actionnaires
Exemples	Mesures anti-OPA	Droits de vote multiples	Élection des administrateurs	Rémunération du dirigeant	Rapport annuel	Résolutions ESG
ISS	Contre	Contre	Majorité d'indépendants	*Pay for performance*	Qualité de l'information	Au cas par cas
Calvert	Contre	Contre	Majorité d'indépendants	- *Pay for performance* - Intégration de critères ESG - Déclaration du *pay ratio* et des dispositifs d'équité des rémunérations	- Qualité de l'information - Intégration d'informations ESG	Généralement pour
Ecofi	Contre, sauf intérêt long-terme de la société	Contre, intérêt long-terme de la société et pas protectionnisme	- Seuil d'1/3 d'indépendants - Favorable au représentants d'actionnaires-salariés	- *Pay-for performance* long- terme - Intégration de critères ESG dans les plans de stocks options et d'actions gratuites	Qualité de l'information	Pour les résolutions favorisant la RSE
Mirova	Contre	Pour, si intérêt long-terme de la société	- Seuil d'1/3 d'indépendants - Seuil d'1/3 d'employés - Attentes pour un comité RSE	- Abstention sur la politique de rémunération (ex-ante) - Sur le rapport de rémunération (ex-post): corrélation de la rémunération à la valeur économique, environnementale et sociale - Distribution et partage de la valeur entre actionnaires, employés, dirigeants - Participation des employés	- Qualité de l'information - Rapport RSE ou comité RSE	
Triodos	Au cas par cas, abstention	Au cas par cas, abstention	Seuil minimum d'indépendance, en fonction des contextes nationaux	- *Pay-for performance* long- terme - Intégration de critères ESG - Contre les rémunérations "jugées" excessives au regard des standards	- Qualité de l'information - Abstention si absence d'informations ESG	Généralement pour

Tableau 14: Comparaison de la politique de vote ISS et des politiques de vote de gérants ISR : une ligne de divergence sur l'usage des critères ESG

Les politiques de vote des gérants ISR déclinent de façon quasi-systématique la préoccupation pour l'intérêt long-terme de la société et les critères ESG sur les opportunités de vote des actionnaires.

Cependant, nous pouvons remarquer que les politiques de vote de Calvert, Ecofi et Triodos, aussi peu alignées sur la politique de vote d'ISS soient-elles, ne remettent pas fondamentalement en question les prises de positions d'ISS. Elles confirment par exemple le principe de « *pay-for-performance* ». Elles adjoignent aux critères financiers, d'autres critères de performance, extra-financiers. De même, leur position sur les droits de vote multiples est également *a priori* défavorable.

Les politiques de vote de Calvert, Ecofi et Triodos expriment des rationalités proches de celles de la politique de vote d'ISS. Le concept de performance est étendu à la performance ESG. Le critère de qualité de l'information est étendu à l'intégration des informations ESG. Calvert et Triodos suggèrent qu'ils voteront contre des pratiques de rémunérations excessives ou non équitables, mais ne définissent pas de critères pour définir ce qui est « excessif » ou «équitable ». La représentation des salariés au conseil d'administration est évoquée par Ecofi, à la condition qu'ils soient eux-aussi actionnaires. Ainsi, les politiques de vote de Calvert, Ecofi et Triodos établissent également des règles de vote qui préviennent les risques pour les intérêts des actionnaires. Elles défendent un régime de responsabilité *steward* des actionnaires. De plus, leur position intègre une conception de la valeur actionnariale proche d'une *shareholder enlightened value*[45], qui intègre les nécessités des enjeux ESG, mais qui ne remet pas en cause la *shareholder primacy norm*.

La politique de vote de Mirova semble pourtant se démarquer. Elle ne défend pas la *shareholder primacy norm,* ni sous la forme d'une *shareholder enlightened value.* En effet, elle ne fait pas référence à la performance en matière de rémunération des dirigeants mais à une valeur économique, environnementale et sociale. Elle se réfère un critère d'équité en matière de rémunération, et encourage la participation des salariés au résultat, mais aussi un partage de la valeur entre les dirigeants, les salariés et les actionnaires. Cela signifie également que Mirova évalue la rémunération perçue par les actionnaires, et donc elle-même, au de l'équité de la rémunération des autres parties prenantes. Par ailleurs, Mirova se prononce *a priori* favorable au droits de vote multiples. Enfin, Mirova promeut la représentation au conseil d'administration des salariés, et pas seulement des actionnaires-salariés comme Ecofi.

Ainsi, la politique de vote de Mirova fournit également un effort de distanciation du régime de responsabilité *steward*. Elle considère d'autres intérêts que ceux des actionnaires. Les intérêts des salariés occupent une place importante dans la politique de vote Mirova. Par ailleurs, Mirova semble parfois aller à l'encontre de son propre intérêt. Ainsi, elle est *a priori* en faveur des droits de vote multiples. Les dividendes perçus sont intégrés la discussion sur l'équité des rémunérations. Enfin, elle fait le choix de s'abstenir systématiquement de voter sur politique de rémunération (ex-ante), se privant par là-même d'un droit de regard sur la conception du plan de rémunération des dirigeants des entreprises. La politique de vote de Mirova esquisse ainsi un « pas de côté » par rapport aux politiques de vote des gérants d'actifs.

Ce « pas de côté » ne correspond cependant pas à un régime de responsabilité « militant » (cf. Partie II, Chapitre 5, III). La politique de vote de Mirova intègre des enjeux ESG mais ne se pose pas en défenseur de l'intérêt général. Elle ne définit pas d'attentes éthiques particulières. Elle ne se positionne pas en amont sur le dépôt de résolution d'actionnaire à visée éthique ou social. Enfin, si Mirova intègre les intérêts des parties prenantes de l'entreprise, elle défend également son intérêt d'actionnaire. Aussi, par exemple, Mirova vote systématiquement contre les mécanismes anti-OPA.

[45] Pour une discussion de la *shareholder enlightened value*, se référer à la Partie II, Chapitre 4, II.

Ces caractéristiques sont-elles cependant de nature à qualifier la politique de vote de Mirova de responsable envers l'entreprise et de sa gestion ?

Il nous faudrait pour cela pouvoir exhiber les rationalités propres à la politique de vote de Mirova. Nous proposons aussi de commencer par représenter les différences entre des politiques de vote qui se conforment à un régime de responsabilité *steward* et la politique de vote Mirova.

**

Au terme de ce septième chapitre, nous avons proposé une caractérisation des politiques de vote d'actionnaires industrialisés qui repose sur la définition de rationalités de vote qui permettent d'exprimer un régime de responsabilité de l'actionnaire. Les politiques de vote sont des outils d'engagement spécifiques, propres aux actionnaires industrialisés. En particulier, elles répondent à un besoin de rationalisation du vote dans un contexte d'industrialisation de l'actionnariat. Les politiques de vote permettent de systématiser et de justifier le vote d'actionnaires industrialisés. Par là-même, elles diffusent un « savoir » de ces actionnaires en matière de vote et de gouvernance d'entreprise. Nous nous sommes alors attachés à dégager la « philosophie gestionnaire » des doctrines de vote des actionnaires industrialisés.

Pour cela, nous avons conduit une étude comparative de documents. Nous avons alors constitué un échantillon de politiques de vote de gérants d'actifs que nous avons complété par la politique de vote d'une agence de conseil en vote. Ce corpus nous a permis d'établir une taxinomie des politiques de vote, que nous avons ensuite modélisées sous forme matricielle. Nous avons alors défendu que les politiques de vote d'actionnaire procédaient de la rencontre entre des opportunités légales de vote en assemblée générale et des rationalités actionnariales de vote. Cette rencontre permet aux politiques de vote de « densifier » le vote des actionnaires. Elle donne à leur vote une signification bien plus dense que l'alternative « pour », « contre », « abstention » du système de vote par référendum. Elle renforce ainsi les capacités d'action sur l'entreprise des actionnaires industrialisés.

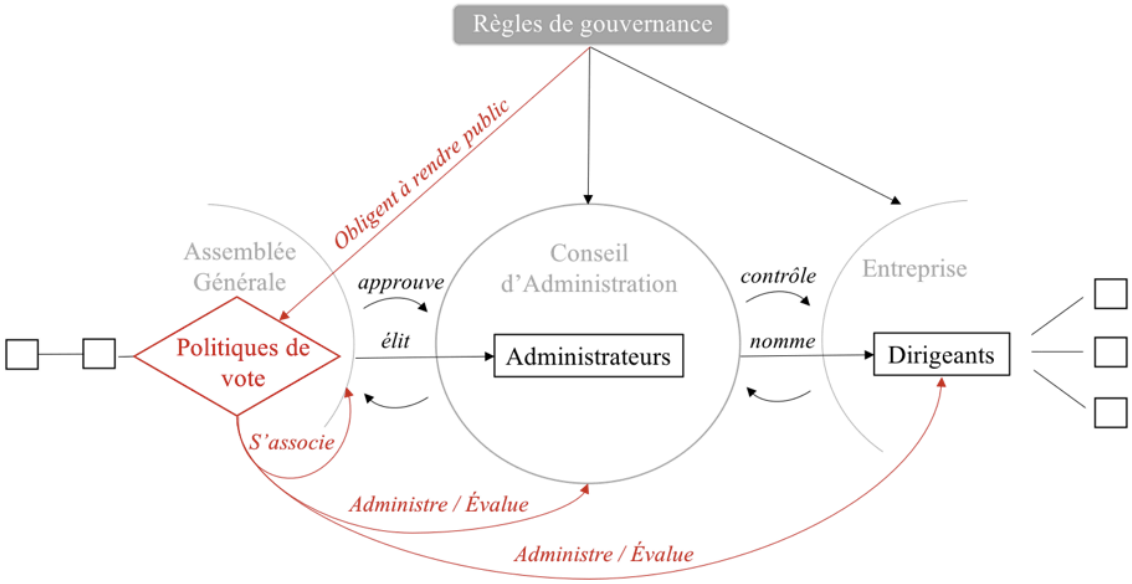


Figure 36: Les politiques de vote : une densification du vote et un renforcement des capacités d'action sur l'entreprise des actionnaires industrialisés[46]

Les politiques de vote rendent visibles une nouvelle forme d'intervention de l'actionnaire industrialisé en gouvernance d'entreprise. Les catégories « association », « administration » et « évaluation » du vote transforment les opportunités de vote en assemblée générale en moyen d'action. Il serait possible d'intégrer également le rôle des *proxy advisors* dans cette représentation.

[46] Les politiques de vote ne sont pas des acteurs mais des outils à la disposition d'acteurs. Aussi, nous les représentons par au sein d'un losange et non d'un rectangle.

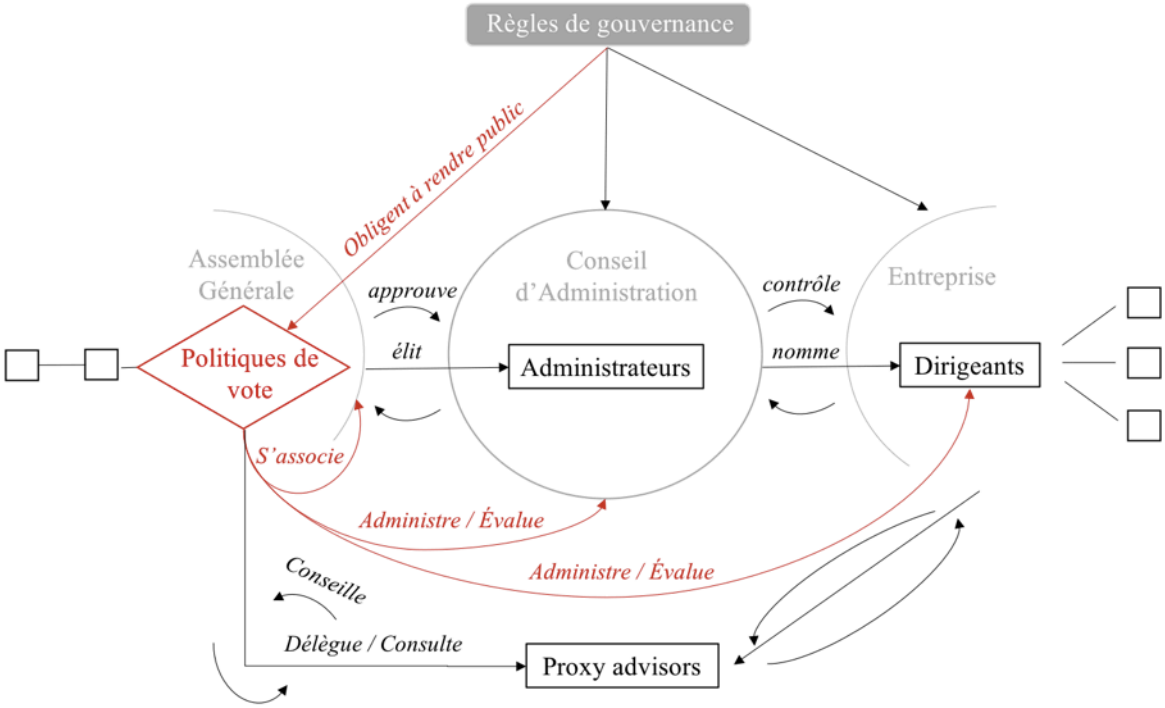


Figure 37: Les politiques de vote dans la gouvernance d'entreprise [47]

Les politiques de vote n'impactent pas la relation du gérant d'actifs aux *proxy advisors* En revanche, elle constitue également un support à cette relation. Les gérants d'actifs consulte ou délègue leur politique de vote aux *proxy advisors* qui en retour les conseillent sur leurs orientations de vote.

Ainsi, cet outil d'engagement actionnarial nous a permis de préciser un modèle d'action possible de l'actionnaire industrialisé en relation avec ses parties prenantes.

Par ailleurs, l'étude comparée des politiques de vote de notre échantillon a souligné l'existence de rationalités communes aux actionnaires industrialisés. En particulier, la plupart des politiques de vote se soumettent à un régime de responsabilité de type *steward* et à la *shareholder primacy norm*.

[47] Nous intégrons à nouveau les *proxy advisors* dans nos schémas.

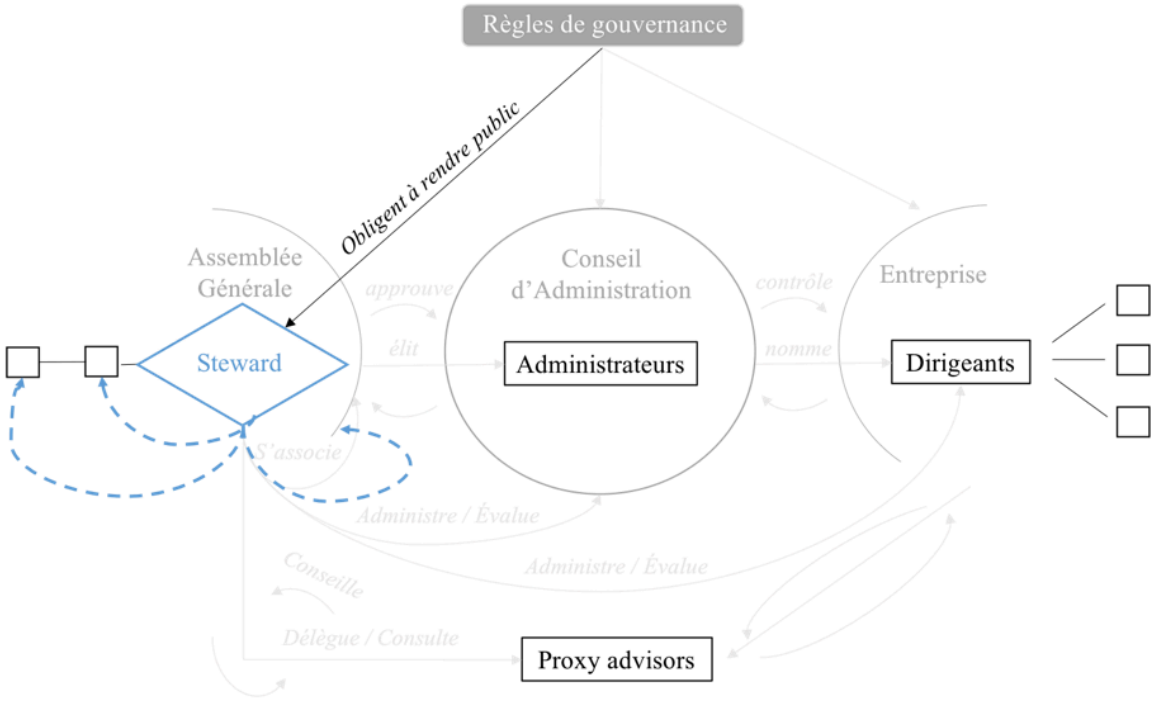


Figure 38: La politique de vote steward : des responsabilités « limitées » de l'actionnaire industrialisé[48]

Les politiques de vote *steward* dotent les actionnaires de nouveaux moyens d'action sur les administrateurs et les managers, sans que cela soit associé à de nouvelles responsabilités. La densification du vote des actionnaires ainsi que leur capacité à transmettre des attentes et des prescriptions en matière de gouvernance et de gestion des entreprises font pourtant des politiques de vote un outil d'engagement qui peut déstabiliser la frontière avec la gestion. De plus, la prédominance de la *shareholder primacy norm* peut déséquilibrer l'attention réservée aux potentiels mobilisés par la gestion autres que ceux des actionnaires.

À l'instar de nos analyses sur les régulations du rôle de l'actionnaire en gouvernance d'entreprise, les politiques de vote d'actionnaires industrialisés développent ainsi des pratiques d'engagement qui adoptent un régime responsabilité « restreint » de l'actionnaire et qui peuvent enfreindre la *Business Judgment Rule*.

Cependant, la politique de vote de Mirova s'écarte des prises de positions *steward* des autres politiques de vote de notre échantillon. En particulier, elle se distance d'un régime de responsabilité steward et de la *shareholder primacy norm*. Elle ne constitue toutefois pas non plus un régime de responsabilité « militant ». La politique de vote de Mirova présente ainsi un modèle d'action et de responsabilité pour le moment hybride. Il nous reste ainsi à expliciter les rationalités propres à la politique de vote de Mirova qui nous ont permis de la qualifier de responsable envers l'entreprise. Dès lors, nous discuterons des caractéristiques et contraintes

[48] Pour plus de lisibilité de nos schémas, nous flouterons les flèches déjà présentes dans les précédents schémas pour mettre en valeur seules celles qui permettent d'appuyer les nouveaux éléments que nous proposons.

de la conception d'une politique de vote qui soutienne la gestion de l'entreprise, notamment au regard de nos échanges avec l'équipe de gouvernance de Mirova en amont des réactualisations de sa politique de vote.

Chapitre 8

Les rationalités de l'actionnaire responsable, une tension entre engagement et légitimité de l'actionnaire industrialisé : Le cas d'un actionnaire « *custodian* »

I. L'ENGAGEMENT DE L'ACTIONNAIRE « *CUSTODIAN* » : DES MOYENS D'ACTION PRESCRIPTIFS POUR LA GESTION DE L'ENTREPRISE 194

a. La politique de vote de Mirova, des rationalités de vote au service d'une gestion « responsable des entreprises. *194*

b. Les rationalités de vote de l'actionnaire responsable envers l'entreprise :un régime de responsabilité « custodian » *200*

II. LES MOYENS D'ACTION DE L'ACTIONNAIRE INDUSTRIALISE ET LES DILEMMES DE L'ENGAGEMENT RESPONSABLE 206

a. Mirova et la responsabilité : l'enjeu de l'espace d'action « légitime » de l'actionnaire *206*

b. Les dilemmes de l'engagement responsable de l'actionnaire industrialisé : une discussion du cas de la politique de vote de Mirova *210*

Les politiques de vote d'actionnaires industrialisés reposent sur des rationalités de vote qui permettent d'associer à des opportunités légales de vote en assemblée générale des doctrines de vote des actionnaires. Ces rationalités de vote expriment non seulement un régime de responsabilité actionnarial mais aussi la philosophie des actionnaires en matière de gouvernance et de gestion des entreprises.

Notre étude comparative d'un échantillon de politiques de vote d'actionnaires industrialisés a fait apparaître un standard en matière de politique de vote, qui soumet les prescriptions des actionnaires à un régime de responsabilité *steward* et à une conception de la gouvernance et de la gestion des entreprises alignée sur la *shareholder primacy norm*.

Parmi ces politiques de vote, la politique de vote de Mirova, une société de gestion d'actifs spécialisée dans l'ISR, se distingue. En particulier, elle se distancie d'un régime de responsabilité steward et de la *shareholder primacy norm*. Sans pour autant développer des attentes « militantes », la politique de vote de Mirova intègre des critères ESG et se préoccupe de l'intérêt d'autres parties, d'autres potentiels, de l'entreprise.

Mirova nous est aussi apparu un cas original qui pourrait nous permettre d'explorer le régime de responsabilité de l'actionnaire responsable envers l'entreprise et les moyens d'action d'un actionnaire industrialisé en recherche d'un modèle d'action pour l'actionnaire « responsable ».

Dans le présent chapitre, nous nous attacherons aussi à décrire et à analyser plus en profondeur la politique de vote de Mirova sur laquelle nous avons eu la possibilité de travailler en recherche-intervention. Nous commencerons par expliciter les rationalités propre à la politique de vote de Mirova en utilisant les grilles d'analyse que nous avons développées pour les politiques de vote d'actionnaires (I). Ceci nous permettra de faire de premières observations sur un régime de responsabilité de l'actionnaire responsable envers l'entreprise. Nous qualifierons alors cette figure de responsabilité d'actionnaire « *custodian* » de l'entreprise. Nous observerons cependant que la doctrine de vote développée par Mirova à partir de ces rationalités fait l'objet d'interrogation en matière de légitimité pour l'équipe gouvernance de Mirova. Ces interrogations révèlent les dilemmes que l'adoption d'un régime particulier de responsabilité de l'actionnaire soulève pour le modèle de responsabilité de l'actionnaire industrialisé. Nous discuterons alors des contraintes propres aux modèles d'action responsable des actionnaires industrialisés (II).

I. L'engagement de l'actionnaire « *custodian* » : des moyens d'action prescriptifs pour la gestion de l'entreprise

Au précédent chapitre, nous avons souligné que la politique de vote de Mirova se distanciait des prises de positions des politiques de vote *steward* et d'une philosophie de la gouvernance et de la gestion des entreprises alignée sur la *shareholder primacy norm*.

La politique de vote de Mirova répond à d'autres rationalités que celles qui défendent les seuls intérêts des actionnaires. L'équipe gouvernance de Mirova avait d'ailleurs partagé avec nous des préoccupations en matière de responsabilité des actionnaires qui rejoignaient celles d'une figure d'actionnaire responsable envers l'entreprise.

Dès lors, il s'agit d'expliciter à la lumière du cas de la politique de vote Mirova les caractéristiques de l'engagement de l'actionnaire responsable envers l'entreprise. Nous nous efforcerons, dans un premier temps, de dégager les rationalités de la politique de vote de Mirova (a). Ceci nous amènera à discuter d'un modèle de responsabilité de l'actionnaire que nous nommerons « *custodian* » de l'entreprise (b).

a. La politique de vote de Mirova, des rationalités de vote au service d'une gestion « responsable des entreprises.

Les rationalités de la politique de vote de Mirova sont avant tout chose celles de son équipe conceptrice. Nous commencerons donc par exposer le regard porté par l'équipe gouvernance

de Mirova sur sa propre politique de vote (i) pour ensuite analyser la manière donc ces rationalités d'expriment dans la politique de vote 2015 de Mirova (ii).

i. L'équipe gouvernance de Mirova, un regard critique sur les figures de l'actionnaire

La politique de vote Mirova est conçue par l'équipe de gouvernance de Mirova. Au cours de notre étude, nous avons pu rencontrer les membres de cette équipe en de nombreuses occasions. En particulier, d'octobre à janvier 2015, nous avons conduit des entretiens introductifs et assisté à des réunions de travail en vue de l'actualisation de la politique de vote 2016 de Mirova.

L'équipe s'interrogeait alors sur une refonte du préambule de la politique de vote de Mirova dont l'objectif est d'expliciter la position de Mirova en gouvernance d'entreprise. Ces échanges nous ont permis de comprendre la représentation que l'équipe gouvernance de Mirova se faisait de sa propre politique de vote.

En particulier, les membres de l'équipe nous ont expliqué que l'identité organisationnelle de Mirova était celle d'un investisseur ISR et que sa politique de vote devait en conséquence traduire cette préoccupation. Ils ont ainsi beaucoup insisté sur l'importance des enjeux ESG et de la responsabilité sociale des entreprises pour la performance long-terme des entreprises mais aussi dans des préoccupations d'intérêt général.

Toutefois, au-delà de la nécessité de l'intégration des critères extra-financiers au niveau des investisseurs et au niveau des entreprises, c'est à une critique des théories classiques de la gouvernance d'entreprise et de la figure de l'actionnaire industrialisé que l'équipe gouvernance de Mirova se livrait.

> « L'entreprise a aussi un impact sur la société. La façon d'y remédier est de s'intéresser à l'impact RSE. Que veut dire pour les actionnaires une entreprise RSE ? Dans la littérature, nous retrouvons surtout la théorie de l'agence ou encore un travail sur l'égalité de traitement des actionnaires en faveur des actionnaires minoritaires. »
>
> Responsable gouvernance d'entreprise, Mirova, 7 octobre 2015

Tous les membres de l'équipe sont en effet très au fait des développement théoriques sur la gouvernement d'entreprise. La version actualisée du préambule de leur politique de vote critique explicitement la théorie de l'agence :

> « Le gouvernement d'entreprise appelle à être repensé afin que nous dépassions le paradigme de la théorie de l'agence (Michael Jensen et William Meckling, 1976), qui constitue actuellement le principal cadre de référence des bonnes pratiques de gouvernance orientées exclusivement vers une profitabilité financière au bénéfice des actionnaires. »
>
> Extrait du préambule de la politique de vote 2016 de Mirova, p. 2

L'effort de différenciation de la politique de vote de Mirova provient ainsi d'une critique de la figure classique de l'actionnaire.

> « Les actionnaires ne sont pas les propriétaires des entreprises, mais pourtant cela reste la conception dominante. Pourtant l'entreprise a d'autres sujets que ses actionnaires.»
>
> Directeur de la recherche ESG, Mirova, 12 Novembre 2015

Pour Mirova, l'enjeu consiste alors non seulement à porter un regard sur l'entreprise qui intègre le souci des parties prenantes de l'entreprise et les enjeux environnementaux et sociaux mais aussi à se démarquer des pratiques actionnariales en gouvernance d'entreprise.

Les membres de l'équipe font aussi la critique des pratiques de l'industrialisation de l'actionnariat. Comme de nombreux gérants d'actifs, Mirova a recours à un *proxy advisors*, ISS. Cependant l'équipe gouvernance a tenu à développer une propre politique de vote qui soit indépendante des recommandations d'ISS.

> « Dans le but de faciliter l'exercice de leurs droits de vote, [les investisseurs institutionnels] ont cherché à centraliser le processus de vote, amenant à un recours plus fréquent, si ce n'est systématique, aux *proxy advisors*, qui s'appuient sur une vision actionnariale de l'entreprise et qui imposent une conception standardisée des pratiques de gouvernance. Cette conception de l'entreprise nous a ainsi amenés à repenser nos principes de bonne gouvernance. En tant qu'investisseur responsable, Mirova a décidé d'adopter une politique de vote portant sur les problématiques essentielles auxquelles les entreprises font face dans ce nouveau contexte marqué par les enjeux du développement durable. »
>
> Extrait du préambule de la politique de vote 2016 de Mirova, p.2

La politique de vote de Mirova procède ainsi d'une volonté de répondre à une critique interne des représentations de la figure de l'actionnaire et des pratiques actionnariales et ainsi de répondre aux enjeux spécifiques de la gouvernance actionnariale.

En particulier, l'équipe de gouvernance de Mirova refuse une figure de responsabilité qui soit exclusivement *steward*. Elle connaît certes l'importance de ses devoirs fiduciaires et de ses responsabilités légales envers l'intérêt des bénéficiaires et des clients de Mirova. Les positions de Mirova ne sont d'ailleurs pas purement militantes. Il ne s'agit pas pour l'équipe gouvernance de défendre un « intérêt général » absolu. Cependant, son souci de l'intégration de l'intérêt d'autres parties et de critères ESG l'ont amenée à adopter un regard sur l'entreprise qui soit différent de celui d'une entreprise subordonnée à l'intérêt de ses actionnaires. La politique de vote Mirova est donc également le produit d'une critique de la *shareholder primacy norm*.

ii. La politique de vote 2015 de Mirova, une représentation étendue de la « bonne gestion »

Aux dires de ses concepteurs, la politique de vote de Mirova a donc des fins « supportrices » de la création collective en entreprise, attentives à sa performance mais aussi à ses responsabilités.

L'étude de la politique de vote de Mirova avait révélé que ses décisions de vote étaient motivées par des préoccupations autres que le seul intérêt des actionnaires. Les préoccupations invoquées par les membres de l'équipe gouvernance de Mirova traduisent en particulier un souci de de « gestion responsable » des entreprises. Par le vote actionnarial, l'équipe gouvernance entend appuyer ce qu'elle conçoit comme de bonnes pratiques de gestion des entreprises. Ainsi, elle souhaite bien défendre la création collective, dans la mesure où la prise en compte de ces normes de responsabilité doit permettre à la gestion de créer de la valeur partagée.

Si nous approfondissons l'analyse de la politique de vote 2015 de Mirova, nous remarquons alors que Mirova étend les attentes à l'égard des entreprises au-delà de la *shareholder value maximization*. En particulier, les rationalités qui sous-tendent la politique de vote de Mirova se rapportent à trois principes de « bonne gestion ».

Une première rationalité de vote oppose à un objectif de valeur actionnariale celui de la pérennité de l'entreprise. La politique de vote Mirova fait de l'horizon long-terme et de la pérennité de l'entreprise la finalité qui devrait être poursuivie par l'entreprise. La performance de l'entreprise est une performance de long-terme. Ainsi, la politique de vote Mirova se déclare par exemple en faveur des droits de vote double et d'un actionnariat de long-terme.

La deuxième rationalité de vote est celle d'une gestion équitable des parties prenantes. Aussi, cette rationalité de la politique de vote de Mirova associe les parties prenantes de l'entreprise à la discussion sur les sujets relatifs à l'Administration. La politique de vote de Mirova se déclare en faveur de la représentation des salariés au conseil d'administration dont le seuil minimal (un tiers) est égal à celui des administrateurs indépendants. Elle tient ainsi un raisonnement implicite selon lequel les salariés ont un droit de regard sur la conduite des affaires de l'entreprise puisqu'ils sont impactés par ces dernières et que leur participation au conseil d'administration favoriserait la prise en compte par le conseil de leurs intérêts. Mirova s'approche en cela courant théorique de la codétermination (voir par exemple Favereau, 2018 ; Favereau et Duval, 2018). Dans son acception générale, le principe de codétermination prévoit que le conseil d'administration, ou le conseil de surveillance dans d'autres modèles de gouvernance d'entreprise, soit composé pour moitié de représentants des salariés de l'entreprise. Cependant, Mirova équilibre le nombre de salariés au conseil d'administration au regard des administrateurs indépendants et des administrateurs exécutifs ou représentants d'actionnaires. La politique de vote de Mirova défend un accès équitable au conseil d'administration par les parties prenantes, et non la présence seule de salariés.

De même, la politique de vote de Mirova saisit l'opportunité du vote sur la rémunération des dirigeants pour aborder la question de l'équité en matière de distribution de la valeur entre actionnaires, salariés et dirigeants. Pour Mirova, il ne s'agit pas ici de représenter seulement les intérêts des salariés mais de s'assurer d'une répartition équitable du produit de la création collective.

La troisième rationalité de vote est celle de la responsabilité sociale des entreprises. Cette rationalité promeut par le vote actionnarial l'idée selon laquelle l'entreprise et sa gestion doivent se conformer à des standards de RSE. Ainsi la politique de vote Mirova motive le vote favorable sur le rapport annuel par l'intégration d'un *reporting* RSE ou de la présence d'un comité RSE au conseil d'administration. Il s'agit donc moins pour Mirova d'avoir accès à l'information RSE que de s'assurer que les standards RSE sont pris en compte et participe de l'évaluation ou de l'administration de l'entreprise.

Politique de vote de Mirova		Rationalités de « bonne gestion »		
Paramètres de vote	Exemples	Pérennité de l'entreprise	Gestion équitable des parties prenantes	RSE
Association	Mécanismes anti-OPA		(X)	
	Droits de vote multiples	X		
Administration	Élection des administrateurs	(X)	X	
	Rémunération du dirigeant	X	X	X
Évaluation	Rapport annuel			X

Tableau 15: Représentation matricielle de la politique de vote Mirova

À l'instar de la politique de vote d'ISS, nous pouvons remarquer dans le Tableau 15 que la politique de vote de Mirova active ses rationalités de vote sur plusieurs opportunités de vote. L'ensemble des décisions de vote défendues par la politique de vote de Mirova peuvent être motivées par l'une de ces trois rationalités, « Pérennité », « Équité » et « RSE ».

Il subsiste cependant dans la politique de vote de Mirova des éléments qui peuvent être rapprochés des politiques de vote « *steward* ». Ainsi, Mirova vote contre les mécanismes anti-OPA. Il pourrait être défendu qu'il s'agit là d'un vote qui va effectivement dans l'intérêt des actionnaires qui n'est pas complètement absent d'une réflexion sur une gestion « équitable » des parties prenantes. Les mécanismes anti-OPA sont censés pouvoir influencer à la baisse la valeur de l'investissement des actionnaires. De même, la politique de vote Mirova de 2015 exige un seuil minimal d'1/3 d'administrateurs indépendants. Il pourrait également être argumenté que les conflits d'intérêts potentiels rencontrés par les administrateurs non-indépendants peuvent les détourner de l'objectif de la pérennité de l'entreprise.

À ces exceptions, interrogations, près, la politique de vote de Mirova semble ainsi considérer les risques que peuvent rencontrer les entreprises et les prévenir par le vote actionnarial. La politique de vote de Mirova propose donc des normes de gestion qui permettent d'éviter les dommages que l'action de la gestion peut avoir sur les potentiels de l'entreprise en termes de long-terme, d'équité et de RSE. Les rationalités de vote de Mirova défendent une philosophie de gouvernance et de gestion des entreprises qui s'étend à la création collective et à ses acteurs.

La politique de vote de Mirova opère aussi un raisonnement d'ordre transitif entre la responsabilisation des actionnaires et la responsabilisation de l'entreprise. La responsabilité de l'actionnaire consiste alors à s'assurer que la gestion de l'entreprise est responsable.

Ainsi, l'analyse de la politique de vote de Mirova nous apporte des indications sur un régime de responsabilité de l'actionnaire responsable envers l'entreprise.

b. *Les rationalités de vote de l'actionnaire responsable envers l'entreprise :un régime de responsabilité « custodian »*

Dans les entretiens que nous avons pu mener avec elle, l'équipe gouvernance de Mirova nous expliquait souhaiter défendre et accompagner la création collective et pour cela soutenir la gestion.

Cependant, ce soutien à la gestion ne se traduit pas dans sa politique de vote comme un soutien « inconditionnel » à l'action des dirigeants. La politique de vote de Mirova promeut des pratiques de gestion des entreprises qu'elle estime « responsables ». Ainsi, elle fixe un horizon de gestion long-terme, elle défend une gestion équitable des parties prenantes et promeut la prise en compte de standards de RSE.

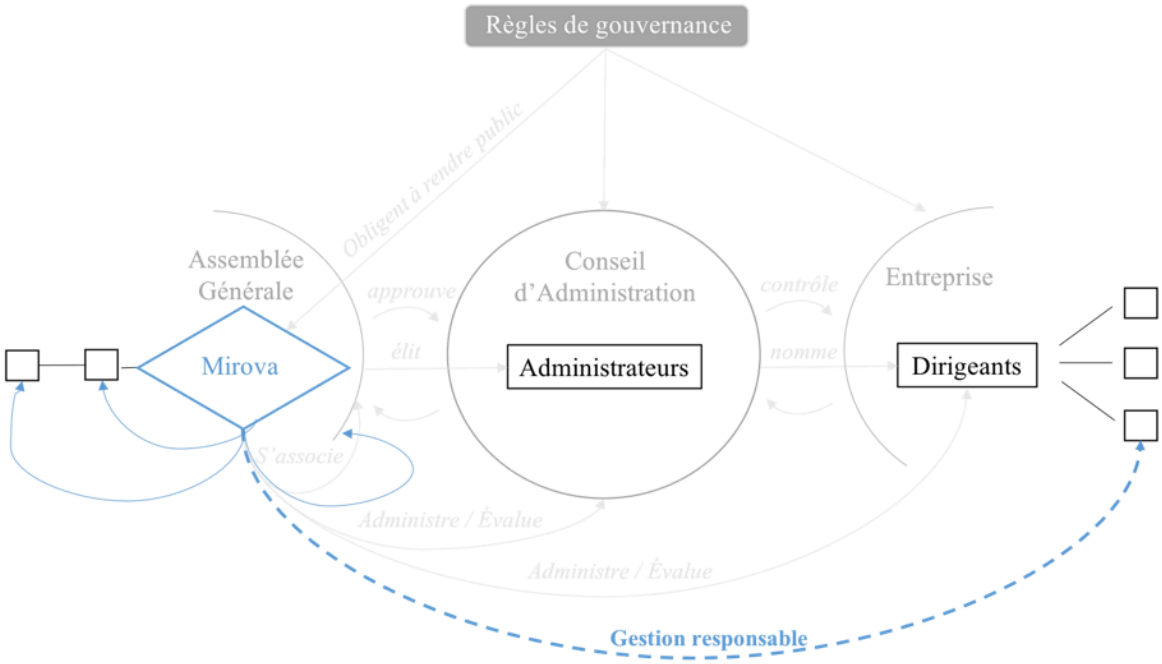


Figure 39: La politique de vote Mirova : pour une « gestion responsable » de l'entreprise[49][50]

La politique de vote de Mirova constitue ainsi un exemple de responsabilisation de l'actionnaire original. Il ne s'agit pas d'une responsabilité *steward* puisque, bien qu'elle ne les ignore pas, la politique de vote de Mirova prend en compte d'autres intérêts que celui des bénéficiaires et clients de Mirova d'une part et de ses co-actionnaires d'autre part. Il ne s'agit pas non plus

[49] Nous continuons de représenter par des losanges des outils. Aussi le losange en bleu ne représente pas Mirova mais la politique de vote de Mirova.
[50] Les *proxy advisors* sont pour le moment absents de cette représentation de la politique de vote de Mirova.

d'une responsabilité militante puisque Mirova ne défend pas des normes éthiques absolues et extérieures à l'entreprise. Au contraire, la politique de vote de Mirova propose une conception de la gestion responsable de l'entreprise. Sa conception de la gestion équitable des parties prenantes par exemple ne se restreint pas à défendre les intérêts des salariés mais à équilibrer les intérêts des salariés au regard des autres intérêts des parties prenantes.

Aussi, dans la perspective d'éclairer ce que serait un régime de responsabilité de l'actionnaire responsable envers l'entreprise, nous pouvons tirer de l'exemple de la politique de Mirova quelques enseignements.

Tout d'abord, la considération d'une responsabilité de l'actionnaire envers l'entreprise entreprise ne retire pas à l'actionnaire tout moyen d'action sur la gestion. En cela, les pratiques de Mirova s'éloigne de l' « *insulation* » des actionnaires prônées par la Team Production Theory (voir Partie I, Chapitre 1, II et plus spécifiquement Blair et Stout, 1999 ; Lan et Heracleous, 2010). Mirova fait usage des capacités d'action de l'actionnaire industrialisé.

Par ailleurs, l'équipe gouvernance a également recours aux services d'une agence de conseil en vote. Celle-ci est en charge pour Mirova de proposer des recommandations de vote à l'équipe gouvernance en fonction de la politique de vote de Mirova. Le *proxy advisor* propose à Mirova une analyse des résolutions proposées à l'ordre du jour des assemblées générales des entreprises dans lesquelles Mirova investit et donne un avis au regard de la doctrine de vote de Mirova.

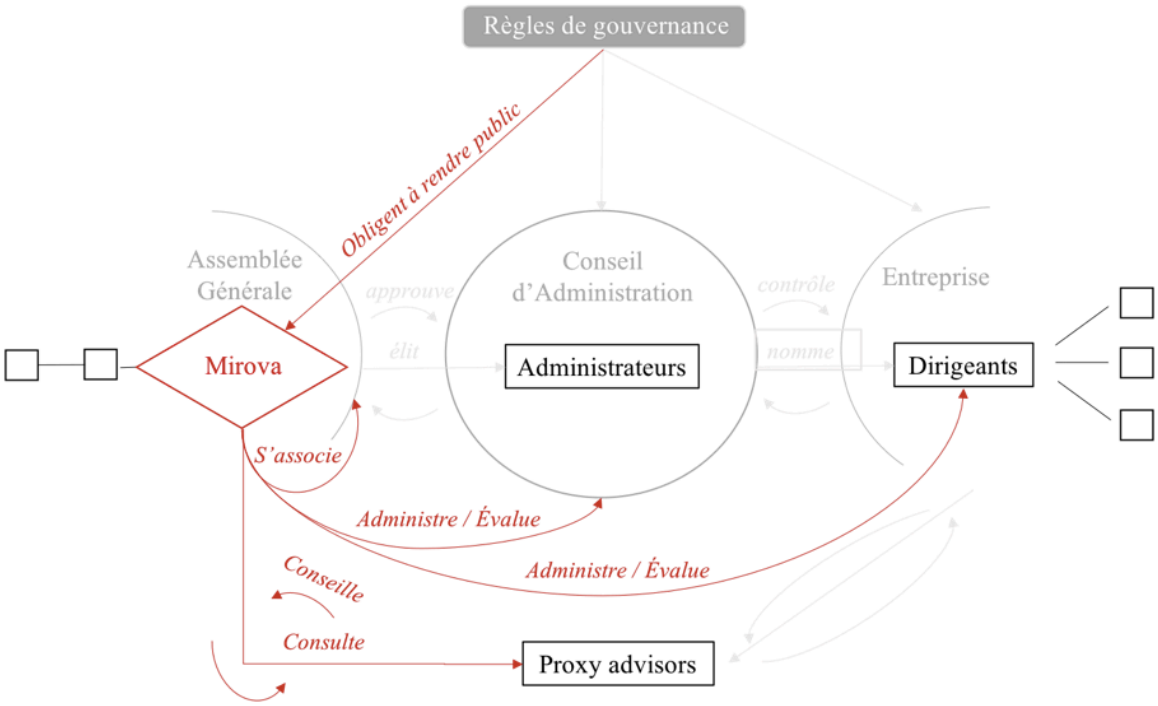


Figure 40: La politique de vote de Mirova : les moyens d'action d'une politique de vote d'actionnaire industrialisé

Les moyens d'action de Mirova dans sa politique de vote ne changent pas de ceux des actionnaires industrialisés *steward.*

Néanmoins, la politique de vote de Mirova adopte dans ses rationalités de vote une logique « descendante ». Les rationalités de vote de l'équipe gouvernance de Mirova se préoccupe de l'impact de la gestion de l'entreprise sur les potentiels mobilisés en vue de la création collective et la valeur elle-même qui doit être « pérenne ».

Aussi, la considération d'une responsabilité l'actionnaire envers l'entreprise s'intéresse aux potentiels mobilisés par la gestion et à leur devenir en aval de l'activité de gestion.

Enfin, le souci d'une action qui soit responsable envers l'entreprise ne signifie pas que l'actionnaire soit une caisse d'enregistrement des décisions de la gestion. Soutenir l'entreprise signifie pour Mirova soutenir une gestion responsable de l'entreprise. L'équipe gouvernance de Mirova associe des préoccupations de responsabilité de l'entreprise à l'intérêt de la création collective.

Le modèle d'action de l'actionnaire responsable envers l'entreprise consiste à apporter son concours à la gestion de l'entreprise. Cela revient alors, en prenant l'exemple de rationalités de vote, à défendre une philosophie de gouvernance et de gestion des entreprises qui permettent à l'entreprise de mener à bien son projet collectif.

En conséquence, nous proposons de nommer ce régime de responsabilité de l'actionnaire, un régime de responsabilité « *custodian* » de l'entreprise. En droit romain, la « *custodia* » est une obligation de garde, de surveillance, de la chose d'autrui qui décrit un régime de responsabilité qui n'est pas nécessairement associé à une faute (Fliniaux, 1928 ; Robaye, 1987). Ainsi, la « *custodia* » est une responsabilité qui n'implique pas une propriété de la chose, ni de pouvoir imputer le dommage à la personne tenue responsable. En droit justinien, la *custodia* a d'ailleurs été associée à l'idée de « *diligentia* » (Robaye, 1987). Ce concept s'approche ainsi de l'image du « bon père de famille » en droit civil et contribue à comprendre l'usage anglo-saxon de ce terme pour désigner la garde d'enfants (voir par exemple O'Kelly, 1987).

Ce terme nous est alors paru fécond pour penser la responsabilité envers l'entreprise des actionnaires, qui ne sont pas les propriétaires de l'entreprise (Blair et Stout, 1999 ; Segrestin et Hatchuel, 2012), et qui ne sont pas directement les auteurs des dommages causés sur les potentiels des entreprises. Le « *custodian* » de l'entreprise est celui qui se reconnaît une responsabilité quant au devenir de l'entreprise et qui garde, dans le sens de prendre soin, l'entreprise et de son projet.

Aussi, l'actionnaire « *custodian* » considère ainsi les différents potentiels, les connaissances, les compétences, les capacités organisationnelles nécessaires au projet collectif de l'entreprise. Il s'éloigne en cela d'une conception « disciplinaire » de la gouvernance d'entreprise (Charreaux, 2002 ; Wirtz, 2006). Il n'est pas un actionnaire qui cherche à discipliner le

management mais qui l'accompagne dans un processus organisationnel, gestionnaire, de création de valeur.

La politique de vote de l'actionnaire « *custodian* » est cependant une politique de vote prescriptive pour la gestion de l'entreprise. Ces prescriptions accompagnent la « bonne » gestion de l'entreprise tant dans sa dimension d'efficacité que dans sa dimension de responsabilité. L'actionnaire « *custodian* » soutient ainsi la capacité managériale à construire et à développer des projets créateurs de valeurs sur le long-terme. Cela inclut ainsi la prise en compte des responsabilités propres à la gestion de l'entreprise. Autrement dit, l'actionnaire « *custodian* » est un actionnaire qui soutient mais aussi guide et contrôle le management.

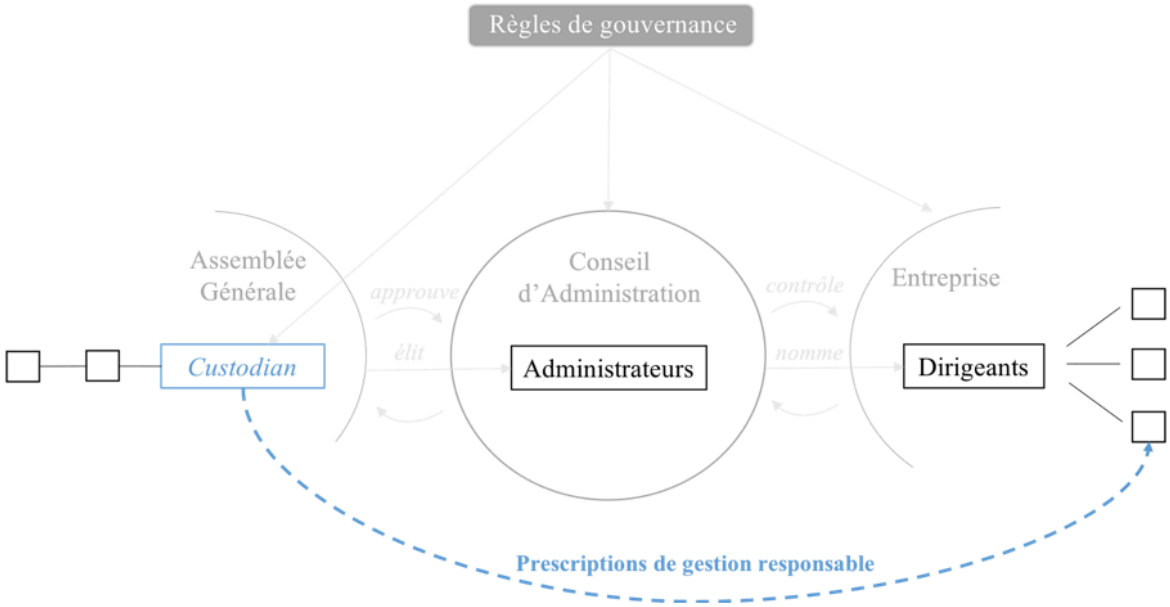


Figure 41: La figure de l'actionnaire « custodian » : une responsabilité envers les potentiels mobilisés par la gestion de l'entreprise

Ainsi, un régime de responsabilité « *custodian* » de l'entreprise est bien un régime de responsabilité descendant de l'actionnaire industrialisé, envers l'entreprise et les parties mobilisées en vue de la création de valeur, mais qui demeure prescriptif pour la gestion de l'entreprise.

Le souci qu'a le *custodian* de l'entreprise l'amène à formuler des prescriptions sur la gestion de l'entreprise. Ainsi, il est bien un « apporteur de ressources cognitives » (Charreaux, 2002). Au sens de Charreaux, cela peut alors des conséquences en termes de ce qu'il nomme le « coût cognitif » (Charreaux, 2002 ; Wirtz, 2006), c'est-à-dire le coût lié aux incompréhensions entre actionnaires et managers quant au choix, à la conception et à la mise en œuvre de la stratégie.

L'actionnaire « *custodian* » puisqu'il a des prescriptions sur la gestion responsable de l'entreprise a une représentation, une connaissance, différente du management sur la manière de conduire l'entreprise qui peut avoir des effets cognitifs sur la gestion de l'entreprise.

Les effets possibles de la dimension prescriptive pour la gestion de sa politique de vote a soulevé de nombreuses interrogations au sein de l'équipe gouvernance de Mirova, et notamment en termes de légitimité.

*

La politique de vote de Mirova développe une doctrine de vote originale. Elle s'écarte des prises de positions des politiques de vote *steward* et ne s'apparente pas non plus à ce que pourrait être une politique de vote militante.

L'équipe de gouvernance de Mirova revendique effectuer une critique des figures de l'actionnaire et des modèles de gouvernance associés. Elle ne se reconnaît pas dans la figure classique de l'actionnaire mais critique également les figures de l'industrialisation de l'actionnariat. Dans sa politique de vote, elle s'efforce de concevoir une doctrine de vote qui accompagne l'entreprise.

Les rationalités de vote de la politique de vote Mirova expriment en effet une philosophie de gouvernance et de gestion des entreprises qui se préoccupent de la gestion « responsable » des entreprises. La politique de vote de Mirova défend la pérennité de l'entreprise, une gestion équitable de ses parties prenantes et la prise en compte de standards RSE. Ces rationalités de vote nous renseignent sur les caractéristiques d'un régime de responsabilité de l'actionnaire *custodian*.

En effet, l'équipe gouvernance de Mirova entend responsabiliser ses pratiques en tant qu'actionnaire envers l'entreprise en transmettant des prescriptions de gestion qu'elle estime responsable pour mener à bien ce projet. Ainsi, un régime de responsabilité de l'actionnaire *custodian* consiste bien en un régime de responsabilité descendant de l'actionnaire mais qui use des moyens d'action de l'actionnaire industrialisé prescriptifs pour la gestion.

Cependant, le « *feeling of discomfort* » de l'équipe gouvernance de Mirova provenait justement de la capacité prescriptive de sa politique de vote. En particulier, elle s'interrogeait sur la légitimité d'un actionnaire à avoir une influence prescriptive sur la gestion des entreprises qui

mobilisent un grand nombre de parties prenantes. Notre étude du cas de Mirova et du régime de responsabilité de l'actionnaire *custodian* nous a permis alors relever des dilemmes inhérents à l'engagement « responsable » des actionnaires.

II. Les moyens d'action de l'actionnaire industrialisé et les dilemmes de l'engagement responsable

La politique de vote de Mirova définit des rationalités de vote qui expriment un régime de responsabilité différents du *steward* ou du militant et qui répondent à la logique de responsabilité « descendante » de l'actionnaire (Partie II, Chapitre 5, III).

La politique de vote de l'actionnaire *custodian* se révèle cependant prescriptive pour la gestion de l'entreprise. En particulier, la doctrine de vote de Mirova développe des rationalités de vote qui transmettent des attentes en matière de responsabilité de la gestion des entreprises. Cette dimension prescriptive de sa doctrine de vote provoquait aussi les membres de l'équipe gouvernance de Mirova un certain malaise.

Nos travaux de recherche-intervention auprès de Mirova proviennent d'ailleurs du souci que les concepteurs de la politique de vote Mirova ont de la légitimité de l'influence de l'actionnaire et en particulier de la nature du rôle d'un actionnaire « responsable ». Nous avons donc cherché à comprendre et représenter ces interrogations.

Nous nous sommes alors efforcés d'expliciter le conception que Mirova se fait de la responsabilité au regard de son métier de gérants d'actifs spécialisé dans l'ISR que nous avons ensuite comparée à celle de la politique de vote de Mirova (a). Ceci nous a permis de mettre en lumière deux dilemmes pour l'engagement responsable de l'actionnaire industrialisé (b).

a. Mirova et la responsabilité : l'enjeu de l'espace d'action « légitime » de l'actionnaire

L'équipe de gouvernance de Mirova nous a partagé ses interrogations quant à la légitimité des prescriptions de sa politique de vote sur la gestion des entreprises dans lesquelles Mirova investit. La politique de vote de Mirova développe une doctrine de vote qui défend la gestion responsable des entreprises. Or, le raisonnement transitif qui consiste à être légitimement responsable lorsque l'on s'assure que l'autre partie est responsable n'est pourtant pas étranger à Mirova.

Mirova est une société de gestion d'actifs spécialisée dans l'investissement socialement responsable. L'ISR, ainsi que nous l'avons présenté en Partie II, Chapitre 6, I., définit la responsabilité des gérants d'actifs par l'investissement dans des entreprises jugées « responsables ».

Aussi, nous avons cherché à définir la conception que Mirova se fait de la « responsabilité » du gérant d'actifs au regard d'une comparaison de ses politiques d'investissement et de sa politique de vote.

i. La gestion d'actifs ISR: des moyens d'action prescriptifs

Avant de concevoir des politiques de vote et de voter en assemblée générale, Mirova constitue des portefeuilles de titres qui répondent à des critères d'investissement socialement responsable.

Nous avons conduit des entretiens avec deux gérants de portefeuille de l'équipe de gestion « action » de Mirova. Ils nous ont expliqué que la politique d'investissement de Mirova était, à l'instar des pratiques conventionnelles de l'ISR, subordonnée à l'évaluation des entreprises en matière de responsabilité. Les analystes ISR, qui produisent la recherche ESG de Mirova, définissent l'univers d'investissement possible pour les gérants d'actifs à partir de critères de responsabilité qu'ils établissent. Les entreprises ou les secteurs d'activité déclarés « non » responsables sont exclus de cet univers. L'investisseur responsable est donc celui qui investit dans une entreprise responsable.

Aussi, dans la perspective de comprendre l'association que Mirova fait entre responsabilité et légitimité, nous nous sommes intéressés à la politique d'investissement ISR de Mirova afin d'observer si nous retrouvions des interrogations ou des raisonnements similaires.

La politique d'investissement responsable de Mirova est un document écrit, semblable à la politique de vote, qui explique la manière dont Mirova évalue la responsabilité d'une entreprise et les critères qui déterminent l'inclusion ou l'exclusion de cette entreprise de l'univers d'investissement de Mirova. Celle-ci se décline en politiques d'investissement sectorielles qui détaillent par secteur d'activité les attentes et critères de Mirova à l'égard des entreprises du secteur.

Les politiques d'investissement de Mirova se révèle alors prescriptive sur l'activité même des entreprises. Par exemple, au sujet des risques en matière de « sécurité et de qualité alimentaire », Mirova évalue les entreprises de l'industrie agroalimentaire sur leur capacité à :

> « Mettre en place une gestion de la sécurité alimentaire fiable et solide, c'est-à-dire comprenant l'adhésion aux normes internationales telles que la GFSI (Global Food Safety Initiative), les GMP (Good Manufacturing Practices), les HACCP (Hazard Analysis and Critical Control Points) ou encore le Codex Alimentaire de l'OMS, des systèmes efficaces de traçabilité des produits, des procédures réactives de rappel de produits, et un système plus approfondi et global de gestion. De plus les fournisseurs doivent être sélectionnés en fonction de la qualité de leur gestion des aliments »
>
> Extrait de la politique d'investissement 2016 « Consommation : Industrie agroalimentaire ».

L'équipe ISR de Mirova fournit ici des standards de gestion précis qui prescrivent un acte de gestion tout aussi précis. Les entreprises doivent à adhérer aux normes internationales en matière de sécurité alimentaire, dont Mirova produit la liste.

De même, au sujet des technologies de l'information et de la communication, Mirova y voit des « catalyseurs de développement durable » :

> « Le '*big data*' permet d'optimiser l'empreinte environnementale des produits au tout premier stade de leur développement, évitant ainsi la multiplication des prototypes et, surtout, la mise sur le marché de modèles déficient en termes d'efficacité énergétique ou encore de sécurité pour les utilisateurs.
>
> […]
>
> Nous favoriserons les entreprises dont une part significative (10%), de l'activité est exposée au développement de produits et services à opportunité significative (i.e. matérialisées par des performances environnementales et ou sociales communiquées par les entreprises). »
>
> Extrait de la politique d'investissement 2016 « Technologie de l'Information et de la Communication : Logiciels et Communication »

Plus qu'une référence à des standards -internationaux- de gestion, l'équipe ISR propose ici des stratégies pour les entreprises du secteur des technologies de l'information et de la communication. Elle se réfère à des outils ou techniques de gestion, ici le « *big data* », pour suggérer des usages qui permettraient à ces entreprises d'intégrer le développement durable au cœur de leur activité. L'équipe ISR entre ici dans le *business model* de l'entreprise.

La politique d'investissement de Mirova se révèle ainsi non seulement prescriptive en matière de stratégie environnementale et sociale de l'entreprise, mais aussi plus généralement en matière de stratégie et de modèle d'affaire de l'entreprise.

Lorsqu'il s'agit de penser sa politique d'investissement, l'équipe « Recherche » de Mirova, dont font partie les analystes ISR et l'équipe gouvernance, définit des prescriptions et des attentes, pour certaines très spécifiques, sur la gestion des entreprises sans que cela paraisse susciter des interrogations en termes de légitimité.

Comment expliquer cette différence de regard porté sur la politique de vote sur les politiques d'investissement ? Les équipes d'analystes ISR peuvent faire des propositions en matière de *business model* responsable des entreprises lorsque que l'équipe gouvernance se contente de demander un rapport RSE ou un comité RSE au conseil d'administration et s'interroge sur sa légitimité à le faire. Ceci révèle pour nous une différence d'enjeux entre les activités d'investissement et les activités de vote des gérants d'actifs.

ii. Le passage de l'investisseur à l'actionnaire : une « transformation fondamentale »

L'équipe « Recherche » de Mirova en charge de produire les politiques d'investissement et la politique de vote de Mirova porte un regard distinct sur ces deux outils. Les politiques

d'investissement de Mirova prescrivent des actes de gestion alors que la politique de vote de Mirova ne discute pas de l'activité des entreprises. Elle ne connait d'ailleurs pas de déclinaisons par secteurs d'activité.

Dans sa politique de vote, Mirova insiste bien sur l'importance des enjeux ESG et de RSE mais elle ne détaille pas ces enjeux ni la manière dont ils doivent être saisis par l'entreprise. L'équipe gouvernance de Mirova demande aux entreprises de produire un rapport RSE, qui puisse être audité et certifié, ou d'avoir un comité RSE au conseil d'administration. Toutefois, elle ne prescrit pas ce en quoi consiste une gestion de la RSE. L'existence d'un rapport ou d'un comité RSE suffit à obtenir un vote favorable.

Aussi, si en tant qu'investisseur, Mirova ne limite pas sa capacité à énoncer ses préférences et à prescrire des actes ou des stratégies de gestion, en tant qu'actionnaire, Mirova laisse une certaine latitude de gestion au management. La définition d'un horizon long-terme, de la nécessité d'une gestion équitable des parties prenantes et d'une responsabilité sociale de l'entreprise ne prédéterminent pas des actes ou des stratégies de gestion précis.

Mirova opère ainsi une distinction entre ce qui est responsable pour un investisseur et ce qui l'est pour un actionnaire. Cette distinction constitue ce que nous appellerons une « transformation fondamentale » de l'investisseur à l'actionnaire.

La « transformation fondamentale » est un concept emprunté à la théorie des coûts de transaction de Williamson (Williamson, 1985). Elle vise à décrire le passage d'une situation *ex-ante* de marché dans laquelle un grand nombre d'acteurs sont en compétition à une situation *ex-post* de monopole dans laquelle un petit nombre d'acteurs s'associent et entrent en contrat. La situation *ex-post* augmente le risque d'opportunisme et de captation de la valeur issue de l'investissement spécifique d'un acteur par l'autre (Caballero et Hammour, 1996).

Il ne s'agit pas ici de modeler le passage de l'investisseur responsable à l'actionnaire responsable dans le paradigme de la théorie économique des coûts de transaction mais de s'inspirer de cette image du passage du grand nombre au petit nombre et aux conséquences que cela implique. En tant qu'investisseur, Mirova n'est pas encore entré dans le capital d'une entreprise. Elle intervient alors sur le marché boursier sur lequel un grand nombre d'entreprises sont en attente d'un investissement en capital, ou autrement dit, sont en compétition pour l'investissement spécifique que peuvent fournir les investisseurs. Lorsque Mirova devient actionnaire de l'entreprise, Mirova et l'entreprise sont dans une situation que l'on pourrait qualifier de « monopole bilatéral » dans laquelle les actions de l'une affecte l'autre.

Aussi, une fois actionnaire, l'investisseur Mirova reconnaît une frontière à sa capacité d'action qui tient aux conséquences de l'influence que peut avoir cette capacité d'action sur l'entreprise. Nous reconnaissons dans cette frontière celle des « *ordinary business matters* » (cf. Partie I, Chapitre I, I) ou de la *Business Judgment Rule*. Nous avions vu au précédent chapitre que Vanguard faisait d'ailleurs explicitement référence à la frontière des « *ordinary business matters* » dans sa propre politique de vote sur la question des résolutions d'actionnaires. Aussi,

les gérants d'actifs sont-ils sensibles à la *Business Judgement Rule* et à l'idée que les managers doivent pouvoir bénéficier d'une certaine latitude d'action sur laquelle les actionnaires ne doivent pas agir.

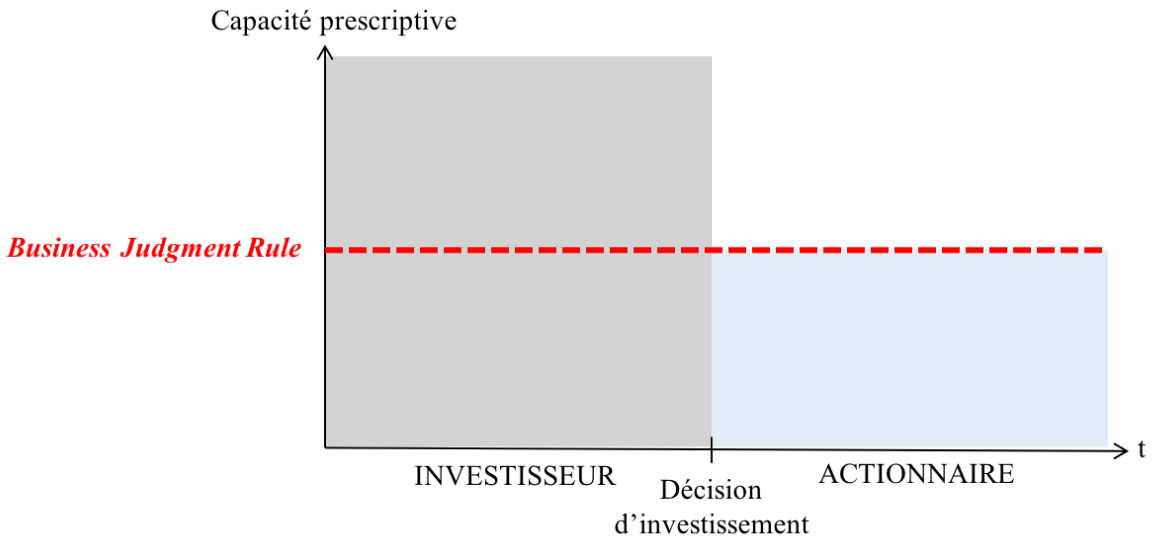


Figure 42: La transformation fondamentale de l'investisseur : une limite à l'espace d'action de l'actionnaire

La comparaison des politiques d'investissement ISR et de vote de Mirova fait apparaître une transformation fondamentale de l'investisseur qui met en évidence une frontière à son espace d'action en tant qu'actionnaire. Dès lors que l'engagement de l'actionnaire détermine des actes de gestion, l'influence de Mirova sur l'entreprise ne lui apparaît alors plus légitime. Même si les objets de son action sont ceux d'une « gestion responsable », il n'est pas du ressort de l'actionnaire d'entrer dans l'espace d'action légitime de la gestion. Les administrateurs et les managers sont les seuls habilités sur ce qui relève du « *business judgment* ».

Ce souci de l'influence de l'actionnaire légitime de l'actionnaire constitue cependant des dilemmes pour Mirova au niveau pratique. La capacité prescriptive des politiques de vote et l'idée d'un espace d'action légitime de l'actionnaire sont sources de contraintes pour la conception d'un engagement responsable de l'actionnaire industrialisé.

b. Les dilemmes de l'engagement responsable de l'actionnaire industrialisé : une discussion du cas de la politique de vote de Mirova

L'équipe gouvernance de Mirova a le souci de combiner à la fois un engagement pour une gestion responsable, et donc une intervention sur l'entreprise, et un respect de la fonction de gestion. Les interrogations de l'équipe gouvernance de Mirova sur la légitimité de leur doctrine de vote proviennent ainsi d'une « transformation fondamentale » de l'investisseur en

actionnaire. Cette « transformation fondamentale » met en lumière l'existence de frontières à l'espace d'engagement des actionnaires.

Sur un plan opérationnel, cela constitue bien souvent pour Mirova une contrainte. Quand décider que l'actionnaire n'est plus habilité à agir ? Comment savoir si l'action de l'actionnaire enfreint la frontière avec la gestion ?

> « C'est paradoxal. D'un côté je ne suis peut-être pas légitime en tant qu'actionnaire sur tel ou tel sujet. De l'autre parce que je suis actionnaire, on me sollicite par le vote et j'ai la possibilité de faire de l'engagement avec les entreprises sur la RSE. Quand est-ce que je sais si je suis légitime ou non ? »
>
> Directeur de la recherche ESG, 11 Mars 2016

Les difficultés ainsi rencontrées par l'équipe gouvernance de Mirova reposent sur deux principaux dilemmes.

Dilemme 1 : Comment s'engager pour une gestion responsable sans réduire l'espace d'action légitime de la gestion ?

Comparativement à sa politique d'investissement ISR, Mirova reconnait l'existence d'une *Business Judgment Rule*. Cependant, cette règle ne suffit pas à dresser un cadre d'engagement légitime pour l'actionnaire. Nous avons pu voir au sujet du UK Stewardship Code que l'espace d'engagement alloué aux actionnaires pouvait par sa capacité prescriptive et ses capacités d'influence sur la gestion remettre en question la *Business Judgment Rule*.

L'équipe gouvernance de Mirova souhaite aussi pouvoir utiliser les capacités d'engagement offertes par les politiques de vote sans pour autant dépasser la frontière avec la gestion de l'entreprise et réduire l'espace légitime d'action des dirigeants.

Cette préoccupation se retrouve dans la politique de vote 2015 de Mirova. Par exemple, Mirova s'abstenait de voter sur la politique de rémunération des dirigeants (*ex-ante*) mais pas sur le rapport sur les rémunérations (*ex-post*). Lorsque nous interrogeons l'équipe gouvernance à ce sujet, elle nous explique qu'il y a une différence à se prononcer sur des pratiques de rémunération en amont et en aval. Le vote sur la politique de rémunération permettrait à l'actionnaire de prescrire les critères de rémunération du dirigeant et donc les attentes et objectifs de la stratégie de l'entreprise. Le vote sur le rapport sur les rémunérations, en revanche, est un vote qui procède de l'analyse des pratiques effectives de rémunération et la manière dont elles ont été mises au regard de la vie de l'entreprise sur l'année écoulée. Le vote « *ex-ante* » sur la rémunération ne serait donc pas « légitime » lorsque le vote « *ex-post* » le serait.

Cependant, la légitimité de l'actionnaire ne dépend pas d'une seule logique *ex-ante* / *ex-post* puisque Mirova se sent suffisamment légitime pour voter en amont de l'activité et de l'exercice de la gestion en faveur ou en défaveur d'un administrateur, qu'il s'agisse d'une réélection ou

d'une nouvelle nomination. Aussi, l'idée de l'espace de légitimité de l'actionnaire semble plus complexe que cela.

Ce d'autant plus que la réflexion sur les enjeux pratiques de la *Business Judgment Rule* s'est d'ailleurs poursuivie dans les années suivantes, et a pu créer des lignes de désaccord dans l'équipe. Toujours sur ce sujet de la rémunération, le responsable de la recherche ISR qui a récupéré une partie des responsabilités de vote au sein de Mirova au départ de l'un des membres de l'équipe gouvernance en septembre 2017, mettait d'ailleurs en doute la pertinence d'un vote abstentionniste sur la politique de rémunération ex-ante de Mirova.

> « Si on s'abstient sur la politique de rémunération, cela équivaut à un vote pour la politique de rémunération précédente. Cela revient à faire un choix entre l'ancienne politique de rémunération et la nouvelle. Si une entreprise fait des progrès sur une rémunération, si l'on s'abstient, c'est considéré comme un vote contre. »
>
> Responsable de la recherche ISR, 26 juillet 2018

Le souci de la *Business Judgment Rule* consistue ainsi un point de tension pour l'organisation de l'action de l'actionnaire en gouvernance, et dans le cas présent dans la conception de sa politique de vote.

À ce premier dilemme, s'ajoute un second dilemme qui porte sur la légitimité du contenu des prescriptions elle-même.

Dilemme 2 : Dans la mesure où elles respectent la Business Judgement Rule, l'actionnaire peut-il légitimement défendre ses attentes et prescriptions particulières à l'égard de la gestion?

La détermination de l'espace d'action légitime des actionnaires ne porte pas seulement sur l'identification de la frontière avec la gestion des entreprises mais aussi sur le contenu même des prescriptions transmises par l'engagement actionnarial. Mirova a pour ambition de promouvoir une « gestion responsable » des entreprises en fonction de rationalités de gestion des entreprises qu'elle estime responsable. Comment décider de la légitimité, et de la validité, de ces rationalités ?

Dans le cas plus général de l'actionnaire *custodian* de l'entreprise, quelles sont les prescriptions sur la manière de créer de la valeur partagée l'actionnaire peut-il légitimement avoir ?
Si l'on admet que certaines prescriptions n'enfreignent pas la Business Judgment Rule, sont-elles cependant souhaitables ? Il s'agit dès lors alors moins de considérer la légitimité d'action de l'actionnaire lui-même, mais la légitimité, en soi, d'une prescription sur la gestion. Comment alors qualifier ce qui est souhaitable pour la gestion des entreprises ? Autrement dit, comment distinguer entre les prescriptions légitimes et les prescriptions illégitimes ?

Il nous faut tout d'abord écarter un premier cas. Nous l'avons vu, les actionnaires activistes peuvent être décrit comme des entrepreneurs de la norme (Sjöström, 2010). Ils peuvent toutefois aussi être des *norm promoters* ou des *norms carriers* (Sjöström, 2010), c'est-à-dire, des acteurs

qui adoptent des normes préexistantes et qui cherchent à étendre leur adoption à d'autres acteurs ou organisations. Dans ce cas-ci, les actionnaires ne sont pas les concepteurs de la norme. Cette norme est soit un standard soit une norme en voie de standardisation. Elle est donc développée, acceptée et portée par une multitude de parties prenantes qui participent, par leur expertise notamment, à légitimer l'adoption de ce standard (Slager, Gond et Moon, 2012).

L'ISR a par exemple été l'objet de développements d'outils d'analyse et de mesures spécifiques qui ont permis de légitimer des « standards » de l'ISR (Déjean, Gond et Leca, 2004 ; Slager, Gond et Moon, 2012). Aussi, les actionnaires qui promeuvent des standards en matière de de gestion assoient leur légitimité sur la légitimité-même de ces standards. Dans ce cas, il importe d'ailleurs peu de savoir si le standard ainsi promu enfreint la *Business Judgment Rule* puisque la gestion est par ailleurs soumise à ce standard indépendamment de l'action des actionnaires. Ce standard est bien souvent une norme que la gestion a dû « internaliser » ou est en train d'internaliser (Finnemore et Sikkink, 1998).

Le développement de standards, notamment internationaux, est un instrument de régulation important (Brunsson et Jacobsson, 2000 ; Timmermans et Epstein, 2010) qui attribue cependant un pouvoir important à ceux qui les conçoivent (Déjean, Gond et Leca, 2004 ; Slager, Gond et Moon, 2012). La légitimisation des normes, qui leur confèrent le statut de standard, se fondent notamment sur l'expertise de ses concepteurs et l'alliance avec de tierces parties (Slager, Gond et Moon, 2012). Aussi, l'actionnaire concepteur de ses propres rationalités ou normes pour la gestion étend ses capacités d'action sur l'entreprise.

Ainsi, nous pouvons distinguer entre l'expression de rationalités « hétéronomes » de l'actionnaire et l'expression de rationalités « autonomes ». Nous appelons « hétéronomes » les rationalités de l'actionnaire qui dans leur expression se réfèrent à des standards développés et acceptés par des acteurs tiers. Ainsi, lorsque l'équipe gouvernance de Mirova demande un rapport RSE et audité, elle renvoie à des standards de RSE développés par de tierces parties, telles que des agences de notation en RSE. Elle se conforme à des standards déjà légitimes. La rationalité ainsi exprimée est hétéronome.

A contrario, les rationalités « autonomes » sont des rationalités de l'actionnaire qui dans leur expression ne se réfèrent pas à des standards. C'est une rationalité propre à l'actionnaire, qui n'est pas communément acceptée. Dans ce cas-ci, l'actionnaire est pleinement un entrepreneur de la norme, c'est-à-dire qu'il conçoit une norme, qu'il va ensuite défendre, parfois contre des normes concurrentes (Sjöström, 2010). Cette position renforce bien les capacités d'action de l'actionnaire sur l'entreprise. Or, les rationalités de l'actionnaire ont déjà pu détourner la gestion d'attentes légitimes et hétéronomes qui portent sur elle (Segrestin et Hatchuel, 2012 ; Segrestin, Roger et Vernac, 2014). L'expression de rationalités autonomes peuvent appartenir à un espace illégitime d'engagement des actionnaires.

Cette distinction entre rationalités « autonomes » et rationalités « hétéronomes » nous permet d'enrichir notre analyse des rationalités de l'actionnaire mais aussi plus généralement l'analyse du modèle d'action responsable de l'actionnaire engagé.

En effet, les deux dilemmes que rencontrent l'équipe de gouvernance de Mirova s'appliquent aussi bien à l'actionnaire « *custodian* » de l'entreprise que plus généralement à l'actionnaire industrialisé. L'actionnaire *steward* est lui aussi confronté à la question de la *Business Judgment Rule* (cf. Partie II, Chapitre 4, II). De plus, s'il transmet à l'entreprise des attentes qui correspondent à des rationalités autonomes, ces dernières pourraient également être considérées illégitimes. Nous pouvons faire les mêmes observations pour l'actionnaire militant. En particulier, nous avons déjà mentionné le fait que les normes éthiques portées par les actionnaires activistes sociaux pouvaient prêter à discussion (cf. Partie II, Chapitre 3, I).

Aussi l'étude du cas de Mirova nous permet de révéler des dilemmes propres à l'engagement responsable de l'actionnaire industrialisé. Nos travaux en recherche-intervention sur la politique de vote de Mirova ouvrent alors de nouvelles pistes pour surmonter ces dilemmes.

**

L'analyse du cas Mirova, et en particulier de sa politique de vote, nous a permis d'explorer les logiques, les caractéristiques et les contraintes de l'engagement de l'actionnaire responsable envers l'entreprise.

La politique de vote de Mirova développe une doctrine de vote originale pour un actionnaire industrialisé. En effet, celle-ci s'éloigne aussi bien d'un régime de responsabilité *steward* que d'un régime de responsabilité militant de l'actionnaire. La politique de vote de Mirova procède en effet du regard critique porté par l'équipe gouvernance de Mirova sur les pratiques actionnariales et sur les figures à la fois classiques et contemporaines de l'actionnaire. Il s'agit pour elle de proposer une politique de vote qui accompagne l'entreprise tout en utilisant les capacités d'action d'un actionnaire industrialisé pour promouvoir auprès de l'entreprise des critères ESG.

Ces préoccupations se traduisent dans la politique de vote 2015 de Mirova. Cette dernière définit des rationalités de vote qui entendent servir une gestion « responsable des entreprises ». En effet, la politique de vote de Mirova exprime une représentation étendue de ce que l'équipe gouvernance estime être de bonnes pratiques de gestion. Ces rationalités de vote sont au nombre de trois : pérennité de l'entreprise, gestion équitable des parties prenantes et intégration de standards RSE. Le raisonnement opéré par l'équipe gouvernance de Mirova est d'ordre transitif. La politique de vote de Mirova est responsable si elle promeut une gestion responsable de l'entreprise.

Ces analyses nous ont fourni plusieurs enseignements sur l'actionnaire responsable envers l'entreprise. Cet actionnaire que nous avons nommé un actionnaire « c*ustodian* », n'est pas un actionnaire, ne s'isole de la gestion ou ni n'enregistre automatiquement les propositions de la gestion. Il s'agit bien d'un actionnaire qui a une logique descendante et qui considère l'activité de gestion et les potentiels qu'elle mobilise. Cependant, l'engagement de l'actionnaire *custodian*, au travers d'une politique de vote par exemple, consiste alors à transmettre des prescriptions pour une gestion responsable de l'entreprise. L'actionnaire *custodian* entreprend de protéger les intérêts de l'entreprise en s'engageant sur la manière pour la gestion de mener à bien un projet collectif de long-terme.

Le cas de l'équipe gouvernance de Mirova met cependant en lumière l'existence de difficultés et de contraintes quant à cette forme d'engagement. En effet, la capacité prescriptive des politiques de vote dote les actionnaires de nouveaux moyens d'action sur l'entreprise. Or, si un investissement peut être considéré responsable lorsqu'il finance une entreprise responsable, cela s'avère plus complexe en ce qui concerne l'engagement, et en particulier, le vote des actionnaires. La comparaison des politiques d'investissement et de la politique de vote de Mirova révèle une « transformation fondamentale » de l'investisseur en actionnaire. L'espace légitime d'action de l'actionnaire n'est pas le même que celui de l'investisseur. En particulier, la politique de vote de Mirova reconnaît implicitement l'existence de la *Business Judgment Rule*, qui définit l'espace d'action légitime des dirigeants et qui délimite une frontière à l'engagement des actionnaires.

La « transformation fondamentale » de l'investisseur a une portée plus générale que la simple exploration du régime de responsabilité *custodian* de l'actionnaire. En effet, elle nous permet d'exposer deux dilemmes à l'engagement « responsable » des actionnaires industrialisés. Le premier dilemme interroge les limites à l'espace d'action des actionnaires et la détermination des actions qui enfreignent la *Business Judgment Rule*. Le second dilemme interroge la capacité prescriptive des actionnaires et l'opportunité de certaines prescriptions pour la gestion de l'entreprise. Nous avons en particulier distingué entre les rationalités hétéronomes de l'actionnaire, qui renvoie à des standards socialement acceptés, et les rationalités autonomes de l'actionnaire, qui renvoie aux préoccupations et attentes particulières des actionnaires. Si les rationalités hétéronomes sont *a priori* légitimées par de tierces parties, les rationalités autonomes des actionnaires peuvent sortir de l'espace d'action légitime des actionnaires industrialisés.

Aussi, au terme de ce chapitre, nous avons certes pu caractériser le régime de responsabilité de l'actionnaire « *custodian* » de l'entreprise mais nous avons également identifié de nouvelles questions de recherche quant à l'engagement responsable de l'actionnaire industrialisé. Pour répondre à ces questions, nous avons travaillé avec l'équipe gouvernance de Mirova en recherche-intervention sur le vote sur la rémunération des dirigeants. Les résultats de ces travaux proposent des solutions à ces dilemmes que nous discutons dans le prochain chapitre.

Chapitre 9

Comment être un actionnaire engagé et responsable ? L'exemple du vote « équilibré » et « non-déterminant » sur la rémunération des dirigeants

I. LE VOTE SUR LA REMUNERATION DES DIRIGEANTS : UNE ENIGME POUR L'ACTIONNAIRE « *CUSTODIAN* » 219

a. Mirova et le Say on Pay : un cas exploré en recherche-intervention 219

b. Le Say on Pay : une proposition de régulation au sein du débat sur la rémunération des dirigeants 221

c. Le débat sur la « juste » rémunération des dirigeants : la carence d'une position « custodian » de l'entreprise 227

II. LE VOTE *CUSTODIAN* SUR LA REMUNERATION DES DIRIGEANTS : LES SOLUTIONS DE L'EQUIPE GOUVERNANCE DE MIROVA 234

a. Le passage d'une rétribution « justifiée » à un mandat de « juste » gestion 234

b. Trois propositions sur la rémunération comme mandat de gestion 237

III. DES PRINCIPES D'ACTION POUR L'ENGAGEMENT RESPONSABLE DES ACTIONNAIRES INDUSTRIALISES : LA NON-DETERMINATION DE LA GESTION ET L'EQUILIBRE DES PRESCRIPTIONS 243

L'analyse du cas de la politique de vote de Mirova et l'exploration d'un régime de responsabilité « *custodian* »de l'entreprise nous ont permis d'exhiber des dilemmes propres à l'engagement responsable de l'actionnaire, et en particulier de l'actionnaire industrialisé.

Le premier dilemme de l'actionnaire engagé consiste à s'engager auprès des entreprises sans enfreindre la *Business Judgment Rule*. Comment agir sur l'entreprise sans entrer sans réduire la latitude d'action nécessaire à la gestion ? Cela suppose de définir les frontières à l'espace d'action légitime de l'actionnaire sur l'entreprise. Le second dilemme de l'actionnaire engagé consiste à avoir une influence prescriptive sur la gestion qui lui permette de défendre ses rationalités mais qui ne promeuve pas des rationalités qui détournent la gestion de sa fonction. Quelles sont les rationalités qui peuvent être légitimement défendues auprès de la gestion ? Nous avons alors distingué entre deux cas, celui des rationalités hétéronomes des actionnaires qui renvoie à des standards communément acceptés, et celui des rationalités autonomes des actionnaires qui ne correspond pas à un standard et qui est propre aux actionnaires qui les portent. Si les rationalités hétéronomes sont légitimées *a priori*, comment et dans quelle mesure

un actionnaire peut-il avoir des prescriptions pour la gestion qui reposent sur des stratégies autonomes ?

Nos travaux en recherche-intervention auprès de l'équipe gouvernance de Mirova nous ont permis de dégager des solutions possibles à ces dilemmes. En particulier, nous avons travaillé sur le cas du *Say on Pay* des actionnaires. Le débat sur la rémunération des dirigeants est une question à la fois théorique et pratique qui occupe une place de premiers plans dans les débats sur la gouvernance d'entreprise (Jensen et Murphy, 2004). Nous avons aussi suivi et accompagné Mirova dans des travaux d'expérimentation sur ce qui pouvait constituer un vote *custodian* de l'actionnaire sur la rémunération des dirigeants. Cela nous a permis ressortir deux principes d'action pour l'engagement responsable des actionnaires industrialisés que nous présentons dans ce chapitre.

Nous introduirons alors le débat sur la rémunération des dirigeants et sa signification pour l'équipe gouvernance de Mirova (I). Ensuite, nous exposerons les solutions développées pour répondre aux dilemmes de l'engagement responsable sur le cas du *Say on Pay* (II). Enfin, nous discuterons des deux principes d'action de l'engagement responsable des actionnaires industrialisés que ces solutions mettent en lumière (III).

I. Le vote sur la rémunération des dirigeants : une énigme pour l'actionnaire « *custodian* »

Le *Say on Pay* de l'actionnaire « *custodian* » de l'entreprise a présenté une opportunité pour nous d'exploration des dilemmes de l'engagement responsable des actionnaires responsables de l'actionnaire industrialisé. En effet, une prescription « *custodian* » en matière de rémunération des dirigeants constituait une énigme pour l'équipe gouvernance de Mirova. Il lui fallait créer un raisonnement « *custodian* » sur la rémunération des dirigeants qui respectent les contraintes mis en lumière par les dilemmes de l'engagement responsables des actionnaires.

Nous commencerons alors par expliquer la manière dont le cas du Say on Pay fut sélectionné pour nos travaux au regard des enjeux pour Mirova du *Say on Pay* (a). Puis nous donnerons quelques grands éléments de contexte sur la question de la rémunération des dirigeants (b). Enfin, nous monterons que les réponses existantes au débat sur la juste rémunération des dirigeants ne peuvent pas appuyer un *Say on Pay* qui soit responsable envers l'entreprise (c).

a. Mirova et le Say on Pay : un cas exploré en recherche-intervention

Le *Say on Pay* des actionnaires est un sujet d'actualité qui constitue pour les actionnaires une opportunité de vote de première importance. Selon un rapport effectué dans le cadre des *Principles for Responsible Investment*, la rémunération des dirigeants est l'un des premiers sujets d'engagement sur l'ESG porté par les investisseurs signataires[51].

La rémunération des dirigeants est ainsi pour l'équipe gouvernance un paramètre important de la politique de vote de Mirova. Dans sa politique de vote 2015, Mirova préconisait une abstention sur la politique de rémunération et un vote sur le rapport de rémunération, en fonction de la corrélation avec la valeur économique, environnementale et sociale créée par l'entreprise et son partage entre dirigeants, actionnaires et salariés (voir Partie III, Chapitre 7 et Chapitre 8). En 2015, Mirova faisait alors partie de l'initiative CorDial conduite par le Forum de l'investissement Responsable (FIR) qui engage avec les entreprises françaises le dialogue sur des thématiques de gouvernance d'entreprise. De 2013 à 2016, les travaux de CorDial portaient sur la rémunération des dirigeants.

Début 2016, en raison de l'actualité politico-économique, l'équipe gouvernance de Mirova se saisit à nouveau de ce sujet. Au premier semestre 2016, le débat sur la rémunération des dirigeant défrayait la chronique dans l'opinion publique européenne. En France, le vote défavorable (mais consultatif) des actionnaires de Renault sur les 7,2 millions d'euros de rémunération prévus pour son PDG Carlos Ghosn ont attiré l'attention publique. 40

[51] Disponible en ligne sur demande : https://www.peoplenet.ltd.uk/responsible-reward-report-request/ (dernière consultation : 15 octobre 2018).

personnalités politiques et intellectuelles se sont alors rassemblées et ont co-signées une tribune appelant à plafonner la rémunération des dirigeants[52]. Le conseil d'administration de Renault a cependant maintenant le plan de rémunération de son PDG. En réponse au scandale, le gouvernement français a intégré à la loi Sapin II, adoptée le 8 Novembre 2016, une disposition qui a rendu le vote des actionnaires sur la rémunération des dirigeants contraignant. Les administrateurs des sociétés françaises sont désormais tenus de suivre le résultat du vote actionnarial, et de retirer son plan de rémunération si le vote est défavorable.

Outre-Manche, à la même période, le *Say on Pay* intervient également dans le débat public. Les actionnaires des sociétés BP et Smith & Nephew refusaient également en 2016 le plan de rémunération de leur dirigeant[53]. La nouvellement première ministre Theresa May prononce alors en juillet 2016 un discours dans lequel elle fait des propositions pour la gouvernance qui intègre la nécessité de réguler les pratiques de rémunération des dirigeants[54]. Suite à ce discours, l'équipe gouvernance publie un article sur le site de Mirova qui salue les propositions de Theresa May mais attend une confirmation des efforts en vue de pratiques de rémunération plus équitables[55].

Aussi, de 2016 à 2017, nous avons pu suivre et participer aux travaux et réflexions de l'équipe gouvernance de Mirova sur la définition de critères qui puissent motiver le vote de l'actionnaire « *custodian* » sur la rémunération des dirigeants.

Notre point de départ fut de resituer le débat sur la rémunération des dirigeants à la fois dans les débats publics et dans les débats académiques. Ceci nous a permis de représenter les différentes approches du débat sur la rémunération des dirigeants et de les évaluer au regard à la fois d'un régime de responsabilité de l'actionnaire « *custodian* » et des dilemmes de l'engagement responsable de l'actionnaire industrialisé. Ce premier travail nous a permis par la suite d'expliquer pourquoi les solutions actuelles à la question de la rémunération des dirigeants ne satisfaisaient pas l'équipe gouvernance de Mirova. Dès lors, nous avons suivi la manière dont l'équipe concevait de nouvelles solutions à cette question et les logiques sous-jacentes à ces nouvelles propositions.

Nous commencerons alors par introduire le contexte du débat sur le *Say on Pay* et sur la rémunération des dirigeants, et l'éclairage que ce contexte permet de donner sur l'énigme à laquelle se confrontait l'équipe gouvernance de Mirova.

---

[52] Cette tribune est disponible sur le site du journal Libération : http://www.liberation.fr/france/2016/05/18/salaire-des-patrons-l-appel-des-40-au-cac-40_1453432 (dernière consultation : 12 juillet 2018)

[53] Voir l'article du journal britannique, le *Guardian* : https://www.theguardian.com/business/2016/apr/14/bp-pledge-shareholder-anger-ceo-bob-dudleypay-deal (dernière consultation: 12 juillet 2018)

[54] Voir l'article du journal britannique, le *Guardian* https://www.theguardian.com/business/2016/jul/11/theresa-mays-plans-curb-boardroom-excess-receive-mixed-reaction (dernière consultation: 12 juillet 2018)

[55] Article disponible sur le site de Mirova : http://www.mirova.com/Content/Documents/Mirova/publications/VF/Focus/MIROVA_FOCUS_THERESA%20MAY%20ET%20LA%20GOUVERNANCE_FR.pdf (dernière consultation : 12 juillet 2018)

b. *Le Say on Pay : une proposition de régulation au sein du débat sur la rémunération des dirigeants*

Le *Say on Pay*, soit le vote des actionnaires sur la rémunération des dirigeants, est une disposition recommandée dans la plupart des codes de gouvernance et souvent dans la législation elle-même. Cette disposition est l'une des réponses apportées au débat plus large, et antérieur au *Say on Pay*, sur la rémunération des dirigeants. Au cours du XXème siècle et en ce début de XXIème, de nombreuses tentatives de régulations ont été proposées pour encadrer des pratiques jugées « excessives ». Nous proposons ici de donner quelques éléments de contexte à la fois sur la question de la rémunération des dirigeants (i) et sur les propositions existantes de régulation des pratiques (ii).

i. La rémunération des dirigeants : des pratiques jugées « excessives »

Les pratiques rémunération des dirigeants sont depuis longtemps décriées pour leurs excès. Tout le XXème siècle a été parcouru de controverses sur la rémunération au plus hauts échelons de l'entreprise.

Suite à la krach de 1929, les premiers actionnaires activistes, les *gadflies* (voir Partie I, Chapitre 1, I), se sont d'ailleurs mobilisés sur la question des salaires et bonus perçus par des exécutifs d'entreprises en crise et dont les performances n'avaient pas été estimées satisfaisantes (Wells, 2010). Cette mobilisation a eu des effets législatifs. Les entreprises ont progressivement dû rendre publics certains ou tous les éléments de rémunération de leurs dirigeants (Jensen et Murphy, 2004).

Le débat sur la rémunération des dirigeants a connu une période d'accalmie dans les années plus prospères 1940-1970. Il est cependant relancé dans les années 1980 et depuis, chaque année à la période des assemblées générales, la polémique reprend. Pour certains, il s'agit aussi d'une controverse populiste (Murphy, 1997). Pour d'autres, cette controverse révèle au contraire une conjonction entre des périodes de récession, des hausses des taux de chômage et des plans de rémunérations des dirigeants jugés exorbitants (Mullane, 2012).

Ce jugement public n'est d'ailleurs pas complètement infondé. Depuis les années 1980, les niveaux de rémunération des dirigeants ont très fortement augmenté, sans que cela se traduise par une hausse similaire des salaires moyens. Selon un rapport de 2015 de l'Economic Policy Institute, la rémunération moyenne des dirigeants a été multipliée par 20 aux États-Unis depuis les années 1980. Elle atteint $16 millions en 2014[56]. Alors que le *pay ratio* entre dirigeant et travailleur moyen était de 20 :1 en 1965, il est évalué à 376 :1 en 2000 pour redescendre légèrement à 303 :1 en 2014. Par ailleurs, la croissance du salaire des dirigeants a été plus

[56] Voir le rapport disponible en ligne: Lawrence Mishel et Alyssa Davis, « Top CEOs Make 300 Times More than Typical Workers », Economic Policy Institute, 21 Juin 2015. http://www.epi.org/publication/top-ceos-make-300-times-more-than-workers-pay-growth-surpasses-market-gains-and-the-rest-of-the-0-1-percent/

rapide que les 0,1% premiers salaires. Aussi, la hausse des niveaux de rémunération ne se réplique pas dans les tranches de salaires les plus élevés (Frydman et Saks, 2010). Les écarts de rémunération au sein de l'entreprise se sont creusés.

En Europe, les écarts de rémunération paraissent moindres (Conyon et Murphy, 2000) mais se rapprochent sensiblement ces dernières années des niveaux américains (Conyon et al., 2014). En particulier, les *pay ratios* des dirigeants européens, s'ils sont certes très inférieurs à leurs homologues américains, ont également largement dépassé le rapport référentiel de 20 :1 des années 1960.

Table 8: CEO-to-average employee pay ratio by country, for S&P Europe 350 companies from five European countries, 2015

	Average total workforce expense per employee (€)	CEO-to-average employee pay ratio
France (48)	60 425	113
Germany (37)	73 496	84
Italy (18)	69 647	54
Sweden (24)	61 860	70
United Kingdom (98)	79 646	105
Total (225)	**71 837**	**96**

Source: Company annual and remuneration reports.

Tableau 16: Le pay ratio en Europe
Source : ISIgrowth (Kotnik et al., 2017)

De manière générale, les niveaux de rémunération des dirigeants occidentaux ont donc été considérablement relevés.

Le débat sur la rémunération des dirigeants n'occupe cependant pas que le grand public et la question d'une justice sociale au sein des entreprises. Investisseurs et chercheurs ont également décrié les pratiques de rémunérations des entreprises (Murphy, 1999). En particulier, les tenants de la théorie de l'agence jugent ces dernières trop décorrélées de la performance de l'entreprise. Ils comparent l'évolution de valeur actionnariale, estimée par le taux de rentabilité de l'action (plus connu sous le terme de *Total Shareholder Return*, TSR), à l'évolution de la rémunération des dirigeants et concluent que la sensibilité de la rémunération aux variations de richesse actionnariale est insuffisante (Jensen et Murphy, 1990b ; Tosi et al., 2000).

La performance financière ne permet en effet pas d'expliquer l'explosion des rémunérations des dirigeants aux États-Unis des années 1930 aux années 2000 (Frydman et Saks, 2010). La rémunération des dirigeants paraît ainsi occasionner des situations de rentes et ne remplit pas sa fonction incitative (Bebchuk, Fried et Walker, 2002 ; Bebchuk et Fried, 2003 ; Jensen et Murphy, 1990a).

Certaines études expliquent d'ailleurs l'augmentation de la rémunération des dirigeants par la chance, en termes de performance non-imputable à l'action du dirigeant (Bertrand et

Mullainathan, 2001) ou de conditions macro-économiques favorables (Chiu et al., 2016). À l'inverse, les dirigeants ne sont cependant pas pénalisés de déconvenues dues à la « malchance » (Garvey et Milbourn, 2006).

Les pratiques de rémunération sont alors moins expliquées par la performance des entreprises que par la taille de l'entreprise (Gabaix et Landier, 2008). Il avait déjà été souligné que par comparaison sociale, les administrateurs, qui exercent souvent également la fonction de dirigeant, déterminaient la rémunération du dirigeant en fonction de celle qui perçoive eux-mêmes dans les entreprises qu'ils dirigent (O'Reilly III, Main et Crystal, 1988). Les pratiques de *benchmarking* et de comparaison avec des entreprises « paires » sont aujourd'hui des pratiques plébiscitées par les conseils d'administration pour déterminer les plans de rémunération des dirigeants (Aggarwal et Samwick, 1999 ; Bizjak, Lemmon et Naveen, 2008).

La hausse des niveaux de rémunération tiendrait cependant moins à la croissance des entreprises qu'au recours abusif, et généralisé, aux stocks options et des actions de performance dans ces plans de rémunération. Depuis les années 1980, l'usage des plans de rémunération de long-terme, et plus spécifiquement des stocks options, ont d'ailleurs donné lieu à de nombreux cas de manipulations managériales pour s'assurer des revenus toujours plus élevés (Hall et Murphy, 2003).

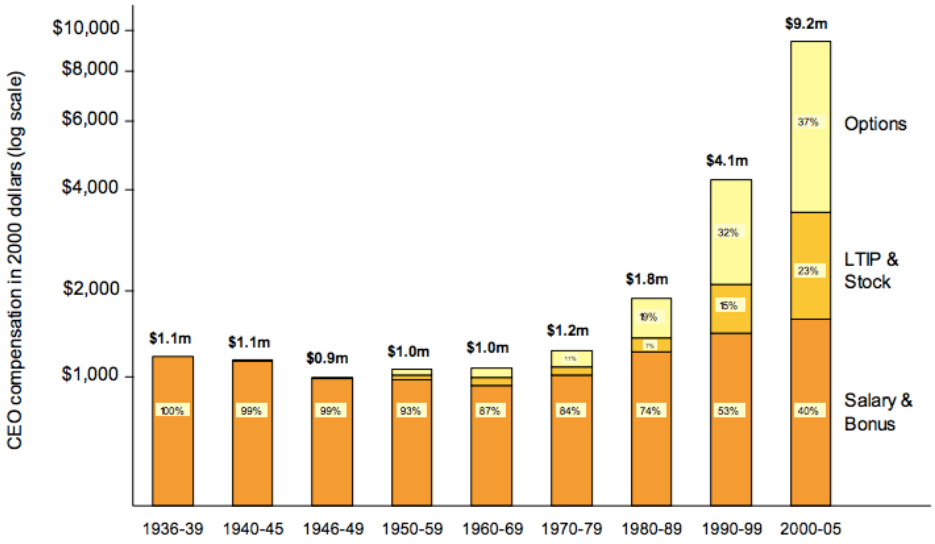


Figure 43: La structure de la rémunération des dirigeants d'entreprise aux Etats-Unis de 1936-2005

Source : Frydman et Saks, 2010

Ainsi, bien que la rémunération des dirigeants paraisse décorrélée de la performance des entreprises, l'influence performative de la théorie de l'agence aurait encouragé le

développement de plans de rémunération des dirigeants à la part variable et incitative de plus en plus importante (Baker, Jensen et Murphy, 1988).

Le débat sur la rémunération des dirigeants se confronte aussi à un paradoxe. Les prescripteurs en gouvernance d'entreprise, les théoriciens de l'agence mais aussi les investisseurs, les *proxy advisors* (cf. Partie III, Chapitre 7) et parfois le législateur s'accordent pour défendre que la rémunération des dirigeants doivent être alignées sur la performance des entreprises, qui est mesurée par la valeur actionnariale. En conséquence, les entreprises ont développé des politiques de rémunération de plus en plus incitatives. Cependant, ces mêmes prescripteurs constatent et déplorent le manque de corrélation entre performance et rémunération, ainsi que la hausse exponentielle des niveaux de rémunération des dirigeants.

ii. La régulation des pratiques de rémunération : *a case for Say on Pay* ?

Ce débat a alors donné lieu à de nombreuses propositions de régulation des pratiques de rémunération des dirigeants d'entreprises.

La première d'entre elles fut la multiplication des règles de transparence en matière de pratiques de rémunération des dirigeants. Depuis le New Deal de 1933 jusqu'au Dodd- Frank Act de 2011, les États-Unis ont connus des vagues successives de lois visant à généraliser et préciser les règles de transparence (Jensen et Murphy, 2004). Ces règles ont inspiré des dispositions similaires au Canada en 1933, au Royaume-Uni en 1997, en Australie en 2004 et plus largement dans l'Union Européenne en 2003 (Murphy, 2012). La publication des pratiques de rémunération a pour objectif de soumettre les entreprises à une forme d'auto-régulation par la honte (Gopalan, 2007).

La crainte du scandale a en effet pu parfois jouer un rôle. Dans le contexte français, en 2008, Axel Miller, dirigeant de Dexia, avait été contraint de renoncer aux 3,9 millions d'euros qui lui avaient été attribués quand que l'État français, sur fonds publics, avait lancé un plan de sauvetage de l'entreprise[57]. De même, Daniel Vasella, dirigeant de Novartis, avait dû renoncer en 2013 à 58 millions d'euros pour clause de non-concurrence[58], ou encore Michel Combes, dirigeant d'Alcatel-Lucent, qui renonçait en 2015 à une partie de 14 millions d'euros de primes[59]. Ce n'est cependant pas toujours le cas. Bien que les actionnaires s'étaient soulevés et avaient voté majoritairement contre, la rémunération de Carlos Ghosn en 2016 a bien été confirmée par son conseil d'administration (cf. 3.9.1.a).

[57] Voir l'article du journal *Le Monde* : https://www.lemonde.fr/la-crise-financiere/article/2008/10/03/le-patron-de-dexia-aurait-renonce-a-son-parachute-dore_1102627_1101386.html (dernière consultation : 12 juillet 2018)
[58] Voir l'article du journal *Le Monde* : https://www.lemonde.fr/economie/article/2013/02/19/le-president-de-novartis-renonce-a-une-prime_1834855_3234.html (dernière consultation: 12 juillet 2018)
[59] Voir l'article du journal *La Tribune* : https://www.latribune.fr/technos-medias/telecoms/alcatel-michel-combes-renoncerait-a-son-megabonus-de-14-millions-d-euros-504373.html (dernière consultation: 12 juillet 2018)

L'influence réelle de la pression du scandale sur les pratiques de rémunération des dirigeants reste ainsi encore à prouver (Murphy, 2012). Les règles de transparence auraient même contribué à la hausse de la rémunération des dirigeants puisqu'elles pouvaient dès lors être comparées d'une société à l'autre et mener à une montée des enchères entre sociétés sur leurs politiques de rémunération (Jensen et Murphy, 2004).

La législateur a porté d'autres initiatives de régulation en matière de rémunération des dirigeants. Au début des années 1990, aux États-Unis le débat fait rage sur l'écart considérable de rémunération entre dirigeants américains et leurs homologues japonais plus modestes. Le gouvernement fédéral propose un recours par la fiscalité. Connue sous le nom de taxe Nixon, cette loi de 1993 fixe un plafond de $1 million sur la possibilité de déduire des éléments de rémunération qui ne soient pas explicitement liés à la performance. La taxe Clinton a été particulièrement critiquée par les médias et dans les milieux académiques pour lesquels elle a pu favorisé la montée des stocks options dans les plans de rémunération (Murphy, 2012).

Après la crise de 2008, plutôt que des incitations fiscales pour endiguer les niveaux de rémunérations, le législateur a commencé à s'intéresser au plafonnement des rémunérations des salaires. Il s'agissait d'adjoindre au salaire minimum l'idée d'un « salaire maximum ».

En 2009, le gouvernement de Barack Obama fixait un plafond de $500 000 (soit environ 384 000€) sur la rémunération des dirigeants des entreprises aidées par les fonds fédéraux. Ce plafond inspira en 2012 le gouvernement français qui approuva par le décret n° 2012-915 un plafond de la rémunération des dirigeants d'entreprises publiques à 450 000€. En 2016, le « Rapport fait au nom de la Commission des Affaires Sociales sur la proposition de loi visant à encadrer les rémunérations dans les entreprises » de Gaby Charroux fait le bilan de l'expérience américaine et française qu'il espère étendre à l'ensemble des entreprises, publiques ou privées. Le rapport français propose un plafond sur le *pay ratio* entre la rémunération des dirigeants et le salaire minimum à 20:1[60]. Cette idée n'est toutefois pas retenue, pas plus que ne l'avait été la proposition de loi suisse de 2013 pour un plafond de 12 :1 rejetée par référendum, mais elle confirme l'intérêt grandissant du législateur pour le « *CEO pay cap* ».

L'intervention directe du législateur dans la régulation de la rémunération des dirigeants ainsi été beaucoup décriée (Markham, 2007 ; Murphy, 2012 ; Velikonja, 2010). La question de la détermination d'un « juste plafond » paraît en effet difficile à fonder théoriquement, sans que cela relève de l'arbitraire, comporte des effets pervers, ou soit délicat et/ou coûteux à mettre en place (Dittmann, Maug et Zhang, 2011). Quel est le rapport juste de rémunération ? Le rapport souvent pris comme référence de 20 :1 n'est-il pas propre au contexte industriel, d'entreprises de plus petites tailles, des années 1950-60 ? Comment fixer un plafond dans des entreprises multinationales qui emploie des salariés dans des contextes économiques pour le moins contrastés ?

[60] Gaby Charroux, « Rapport fait au nom de la Commission des Affaires Sociales sur la proposition de loi visant à encadrer les rémunérations dans les entreprises », n°3757, Assemblée Nationale, 18 Mai 2016, disponible en ligne : http://www.assemblee-nationale.fr/14/rapports/r3757.asp#P200_37041

Dans les dernières années, juristes et politiques ont aussi plutôt encouragé une régulation indirecte des pratiques de rémunérations en s'appuyant soit sur le conseil d'administration via des comités rémunération indépendants soit sur les actionnaires via le *Say on Pay* (Hill, 2006). Cette pratique de gouvernance d'entreprise a été longtemps réclamée par les actionnaires activistes (Barris, 1992 ; Bratton et Wachter, 2010). Elle est aujourd'hui une solution aujourd'hui par le législateur qui lui permet ainsi de se « décharger » de la fonction de régulation de la rémunération des dirigeants qui est alors déléguée aux actionnaires (Hill, 2006).

Le *Say on Pay*, et en particulier le vote des actionnaires sur la rémunération des dirigeants exécutifs, est une disposition depuis défendue par la majorité des codes de gouvernance occidentaux. La plupart des assemblées générales des grandes sociétés cotées intègrent aujourd'hui une résolution dédiée au *Say on Pay* (Lieder et Fischer, 2011). Le *Say on Pay* existe sous une variété de formes (Larcker et al., 2012). Il peut être consultatif ou contraignant. Il peut porter sur la politique de rémunération (*ex-ante*) ou sur le rapport sur les rémunération (*ex-post*), et selon certaines législations, sur les deux.

Le *Say on Pay* fait cependant l'objet de critiques. L'expérience britannique, leader du *Say on Pay* et qui l'a rendu obligatoire dès 2002, tendrait à montrer que l'introduction du *Say on Pay* n'a pas eu d'influence ni sur le niveau ni sur la hausse des rémunérations des dirigeants (Ferri et Maber, 2013). Le *Say on Pay* n'est pas forcément un outil qui permet de limiter les pratiques de rémunération (Larcker et al., 2012). En outre, le vote favorable des actionnaires sur la rémunération des dirigeants pourrait déresponsabiliser ultérieurement les administrateurs sur les pratiques de rémunération puisqu'elles auront reçues au préalable la validation des actionnaires (Myers, 2011). Le *Say on Pay* est donc un dispositif de régulation des pratiques de gouvernance qui abandonne aux actionnaires, et potentiellement aux *proxy advisors* (Ertimur, Ferri et Oesch, 2013), la définition de ce que serait une « bonne rémunération » des dirigeants. Le *Say on Pay* renforce aussi la *shareholder primacy norm* en ce qu'il dote l'actionnaire de nouvelles capacités d'action sur l'entreprise mais aussi en ce que les orientations de vote dans les politiques de vote des actionnaires et des *proxy advisors* tendent à favoriser l'alignement sur la valeur actionnariale (voir notre étude comparative de politiques de vote Partie III, Chapitre 7).

Le *Say on Pay* constitue ainsi un cas d'école pour les dilemmes de l'engagement responsable de l'actionnaire. Du point de vue de la *Business Judgment Rule*, les actionnaires sont-ils légitimes à voter sur la rémunération des dirigeants ? Le vote sur la rémunération des dirigeants exécutifs dotent les actionnaires d'un instrument de contrôle et d'administration direct de la gestion, quand le vote sur l'élection des administrateurs servait d'intermédiaire. Et si l'on considère ce vote légitime, les positions des actionnaires sur ce sujet sont-elles légitimes ? Si le *Say on Pay* peut représenter une forme de régulation des pratiques de rémunération des dirigeants, il ne donne cependant pas d'indication sur ce que seraient des « bonnes pratiques » de rémunération des dirigeants.

Pour le directeur de la recherche, ne pas voter sur la rémunération et ne pas proposer de vision alternative confortait la position dominante du « *pay-for-performance* ». Aussi, en ce qui concerne la *Business Judgment Rule*, l'approche de l'équipe gouvernance de Mirova a alors consisté à s'abstenir sur la politique de rémunération des dirigeants, qu'elle considérait trop proche d'une forme de détermination des orientations et des objectifs de la gestion, mais à voter le rapport sur les rémunérations.

Dès lors, la réflexion a plutôt porté sur la légitimité de la prescription portée par Mirova dans sa politique de vote. Or, un vote original sur le *Say on Pay*, un vote « *custodian* » sur la rémunération des dirigeants implique de pouvoir se positionner sur les réponses possibles apportées à la question de la « juste » rémunération des dirigeants.

c. *Le débat sur la « juste » rémunération des dirigeants : la carence d'une position « custodian » de l'entreprise*

Le *Say on Pay* des actionnaires, plutôt que de fournir une réponse au débat sur la rémunération des dirigeants, restaure les interrogations autour de la « juste » rémunération des dirigeants. Nous nous sommes aussi efforcés de donner une représentation de la manière dont les différentes positions sur la rémunération des dirigeants s'articulaient.

La sous-partie précédente nous a permis d'observer que le débat sur la rémunération des dirigeants a été polarisé autour de deux grandes questions. La première est celle des niveaux de rémunération. Quand est-ce qu'un dirigeant est « trop » rémunéré ? Comment déterminer un niveau de rémunération adéquat ? La seconde est celle de la corrélation avec la performance des entreprises. Quel est le critère adéquat de rémunération des dirigeants ? Les résultats des dirigeants justifient-ils la rémunération obtenue ?

Les propositions de régulation se sont alors concentrées soit sur un plafond de rémunération, proportionnel ou non, soit sur des manières de sanctionner les éléments de rémunération qui ne soient pas liés à la performance.

Ces deux manières d'approcher la « juste » rémunération des dirigeants reviennent à considérer le critère d'acceptabilité d'une rétribution qui soit « méritée ». Cette rétribution peut soit être justifiée par la fonction du dirigeant, qui conduit à s'interroger sur le niveau de rémunération du dirigeant, soit elle est justifiée par les résultats du dirigeant, qui conduit à s'interroger sur la corrélation avec des critères de performance de l'action du dirigeant.

Au-delà des débats politiques et législatifs, cette représentation de la « juste » rémunération des dirigeants est corroborée dans la littérature en gouvernance d'entreprise. Soit la rétribution du dirigeant est justifiée par des critères qui permettent d'évaluer la nature et l'importance de la fonction du dirigeant. Le critère déterminant de la rémunération peut alors être un critère de taille de l'entreprise, ce qui expliquerait les approches de la rémunération par le « *benchmark* »

(Aggarwal et Samwick, 1999 ; Bizjak, Lemmon et Naveen, 2008), ou un critère de rareté des personnes aptes à diriger les entreprises, par le « marché des dirigeants » (Martijn Cremers et Grinstein, 2014). Soit la rétribution est justifiée par les résultats de l'activité du dirigeant, et alors le critère déterminant de la rémunération devient la performance de l'entreprise, qu'elle soit comprise de manière exclusivement financière (Jensen et Murphy, 1990a, 1990b) ou étendue à des critères stratégiques tels que le degré d'innovation (Balkin, Markman et Gomez-Mejia, 2000) ou des critères RSE (Berrone et Gomez-Mejia, 2009).

Nous avons aussi représenté ces approches sous la forme d'un arbre.

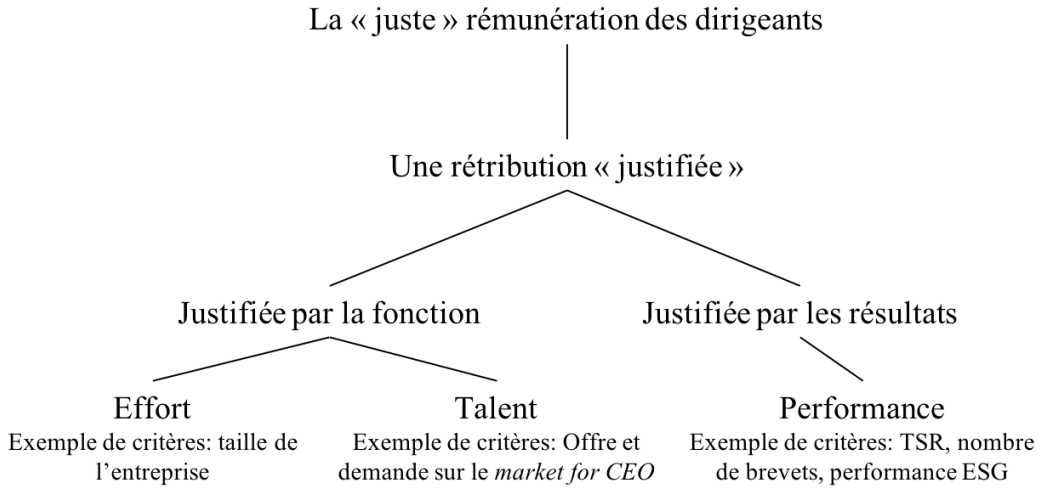


Figure 44: La « juste » rémunération dans les débats en gouvernance d'entreprise

Les propositions de régulation d'une « juste » rémunération se sont appuyées sur l'une ou l'autre approche.

Dans le premier cas, la « justification par la fonction », la régulation de la rémunération a proposé de définir ce que la fonction de direction permet ou non de justifier comme niveau de rémunération. Cette approche consiste à déterminer un plafond de rémunération, soit en termes de montant absolu ou soit en termes de *pay ratio* dirigeants / salariés. Dans le second cas, la « justification par les résultats », la régulation de la rémunération a proposé d'encourager les plans de rémunération liés à la performance, telle la taxe Clinton qui a créé des incitatifs fiscaux pour une rémunération « justifiée » par la valeur actionnariale. Cette approche consiste à déterminer des critères de performance pour l'action des dirigeants.

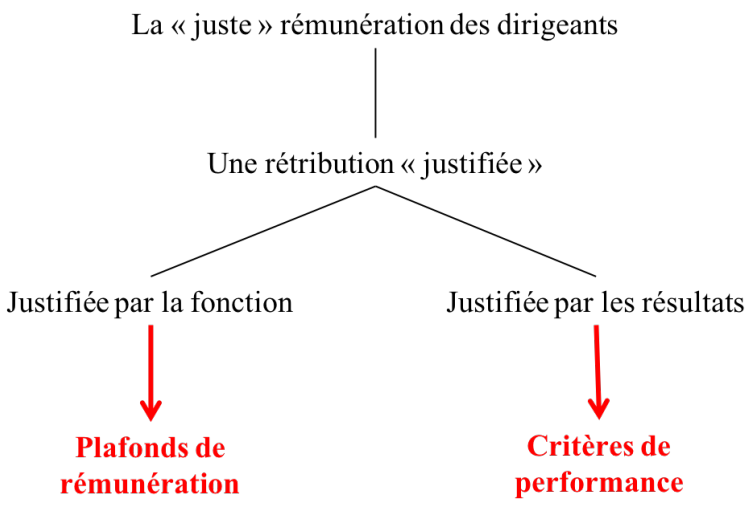


Figure 45: Les propositions d'encadrement de la rémunération dans les débats en gouvernance d'entreprise

Dans une tribune commune, Hatchuel et Segrestin émettent cependant des réserves quant à cette représentation de la rémunération, et de son encadrement, soit par la fonction soit par les résultats (Segrestin et Hatchuel, 2016). En particulier, au regard d'un *Say on Pay* qui soit *custodian* de l'entreprise, ces deux voies semblent problématiques.

Le vote sur des critères de performance, un vote steward

La détermination de critères de performance, qui est une approche dominante dans les politiques de vote des actionnaires et des *proxy advisors* (cf. Partie III, Chapitre 7), relève d'un régime de responsabilité de l'actionnaire *steward*. Le *steward* défend les intérêts de ses bénéficiaires, de ses clients et de ses co-actionnaires. Aussi, le contrôle de l'action du dirigeant par les incitations lui permet de s'assurer que l'intérêt du dirigeant est bien aligné sur celui des parties qu'il défend. S'il défend une *enlightened shareholder value*, le *steward* peut aussi defendre l'intégration de critères sociaux et environnementaux dans les plans de rémunération. Il s'agit surtout pour l'actionnaire *steward* d'avoir accès au contrôle de l'action du dirigeant (voir Partie III, Chapitre 7, III, en particulier Tableau 13).

À l'appui de réflexions étayées par la littérature académique, le recours aux incitatifs fut écarté par l'équipe gouvernance de Mirova. En premier lieu, la détermination de critères de performance enfreignait pour elle la *Business Judgement Rule*. La littérature théorique en management a souligné le fait que les incitations réduisent la latitude d'action des dirigeants et ne favorisent pas l'accomplissement de leur fonction (Hernandez, 2012). Certaines études empiriques montrent que les incitatifs influences des décisions de gestion opérationnelles telles que l'allocation de ressources et les décisions d'investissement ou de désinvestissement (Datta, Iskandar-Datta et Raman, 2001 ; Sanders, 2001). En second lieu, l'influence de critères de performance sur la gestion des entreprises ne semblait pas toujours souhaitable à l'équipe gouvernance. Le recours aux incitatifs dans les plans de rémunération peuvent comporter un certain nombre d'effets pervers (Stout, 2012) et, par exemple, plus leur rémunération est

incitative, plus les dirigeants auront tendance à adopter des stratégies risquées (Sanders, 2001). Ainsi, non seulement la détermination de critères de performance nous est apparue adopter une logique *steward*, mais elle ne permettait pas de répondre aux deux dilemmes de l'engagement responsable des actionnaires industrialisés.

Le vote sur les plafonds de rémunération, un vote militant

La justification par la fonction de la rémunération fut aussi écartée par l'équipe gouvernance. Les membres de l'équipe s'opposaient fermement à l'idée qu'il existait un « marché des dirigeants » qui justifierait en conséquence d'offrir des niveaux de rémunération comparables ou supérieurs à des entreprises « paires ».

> « On entend souvent dire que les entreprises sont en compétition pour les meilleurs dirigeants, tels des clubs pour des joueurs de football. C'est faux ! Une bonne partie des dirigeants sont promus en interne et il y a peu de mobilité internationale. De nombreux PDG du CAC40 sont de nationalités française et occupaient un poste important dans l'entreprise avant de devenir dirigeant et de nombreux autres sont français »
>
> Directeur de la recherche, 30 septembre 2016

Le parallèle, apparemment fréquent entre des dirigeants et des joueurs de football (relevé déjà par (Barris, 1992), a conduit l'équipe gouvernance à prendre la comparaison au sérieux. Elle a comparé les cas du FC Barcelone et du CAC40 français pour observer les différences entre le « marché des joueurs de football » et le système de nomination des grands patrons français. L'idée sous-jacente étant que l'appartenance au FC Barcelone représentait pour un joueur un niveau d'accomplissement similaire à l'appartenance au CAC40 pour un dirigeant d'entreprise.

	FC Barcelone A (2008-2015)		CAC 40 (1998-2016)	
Base de donnée	Oui (Transfermarkt)		Aucune à ce jour	
Nationalité de l'échantillon étudié Pourcentage	Espagnole 45%	Étrangère 55%	Française 87%	Étrangère 13%
Durée moyenne du contrat liant le joueur à son club / Nombre d'années passées en moyenne à la tête de l'entreprise (en années)	4,27		8,9	
Sélection interne / externe des joueurs ou dirigeants Pourcentage	Formé au minimum une année dans sa carrière au centre de formation du FC Barcelone (Interne) 43%	Recrutement externe 57%	Promotion Interne 76%	Recrutement externe 24%

Figure 46: Existe-t-il un marché des dirigeants ? Une comparaison des dirigeants CAC40 et des joueurs du FC BarceloneI
(Source : Document interne de Mirova)

Cette comparaison effectuée par un collaborateur alors en stage chez Mirova a permis à l'équipe gouvernance d'appuyer ses dialogues avec les entreprises et de refuser la justification des niveaux de rémunération par une comparaison des dirigeants aux joueurs de football.

Quant à la détermination d'un niveau de rémunération optimal, cela revient à défendre un plafond de rémunération, absolu ou proportionnel, et ainsi à définir « en soi » le rôle du dirigeant et ce qui est juste « en soi » en matière de rémunération. Cette démarche se rapprochait pour les membres de l'équipe d'un régime de responsabilité militant. En effet, le plafond sur la rémunération des dirigeants demande d'établir un critère d'acceptabilité sociale du salaire maximal pour la fonction exercée par les dirigeants. Cela représentait pour l'équipe deux difficultés en matière de légitimité. La première consistait à la difficile identification d'un standard en matière de plafond de rémunération. Certains travaux législatifs proposaient un *pay ratio* maximal de 20 :1, d'autres de 12 :1 (cf. 3.9.1.b). Ces niveaux de rémunération paraissaient impossibles à faire advenir pour l'équipe gouvernance au regard des pratiques. L'agence de conseil en vote Proxinvest propose elle un plafond de 240 le salaire minimum français (SMIC) soit 4,8 Millions d'euros en 2016[61], qu'elle estime « raisonnable » et en même temps largement dépassé dans les pratiques.

> « Chez Proxinvest, nous avons fixé un maximum à 240 fois le SMIC. Au départ, on s'est basé sur l'écart observé par JP Morgan qui au début du XXème siècle considérait

[61] Voir la politique de vote 2017 de Proxinvest, disponible en ligne : http://www.proxinvest.fr/wp-content/uploads/2014/08/Politique_de_vote_Proxinvest_2017.pdf (dernière consultation: 18 octobre 2018)

qu'il fallait limiter l'écart entre le numéro 1 et le salarié. Il a donc posé un ratio de 1 à 30. Puis il y a eu un travail d'un économiste financier à la fin des 70s-80s (Drucker) qui a observé que l'écart constaté était de 1 à 100. Chez Proxinvest on s'est dit qu'aujourd'hui on pouvait passer à 1 à 120. Mais il y avait à l'époque un débat avec LVMH parce que Arnault ne voulait pas communiquer sa rémunération brute, seulement la nette. Nous avons donc multiplié par deux pour évaluer la rémunération avant impôt. On a regardé ce que cela donnait sur le SBF 120 : 32 dirigeants dépassait déjà notre plafond. Il est difficile pour la loi d'intervenir sur ce sujet, chaque investisseur devrait avoir son plafond qui soit une sorte d'instrument. Nous avons d'ailleurs inspiré la politique de l'ERAFP qui a mis son plafond à 1 à 100 tout comme l'Ircantec. »

Directeur Général de Proxinvest, Entretien du 15 Septembre 2016

L'équipe gouvernance de Mirova était en désaccord avec cette position. Cela revenait à proposer une rationalité autonome en matière de rémunération des dirigeants « arbitraire ». Pour elle, il était d'ailleurs difficile de déterminer un montant maximal qui puisse véritablement être justifié. Quel *pay ratio* établir dans le cas d'une grande multinationale industrielle avec des usines dans des pays émergents et dans celui d'une entreprise de service dont la plupart des activités sont dématérialisées et dont les ressources humaines sont majoritairement situés dans des pays développés ?

Ainsi, la détermination d'un plafond sur les rémunérations revient à la défense d'une position généraliste sur la rémunération des dirigeants, qui s'approche d'un régime militant, et à la promotion d'une règle de construction de la rémunération qui ne répondait pas au dilemme portant sur la légitimité des prescriptions de l'actionnaire.

Les solutions existantes ne pouvaient donc pas relever d'un vote *custodian* sur la rémunération des dirigeants ni ne permettaient de répondre aux dilemmes de l'engagement responsable de l'actionnaire industrialisé. L'équipe gouvernance de Mirova s'est aussi proposée de concevoir de nouvelles solutions.

*

La rémunération des dirigeants est une préoccupation ancienne pour la gouvernance d'entreprise, qui revient cependant de façon régulière dans les débats publics. La hausse des pratiques de rémunération des dirigeants a polarisé la controverse autour de deux principales lignes de contestation. Le premier ensemble de critiques, auxquels appartiennent les théoriciens de l'agence, regrette le manque de corrélation en la rémunération des dirigeants et les

performances de l'entreprise. Le second dénonce, lui, des niveaux de rémunération « excessifs » au regard de ce qui est considéré comme « socialement » acceptable, notamment au regard de la rémunération des autres employés des entreprises.

C'est dans ce contexte qu'intervient le *Say on Pay* des actionnaires comme outil de régulation de la rémunération des dirigeants. Le vote sur la rémunération des dirigeants s'est popularisé dans les dernières années dans de nombreux pays occidentaux. Il déplace cependant le problème de la détermination d'un « juste » rémunération au niveau des actionnaires.

Alors que la rémunération des dirigeants faisait l'actualité, nous avons lancé avec l'équipe gouvernance de Mirova une exploration du débat au regard d'un vote *custodian* de l'actionnaire sur le *Say on Pay*. En particulier, il nous est apparu que les réponses classiques à la rémunération des dirigeants, que sont les plafonds de rémunération ou les critères de performance, ne permettent pas de fonder un vote « *custodian* » sur la rémunération. En effet, la détermination de critères de performance correspond à une approche *steward* quand la détermination d'un plafond de rémunération correspond à une approche militante. De plus, ces deux solutions ne répondent pas aux dilemmes de l'engagement responsable des actionnaires industrialisés.

En conséquence, nous sommes passés avec l'équipe gouvernance de Mirova à une phase d'expérimentation et notamment de conception d'un vote *custodian* sur la rémunération des dirigeants. L'équipe Mirova a en particulier mis en avant quelques solutions qui permettent à la fois d'accompagner la création collective et de sortir des dilemmes de l'engagement responsable des actionnaires industrialisés.

II. Le vote *custodian* sur la rémunération des dirigeants : les solutions de l'équipe gouvernance de Mirova

La réflexion sur la rémunération des dirigeants en collaboration avec l'équipe de gouvernance de Mirova s'inscrit dans la troisième phase d'une recherche-intervention, la phase d' « intervention » et d' « expérimentation » (Hatchuel et Molet, 1986). Après avoir resitué le débat sur la rémunération des dirigeants, nous avons envisagé une approche originale du *Say on Pay* qui a conduit à la conception de solutions pour un vote *custodian* sur la rémunération des dirigeants.

Nous commencerons par expliquer comment nous sommes passés d'un débat sur la rétribution « justifiée » du dirigeant à un débat sur un mandat de « juste gestion » (a). Nous présenterons alors les trois solutions développées par l'équipe gouvernance de Mirova et la manière dont elles répondent à l'enjeu du vote « *custodian* » de l'actionnaire (b).

a. Le passage d'une rétribution « justifiée » à un mandat de « juste » gestion

Nos travaux de conception avec l'équipe gouvernance de Mirova d'un vote « *custodian* » d'une « juste » rémunération des dirigeants s'est appuyé sur la rédaction d'un rapport qui devait faire l'objet d'une publication par Mirova.

L'équipe gouvernance souhaitait alors défendre sa rationalité de « gestion équitable des parties prenantes » dans le cas du *Say on Pay*. L'écriture du rapport servi alors de prototype pour tester la manière dont une doctrine de vote « *custodian* » pouvait être développée dans le cas du *Say on Pay*. Nous proposons ici de retracer le raisonnement qui a été tenu au cours de ces échanges.

L'analyse des solutions existantes à la rémunération des dirigeants a longtemps constitué une impasse pour l'équipe. Il a d'abord été envisagé de rechercher des standards qui permettent de croiser équité et rémunération des dirigeants. Cependant, nous trouvions des standards concurrents ou des évaluations très difficiles et coûteuses à mettre en place dans le cadre du vote sur les actionnaires.

Nous nous sommes alors intéressés aux pratiques de rémunération des dirigeants du CAC40 et à la manière dont elles étaient expliquées dans les documents de référence, soit les rapports annuels, en amont des assemblées générales.

Les pratiques de rémunération des dirigeants du CAC40 : une inspiration

Nous avons collectés les documents de référence de 2017 de 40 entreprises du CAC40, auxquelles nous avons rajouté l'entreprise Nokia qui a quitté le CAC40 en Septembre 2017 mais qui avait publié un document de référence en 2017 en tant qu'entreprise cotée dans l'indice. Nous avons exclu TechnipFMC et STmicroelectronics dont les documents de référence n'étaient pas exploitables parce qu'ils ne se réfèrent pas au code Afep-Medef et dont les données sur la rémunération de leurs dirigeants n'étaient pas assez détaillées. Nous avons donc étudié les 39 documents de référence restant[62].

Nous avons alors extrait manuellement les données des rapports sur la rémunération des dirigeants pour 2016 de ces documents de référence et avons retenu les éléments de rémunération suivants : salaire de base, les bonus annuels et/ou semi-annuels, les stocks options et/ou actions de performance, les avantages et la rémunération au titre de la retraite. Nous avons exclu les jetons de présence au conseil d'administration que de nombreux dirigeants français perçoivent, puisqu'ils sont à la fois Présidents et Directeurs Généraux (PDG).

Nous nous sommes en particulier intéressés aux critères que les rapports de rémunération mettaient en avant pour justifier les niveaux de rémunération de leurs dirigeants. Nous avons en particulier remarqué la présence prédominante de critères incitatifs. Au sein des critères financiers (tels que le *return on equity*, ou le *return on capital employed*), nous avons distingué les critères purement actionnariaux, soit le *Total Shareholder Return* (TSR).

De nombreux critères extra-financiers accompagnaient cependant les critères financiers. En particulier, nous avons retenue trois catégories de critères : les critères généralistes de Responsabilité Sociale des Entreprises, les critères à destination des employés et de la gestion des ressources humaines et les critères à destination des clients et de la qualité et de la satisfaction générée par les services et produits développés par l'entreprise. Nous avons intégré dans les critères à destination des employés des critères tels que « *people engagement* », « *inclusion* », « *gender diversity* » ou encore « *health and security* ». Nous avons intégré dans les critères à destination des clients des critères tels que « *consumer satisfaction* » ou « *product quality* ».

Nous avons alors regardé l'équilibre entre les poids des critères financiers et les critères non financiers et au sein des critères non-financiers.

[62] Dans leur version anglaise.

Critères pour la rémunération variable du DG (CAC 40)	Poids moyen dans la rémunération variable totale
Critères financiers	**81,53%**
Actionnaires	14,82

Critères non financiers	**18,47%**
RSE	5,01%
Employés	2,51%
Clients	0,92%

Tableau 17: Les critères financiers et extra-financiers de la rémunération variable des dirigeants du CAC40 en 2016

(Source : documents de référence des entreprises des 39 entreprises considérées)

Cette rapide analyse nous a éclairé notre réflexion sur deux aspects. Tout d'abord, nous avons remarqué que 38 des 39 rapports que nous avons analysés avaient intégrés des critères extra-financiers dans le variable du dirigeant. Les critères extra-financiers constituaient cependant des parts si faibles de la rémunération des dirigeants, notamment par exemple pour les critères à destination des clients, pour pouvoir légitimement être considérés comme des « incitations » significatives.

Néanmoins, cela nous a conduit à nous demander si le rôle de ces critères n'étaient pas plus de définir des attentes quant à la gestion des dirigeants plus que de constituer des incitatifs qui permettent de contrôler l'action du dirigeant. Les plans de rémunération des dirigeants envoient avant tout un signal public sur ce qui est considéré relever des attentes de l'entreprise vis-à-vis de l'action du dirigeant. Dans cette perspective, un plan de rémunération s'apparente à une lettre de mission.

La voie d'une « rétribution justifiée » nous est alors apparue comme un point de « fixation » (Agogué et al., 2014) dans l'exploration de ce que serait une « juste » rémunération et qui empêchait l'équipe gouvernance de Mirova de considérer d'autres voies possibles.

Le vote custodian*, un mandat de gestion*

Nous sommes donc revenus aux caractéristiques du vote *custodian*, qui consiste à transmettre à la gestion des prescriptions en matière de gestion responsable, qui lui permettent de mener à bien l'activité de l'entreprise (cf. Partie III, Chapitre 8, II).

Cette approche impliquait pour l'équipe de gouvernance de Mirova qu'il s'agissait moins d'avoir une position sur ce qui constituerait une rétribution « justifiée » mais plutôt une position sur les effets d'une préconisation sur ce qui constituerait une rétribution « justifiée ».

Autrement dit, cela revenait non plus à se demander si une rémunération des dirigeants pour l'activité de gestion de l'entreprise était « bonne » mais à se demander si la rémunération des dirigeants pour l'activité de gestion de l'entreprise produisait de la « bonne » gestion.

Cette nouvelle perspective fut inspirée notamment par les appels de Blanche Segrestin et d'Armand Hatchuel en 2016 pour penser la nature de « fonction » du dirigeant plutôt que sa rétribution (Hatchuel et Segrestin, 2016 ; Segrestin et Hatchuel, 2016). Elle nous a alors permis d'ouvrir une nouvelle voie et de « dé-fixer » l'exploration (Hatchuel, Le Masson et Weil, 2011). La réflexion fut aussi déplacée d'une rétribution « justifiée » à un « mandat » de « juste » gestion, à un mandat de gestion responsable.

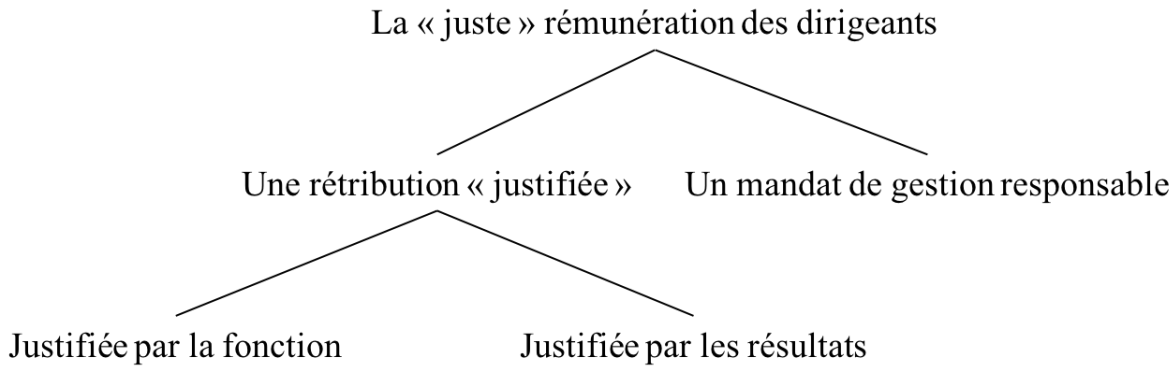


Figure 47: Une nouvelle option : la rémunération comme mandat de gestion responsable

Le passage d'une rétribution « justifiée » à un mandat de gestion responsable a représenté une nouvelle voie pour explorer la « juste » rémunération des dirigeants. Aussi, il s'agissait moins pour Mirova d'entrer dans les détails de la politique de rémunération, et de gestion des ressources humaines de l'entreprise, que de discuter des effets de tel plan de rémunération sur l'activité de gestion et sur la création collective.

Ce déplacement a aussi permis une réévaluation des solutions proposées par la politique de Mirova en matière de rémunération des dirigeants ainsi que la conception de nouvelles solutions.

b. Trois propositions sur la rémunération comme mandat de gestion

L'évolution de notre réflexion sur la rétribution « justifiée » du dirigeant à une réflexion sur les effets de la rémunération sur la gestion a permis de réévaluer des solutions déjà proposées par l'équipe gouvernance de Mirova et lui a permis d'en concevoir de nouvelles. En particulier, il s'agissait pour Mirova de développer des critères d'évaluation de la rémunération des dirigeants qui évaluent la gestion équitable des parties prenantes.

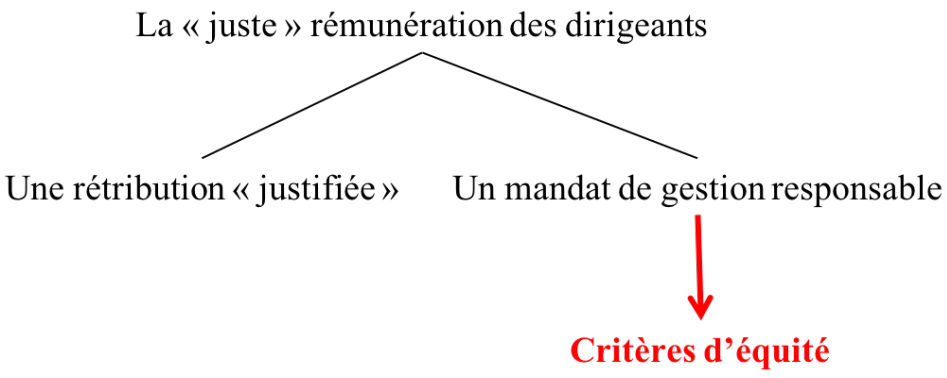


Figure 48: La rémunération des dirigeants : un mandat de gestion « équitable »

Des incitations « équitables » : un mandat de gestion « équitable »

En particulier, cela nous a amené à porter un regard sur les incitations. Certains membres de l'équipe gouvernance ont envisagé à certains moments de promouvoir l'absence de rémunération variable et le seul maintien d'un salaire de base pour les dirigeants. Cependant, représenter la rémunération comme mandat de gestion modifie l'analyse de la rémunération variable. Les critères incitatifs deviennent des objectifs, ils créent des cahiers des charges pour la gestion. En particulier, si la rémunération variable associe à des critères de performance dirigés seulement à l'endroit des actionnaires des critères de performance dirigés à l'endroit d'autres potentiels mobilisés par l'entreprise, alors le mandat de gestion du dirigeant intègre les intérêts de ces autres potentiels. Dans cette perspective, pour la rationalité « gestion équitable des parties prenantes » de Mirova, il s'agit de s'assurer que le mandat de gestion intègre l'intérêt de ces autres parties de manière équitable. Aussi, la proposition de la politique de vote 2015 de Mirova qui consiste à voter sur le rapport sur la rémunération des dirigeants en fonction de critères de performance économique, environnementale et sociale, mais aussi en fonction d'une distribution équitable entre actionnaires, dirigeants est salarié constitue bien un vote *custodian* sur la rémunération des dirigeants. Mirova s'assure que le mandat de gestion du dirigeant intègre des critères de RSE et porte une égale considération aux actionnaires et aux salariés.

Du point de vue des dilemmes de l'actionnaire industrialisé, les incitations qui intègrent différentes parties permet d'éviter de détourner la gestion de l'intérêt de certains potentiels pour privilégier d'autres potentiels. Aussi, cela permet aux actionnaires de se prononcer en faveur de plans de rémunérations qui reconnaissent à la fonction de gestion différentes attentes et différents objectifs. De plus, si la gestion a différents objectifs, c'est elle qui décide des arbitrages qu'elle réalise entre ces objectifs et ces attentes. Les incitations équitables ne décident pas des décisions de la gestion puisque les dirigeants peuvent trouver une latitude d'action dans cette multiplicité de mandats. Ce raisonnement revient aussi à retourner l'argument de la *shareholder primacy norm* qui a pu être défendue comme un moyen de clarifier les tâches de la gestion qui est alors dirigée vers un seul et même objectif, à la lumière duquel

il est possible d'évaluer la gestion (Freeman, Wicks et Parmar, 2004 ; Sundaram et Inkpen, 2004). Ici, la latitude d'action du dirigeant est justement préservée par la multiplicité des attentes envers différentes parties et potentiels.

Des conditions d'augmentation de la rémunération des dirigeants : un critère d'évolution proportionnée

Après avoir renouvelé notre analyse des incitations, nous nous sommes intéressés aux niveaux de rémunération des dirigeants. Nous nous sommes alors demandé ce que les niveaux de rémunération pouvaient signifier pour la rémunération comme mandat de gestion. Les écueils que nous avions rencontré sur la détermination d'un montant de rémunération idéale nous a fait écarter l'idée d'un mandat de juste gestion idéal en matière de montants.

En revanche, les variations de la rémunération des dirigeants nous sont apparus significatives pour un mandat de gestion. Nous avons alors eu recours au modèle (φ, P, G) (cf. Partie II, Chapitre 5, I) pour discuter de ces variations au regard de la rationalité de « gestion équitable des parties prenantes ».

Dans ce modèle, les parties prenantes sont représentées par des potentiels, des $\{P_i\}$. Si l'on comprend l'équité comme un principe de juste proportion, évaluer une gestion équitable de ces différents $\{P_i\}$ revient à évaluer et comparer l'effet de la gestion sur chacun des potentiels $\{P_i\}$. Aussi, nous pouvons formuler une gestion équitable des potentiels $\{P_i\}$ de la manière suivante :

Soit G, la fonction de gestion telle que $$G \circ \varphi \begin{pmatrix} P_1 \\ \vdots \\ P_n \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} P_1 + \delta P_1 \\ \vdots \\ P_n + \delta P_n \end{pmatrix} + P^*$$

G est « équitable » si pour l'ensemble des $\{P_i\}$, les $\{\delta P_i\}$ connaissent une évolution similaire, c'est-à-dire si les évolutions des $\{\delta P_i\}$ au cours du temps, soit les fonctions $\delta P_i(t)$, sont des fonctions colinéaires. Si P_D représente le potentiel du dirigeant, une augmentation de la rémunération du dirigeant signifie que $\delta P_D\,(t_{k+1}) > \delta P_D\,(t_k)$. Si la rémunération du dirigeant augmente alors qu'il existe des parties prenantes pour lesquelles $\delta P_i(t_{k+1}) < \delta P_i\,(t_k)$, alors la gestion ne peut pas être considérée comme équitable.

La condition d'une « juste » augmentation de la rémunération des dirigeants revient alors à s'assurer que l'évolution positive de $\delta P_D(t)$ est bien proportionnée à celles des $\{\delta P_i(t)\}$ des parties prenantes de la gestion. Ainsi, si la rémunération du dirigeant augmente alors que le potentiel de certaines de ses parties prenantes est détérioré, alors cette augmentation ne peut pas être considérée équitable. À l'inverse, si la rémunération augmente lorsque le potentiel de ses parties prenantes augmente, alors cette augmentation peut être considérée équitable.

L'équipe gouvernance avait alors envisagé de suivre les évolutions des rémunérations des dirigeants, des dépenses de personnel, des impôt et taxes, du bénéfice par action et des dépenses d'investissement des entreprises pour comparer les évolutions des potentiels mobilisés par l'entreprise, dirigeants, salariés, société civile, actionnaires et ressources matérielles de l'entreprise. Cela s'est avéré difficile en raison de l'absence d'un bon nombre de ces données, même sur des plateformes telles que Bloomberg et Facset, et en raison de la lourdeur de l'opération pour les membres, somme toute restreints, de l'équipe gouvernance.

Cependant, cette règle d'augmentation de la rémunération des dirigeants ne constitue qu'une généralisation et une formalisation d'une prescription que l'équipe gouvernance de Mirova a ajoutée dans sa politique de vote 2016. Cette disposition consiste à voter contre le maintien de la rémunération variable des dirigeants en cas de plan social qui concerne plus de 10% de la masse salariale. La rémunération du dirigeant ne peut pas évoluer positivement lorsque le potentiel de certains de ses salariés est affecté négativement.

Du point de vue des dilemmes de l'engagement responsable des actionnaires industrialisés, cette règle, tout comme les incitations équitables, considère l'intérêt de différentes parties et ainsi ne détourne pas la gestion de ses propres objectifs. De plus, il ne s'agit pas d'une incitation mais d'une condition d'augmentation de la rémunération qui ne détermine donc pas d'actes de gestion spécifiques. En effet, définir que les $\{\delta P_i(t)\}$ doivent être proportionnées ne détermine pas de résultat particulier ni l'exacte manière dont les $\{\delta P_i\}$ sont évalués. Par exemple, investir dans des politiques de formation des employés ou de bien-être au travail constituent une amélioration des potentiels des salariés $\{P_S\}$ et donc des $\{\delta P_S > 0\}$. Il s'agit d'une règle dans laquelle la gestion a une latitude d'action sur la manière dont elle définit des stratégies telles que $\{\delta P_i > 0\}$, puisque la notion de $\{\delta P_i\}$ inclut l'ensemble des façons d'affecter un potentiel (Hatchuel et Segrestin, 2007).

Une évaluation de la qualité des informations sur la rémunération des dirigeants : un rapport sur l'équité au sein de l'entreprise

Comme l'équipe gouvernance ne pouvait pas assurer le suivi et de la rémunération des dirigeants de toutes les entreprises dans lesquelles Mirova investit et des potentiels mobilisés par ces entreprises, elle a introduit dans sa politique de vote 2017 un autre critère de vote sur la rémunération des dirigeants. Plutôt que de vérifier que la rémunération des dirigeants correspondait bien à un mandat de gestion équitable pour les parties prenantes, l'équipe a dorénavant demandé à ce que le document de référence inclut un rapport qui explique comment l'équité est gérée au sein de l'entreprise.

Ainsi, la gestion doit elle-même s'expliquer de sa politique en matière d'équité. Le *Say on Pay* devient alors une opportunité de vote pour s'exprimer sur ce sujet et croise à la fois des logiques d'Administration mais aussi d'Évaluation des informations fournies par l'entreprise.

Politique de vote de Mirova 2017		Rationalités pour une gestion « responsable »		
Paramètres de vote	Exemples	Pérennité de l'entreprise	Gestion équitable des parties prenantes	RSE
Association	Mécanismes anti-OPA		(X)	
	Droits de vote multiples	X		
Administration	Élection des administrateurs	(X)	X	
	Rémunération du dirigeant	X	X	X
Évaluation			**X**	
	Rapport annuel			X

Tableau 18: Le vote Mirova sur la rémunération et le rapport sur l'équité au sein de l'entreprise : une évaluation de la gestion

La proposition de Mirova pour un rapport sur l'équité au sein de l'entreprise rediscute ainsi les catégories des paramètres du vote des actionnaires. Le *Say on Pay* est bien associé à une « gestion équitable des parties prenantes » mais il permet d'évaluer les informations fournies par l'entreprise en matière de gestion « équitable ».

En conséquence, le rapport sur l'équité évite également les dilemmes de l'engagement responsable des actionnaires. En effet, demander à la gestion de fournir un rapport sur l'équité ne suppose pas que Mirova définisse ni l'équité ni la gestion équitable. Cela est laissé à la libre appréciation de la gestion. De plus, la gestion équitable des parties prenantes est une rationalité qui intègre, encore une fois, différentes parties et différents potentiels. Cette rationalité ne détourne donc pas la gestion d'attentes légitimes de certaines parties.

*

Le *Say on Pay* oblige les actionnaires à se positionner dans le débat sur ce qui constitue une « juste » rémunération des dirigeants. Nous avons saisi l'opportunité de la rédaction d'un rapport pour prototyper en recherche-intervention des prescriptions avec Mirova sur la rémunération des dirigeants qui expriment un vote *custodian* et en particulier la rationalité de

« gestion équitable des parties prenantes ». Après avoir écarté les voies classiques qui évaluent la rémunération des dirigeants en fonction de la justification apportée à la rétribution perçue par les dirigeants, nous avons proposé un déplacement de la représentation de la rémunération En particulier, nous avons proposé d'analyser la rémunération comme un « mandat de gestion » pour le dirigeant. Ainsi, la détermination de la « juste » rémunération revient à déterminer un mandat de gestion responsable, c'est-à-dire une rémunération dont les effets sur l'activité de gestion ne soient pas négatifs et puissent même être positifs.

L'équipe gouvernance de Mirova a alors réévalué ses propres prescriptions en matière de rémunération des dirigeants et en a conçu de nouvelles. En particulier, elle a proposé trois types de solutions. La première consiste à accepter les incitations dans la mesure où celles-ci sont équitables et intègrent l'intérêt de différentes parties. La seconde consiste en des conditions d'augmentation de la rémunération des dirigeants, et en particulier en un critère d'évolution proportionné des potentiels de l'entreprise. La troisième, enfin, consiste à demander à ce que soit intégré au rapport annuel un rapport sur l'équité au sein de l'entreprise et à voter sur la rémunération des dirigeants en fonction de l'existence et de la qualité des informations de ce rapport.

Ces trois solutions répondent également aux dilemmes de l'engagement responsable des actionnaires industrialisés. Toutes respectent la latitude d'action des dirigeants et toutes, si elles portent une rationalité qui n'atteigne pas le statut de standard, garantissent que la gestion ne soit pas détournée d'objectifs « souhaitables » puisqu'elles intègrent les différentes parties et attentes qui définissent déjà l'activité de gestion.

Ainsi, le *Say on Pay* nous a permis d'appliquer un régime de responsabilité « *custodian* » de l'entreprise à l'engagement de l'actionnaire mais nous donne également des enseignements sur la manière dont un actionnaire peut sortir des dilemmes de l'engagement responsable que nous avions identifiés. En particulier, ces solutions nous permettent de mettre en évidence deux principes d'action de l'engagement responsable des actionnaires industrialisés.

III. Des principes d'action pour l'engagement responsable des actionnaires industrialisés : la non-détermination de la gestion et l'équilibre des prescriptions

L'expérimentation avec l'équipe gouvernance de Mirova du vote « *custodian* » sur le *Say on Pay* nous a permis d'exhiber trois types de prescription de vote « *custodian* » sur la rémunération des dirigeants. Ces prescriptions permettaient également de sortir des dilemmes de l'engagement responsable des actionnaires industrialisés. Ces solutions suivent deux logiques similaires, qui nous permet de discuter de principes d'action pour l'engagement responsable des actionnaires.

Principe d'action 1 : La non-détermination de la gestion

L'exploration du cas de la politique de vote de Mirova a mis en évidence deux dilemmes pour l'engagement responsable des actionnaires industrialisés. Le premier dilemme consistait à concevoir un engagement de l'actionnaire, et donc une action sur l'entreprise, sans pour autant enfreindre la *Business Judgment Rule*.

Les solutions développées par l'équipe gouvernance de Mirova au sujet du *Say on Pay* échappent à ce dilemme parce que si elles transmettent des prescriptions à la gestion, en l'occurrence en matière de gestion équitable des parties prenantes, elles ne prédéterminent pas les actes de gestion eux-mêmes.

Les incitations « équitables » multiplient les objectifs de la gestion, qui trouve alors une latitude d'action dans les arbitrages qu'elle peut réaliser entre ces différents objectifs. La gestion a une importante marge de manœuvre pour répondre à et interpréter ces différentes attentes. Alors qu'un objectif clair et identifié en matière d'incitation ne peut conduire la gestion qu'à des stratégies d'optimisation de cet unique paramètre ou critère, la multiplicité de paramètre et des critères oblige la gestion à concevoir des combinaisons possibles pour ces paramètres et critères.

Les conditions d'augmentation de la rémunération et le critère d'évolutions « proportionnées » laissent à la discrétion du dirigeant la détermination de la manière dont il développe positivement les potentiels des parties prenantes de l'entreprise et ainsi concevoir différentes stratégies de « gestion équitable des parties prenantes ». La règle d'évolutions « proportionnées » ne définit aucune attente en matière de gestion. Elle vérifie que la gestion ne privilégie pas son propre intérêt sur celui des autres parties. Elle ne prédétermine donc pas non plus d'actes de gestion.

Enfin, la demande d'un rapport sur l'équité au sein de l'entreprise laisse encore plus de latitude à la gestion. Le *Say on Pay* n'est plus un vote qui entend « administrer » l'entreprise, mais un vote qui évalue la gestion au regard de sa transparence en matière de gestion équitable des parties prenantes. Mirova ne définit pas de critères d'évaluation d'intérêts particuliers. La gestion conserve une latitude d'action sur l'administration d'une gestion équitable des parties prenantes, elle doit juste s'en justifier.

Aussi, ces trois solutions permettent de sortir du premier dilemme de l'engagement responsable parce qu'elles ne déterminent pas la gestion de l'entreprise. La littérature sur le management créatif souligne la nécessité d'une latitude managériale (Hatchuel, 2016 ; Hatchuel et Segrestin, 2007 ; Segrestin et Hatchuel, 2011) pour que la création collective ait lieu. Or, lorsque l'actionnaire ne « détermine » pas la gestion, c'est-à-dire que ses prescriptions ouvrent la voie à différentes stratégies possibles, et *a priori*, inconnues, le management bénéficie d'une latitude d'action et de conception de sa propre stratégie et de ses propres actes de gestion.

En conception innovante, le « non-déterminisme » des prescriptions, ou contraintes, garantissent une « *splitting condition* » nécessaire à la générativité (Le Masson, Hatchuel et Weil, 2016). Lorsqu'une contrainte ne prédétermine pas immédiatement les contraintes qui suivent, c'est-à-dire lorsqu'une prescription n'a pas pour corollaire immédiat une seule suite d'actions connues, alors la création est possible.

Les prescriptions « non-déterminantes » de l'actionnaire accompagnent alors l'activité créative de l'entreprise et du management, elles ne la réduisent pas. Les rationalités de l'actionnaires jouent le rôle de « règles émancipatrices » (Levillain, 2015). Elles définissent des finalités pour l'entreprise mais elles ne déterminent pas les moyens qui permettent de poursuivre ces finalités. Les moyens d'action de la gestion restent alors entièrement à inventer par les *managers* et la fonction de gestion.

Ceci nous permet ainsi de formuler un principe d'action de l'engagement responsable de l'actionnaire industrialisé, à savoir la « non-détermination de la gestion ». Ce principe d'action constitue alors une troisième voie entre l'*insulation* défendue par les tenants de la *director-primacy* et l'intervention défendu par les tenants de la *shareholder-primacy* (voir Partie I, Chapitre I, II).

L'engagement « non-déterminant pour la gestion » des actionnaires reconnaît aux actionnaires industrialisés des capacités d'action sur l'entreprise et le fait que le conseil d'administration ne peut pas être isolé de cette influence. En revanche, il constitue un encadrement de l'action des actionnaires, qui ne sont pas ces « *empowered shareholders* » de la *shareholder primacy*, puisque les actionnaires doivent se tenir à des prescriptions qui préservent la latitude d'action des dirigeants et ne déterminent pas les actes de gestion. Les actionnaires qui ne déterminent pas la gestion vérifient alors que la gestion est en mesure de concevoir ses propres moyens d'action pour répondre à ces prescriptions. Ils vérifient ainsi qu'il n'existe pas déjà d'actes ou de stratégies de gestion définis qui permettent *a priori* de répondre à ces prescriptions.

Principe d'action 2 : L'équilibre des prescriptions

La « non-détermination de la gestion » est un principe d'action qui sorte l'actionnaire du premier dilemme de l'engagement responsable de l'actionnaire industrialisé. L'expérimentation du vote *custodian* sur le *Say on Pay* a également fourni des éclairages quant au second dilemme de l'engagement responsable de l'actionnaire industrialisé.

Le second dilemme de l'engagement responsable consistait à s'interroger sur la légitimité de la prescription elle-même au regard de ses effets sur la gestion et la fonction de gestion.

Les trois solutions développées par Mirova pour un vote *custodian* sur le Say on Pay exprimaient la rationalité « gestion équitable des parties prenantes ». Il existe des standards en matière d'équité au sein des entreprises. Cependant, l'équipe gouvernance de Mirova aurait pu pousser des prescriptions en matière d'équité qui ne correspondent pas à des standards. Dans nos échanges avec l'équipe, nous avons régulièrement utilisé une prescription telle que « ne pas délocaliser » qui pourrait avoir pour objectif de préserver un traitement équitable des salariés des entreprises, qui pourtant ne correspondait pas à un standard établi de « bonne gestion ».

La particularité des trois propositions en matière de *Say on Pay* tient alors à ce qu'elles ne privilégient pas un potentiel de l'entreprise sur un autre. Il peut parfois être dans l'intérêt de l'entreprise et de certaines de ses parties qu'elle délocalise par exemple. Les incitations « équitables » intègrent différents potentiels, ceux de l'environnement, de la société, des salariés, des dirigeants et des actionnaires. Les évolutions « proportionnées » établissent un critère de convergence des potentiels mobilisés par la gestion. Enfin, le rapport sur l'équité au sein de l'entreprise permet à la gestion de définir comment elle se préoccupe de l'intérêt de potentiels qu'elle mobilise au sein de l'entreprise en équilibre avec les autres intérêts qu'elle défend.

Ainsi, la rationalité qu'exprime Mirova respecte un principe d'équilibre. Les prescriptions développées par l'équipe gouvernance de Mirova sont « équilibrées » parce qu'elles ne privilégient pas certains intérêts sur d'autres.

Au regard du modèle (φ, P, G), cela revient à reconnaître que la gestion mobilise différents potentiels et est responsable de son impact sur ces potentiels (cf. Partie II, Chapitre 5, I). En conséquence, l'actionnaire aux prescriptions « équilibrée » ne détourne pas la gestion de ses responsabilités et soumet ses prescriptions à une considération de l'impact de la prescription sur les potentiels du processus de création collective. Les prescriptions sont « équilibrées » lorsqu'elles s'assurent qu'elles ne privilégient pas l'intérêt d'une partie au détriment des autres.

Dans cette perspective, la *shareholder primacy norm* constitue une prescription déséquilibrée parce qu'elle privilégie l'intérêt des actionnaires au détriment des autres. La Team Production Theory en revanche, qui promeut un *director-primacy* au service des intérêts collectifs de la *corporation* (Blair et Stout, 1999 ; Lan et Heracleous, 2010), ne développe pas de prescriptions

déséquilibrées pour la gestion parce qu'elle ne privilégie pas l'intérêt d'une partie sur une autre. Au contraire, les administrateurs doivent jouer le rôle de *mediating hierarchs* qui garantissent une forme de justice entre les attentes des différentes parties prenantes de la création collective. En revanche, certaines prescriptions alignées avec la *stakeholder theory* peuvent être déséquilibrées. Sous sa forme normative, la *stakeholder theory* promeut bien une gestion équitable des parties prenantes de l'entreprise (Donaldson et Preston, 1995). Cependant, la *stakeholder theory* connait également des formes descriptives ou instrumentales, lorsqu'elle discute par exemple de la *stakeholder salience* et compare le pouvoir de différentes parties prenantes (Mitchell, Agle et Wood, 1997). Des prescriptions fondées sur ces approches de la *stakeholder theory* pourraient aussi négliger l'intérêt de certains potentiels mobilisés par la gestion au profit de ceux de parties estimées plus « légitimes » ou plus « puissantes ».

L'équilibre des prescriptions des actionnaires constitue également une généralisation du cas particulier d'un engagement actionnarial pensé sous la forme d'une éthique de la discussion. En effet, l'approche de l'engagement actionnarial dans la perspective de l'éthique de la discussion suppose d'intégrer à la discussion différentes parties prenantes (Goodman et al., 2014). Le principe d'équilibre intègre à la discussion, et en l'absence de discussion, au contenu prescriptifs différentes parties et différents potentiels.

L'actionnaire engagé responsable : un engagement « non-déterminant » et équilibré pour la gestion

Ces deux principes d'action, « non-détermination » de la gestion et « équilibre » des prescriptions de l'engagement responsable de l'actionnaire industrialisé permettent alors de rediscuter des figures de l'actionnaire et des modèles d'action correspondants.

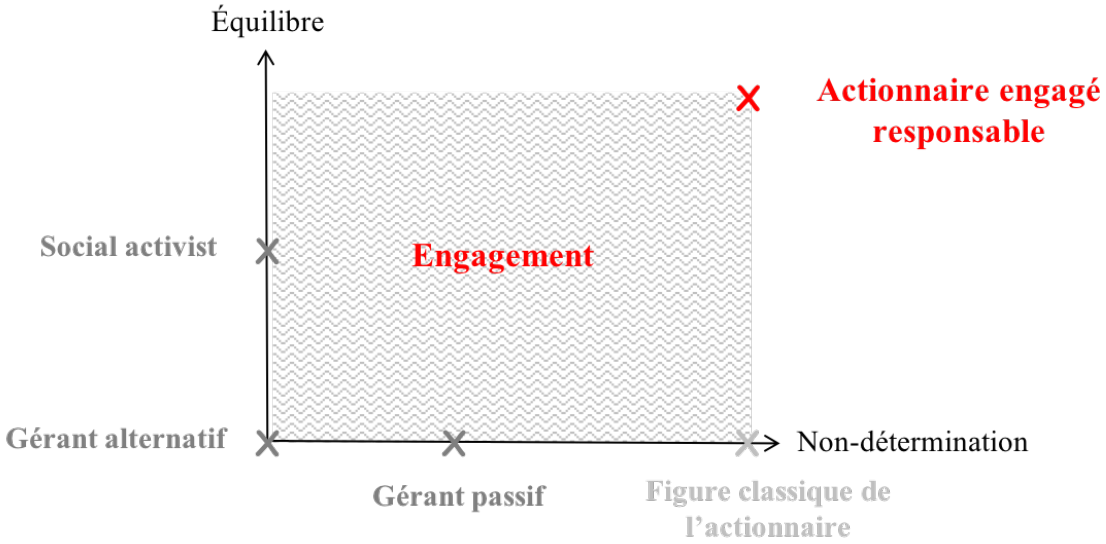


Figure 49: Les différentes formes de l'engagement actionnarial

La figure classique de l'actionnaire, que nous avons décrite en Partie I, Chapitre 1, représente un actionnaire aux capacités d'action restreintes, qui n'est intéressé que par ses intérêts financiers, et donc la valeur actionnariale (cf. Partie I, Chapitre 1, III). Dans cette perspective, le modèle d'action de cette actionnaire est non-déterminant pour la gestion en raison de ses capacités d'action restreintes sur l'entreprise mais il n'est pas équilibré parce que la figure classique de l'actionnaire ne considère que son propre intérêt.

Les figures contemporaines de l'actionnaire, que sont les gérants alternatifs et les gérants passifs (cf. Partie I, Chapitre 2, III), représentent des actionnaires aux larges capacités d'action sur la gestion et qui défendent des stratégies d'investissements et d'engagement qui opportunistes. Leurs modèles d'action sont donc très déterminants pour la gestion, en particulier ceux des gérants alternatifs qui développent souvent des stratégies d'activisme agressifs, et déséquilibrés puisque les figures contemporaines de l'actionnaire ne considèrent également que leur propre intérêt.

L'actionnaire activiste social représente un actionnaire qui peut certes défendre l'équilibre de ses prescriptions sur la gestion mais qui peut avoir des prescriptions très déterminantes pour la gestion s'il agit en *norm entrepreneur*, sans considérer son influence sur la gestion (cf. Partie III, Chapitre 6, I).

Enfin, l'actionnaire engagé responsable est celui qui allie à la fois un modèle d'action non-déterminant et équilibré dans ses interactions avec la gestion des entreprises.

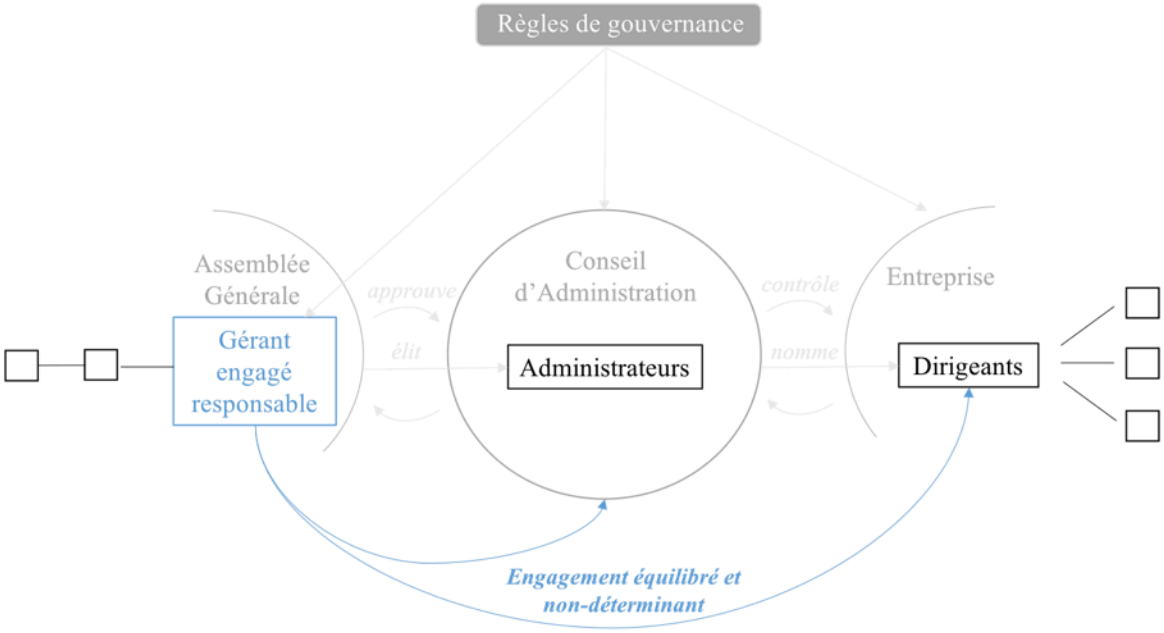


Figure 50: Le modèle de responsabilité de l'engagement responsable de l'actionnaire industrialisé : un principe d'équilibre et de non-détermination

Ainsi, au terme de notre exploration du modèle d'action de l'actionnaire « *custodian* » de l'entreprise, nous avons parvenir à une nouvelle figure de l'actionnaire, celle de l'actionnaire industrialisé qui soit engagé et responsable. Cette nouvelle figure de l'actionnaire associe un modèle d'action et un modèle de responsabilité. L'engagement de cet actionnaire est responsable si son action est « équilibrée » et « non-déterminante » pour la gestion.

***

Conclusion de la Partie III

Vers un modèle d'engagement « responsable » de l'actionnaire industrialisé

La Partie II avait été l'occasion pour nous de définir l'engagement actionnarial sous le prisme de l'encadrement de l'engagement des investisseurs professionnels. Nous avions alors proposé un modèle unifié de la responsabilité de l'actionnaire industrialisé et avions remarqué l'absence d'une figure de responsabilité de l'actionnaire. Nous avons depuis nommé cette figure manquante un actionnaire « *custodian* » de l'entreprise, c'est-à-dire un actionnaire qui se préoccupe des conditions nécessaires à la gestion pour créer de la valeur partagée

Cette troisième partie nous a permis d'explorer la figure de l'actionnaire « *custodian* » à travers l'étude du cas d'un gérant d'actifs spécialisé dans l'ISR, Mirova.

Nous avons alors commencé par présenter notre démarche de recherche ainsi que nos matériaux de recherche. En particulier, nous avons présenté le cas Mirova et comment son équipe gouvernance s'efforçait d'accompagner les entreprises dans lesquelles Mirova investit. Mirova nous a alors semblé un cas propice à l'exploration des pratiques d'engagement de l'actionnaire « *custodian* ». Cependant, l'équipe gouvernance de Mirova rencontraient un certain nombre de difficultés et de doutes quant à la légitimité de ses pratiques d'engagement et plus spécifiquement de ses préconisations de vote. Nous sommes alors intéressés à sa politique de vote et plus généralement aux politiques de vote comme outil d'engagement de l'actionnaire qui ont constitué le support de recherche de cette partie.

Aussi, nous avons poursuivi notre analyse par une caractérisation des politiques de vote comme l'expression d'un régime de responsabilité de l'actionnaire. Cette caractérisation procède des résultats d'une étude comparative que nous avons menés sur les politiques de vote d'actionnaires industrialisés. Après avoir rappelé que les politiques de vote correspondaient à une rationalisation du vote actionnarial dans un contexte d'industrialisation de l'actionnariat, nous avons présenté notre étude comparative d'un échantillon composé de politiques de vote de gérants d'actifs et d'une agence de conseil en vote. Nous avons alors modélisé les politiques de vote comme la rencontre entre des opportunités légales de vote et des rationalités de vote. En particulier, les rationalités des politiques de vote que nous avons étudiées étaient globalement homogènes et alignées sur la politique de vote de l'agence de conseil en vote qui exprimait un régime de responsabilité de l'actionnaire *steward* et renvoyait à la *shareholder primacy norm*. Les rationalités et les doctrines de vote défendues dans les politiques de vote « densifient » ainsi le vote des actionnaires et renforcent leur capacités d'action sur l'entreprise. À l'instar de la figure du *steward* défendu dans le UK Stewardship Code (Partie II, Chapitre 4, II), les politiques de vote *steward* laissent donc le modèle d'action et de responsabilité de

l'engagement des actionnaires dans une certaine ambiguïté, notamment dans la considération de leur respect de la *Business Judgment Rule*.

Toutefois, nous avons pu observer que la politique de vote de Mirova faisait un effort de distanciation de la figure du *steward* et de la *shareholder primacy norm*. En effet, la politique de vote de Mirova procède du regard critique que son équipe conceptrice porte sur les figures de l'actionnaire et leurs pratiques. Elle développe aussi des rationalités de vote au service d'une représentation étendue de la gestion, au service d'une gestion « responsable » de l'entreprise. L'étude du cas Mirova nous a alors permis d'exhiber des pratiques d'engagement de l'actionnaire « *custodian* ». L'actionnaire « *custodian* » se caractérise par un engagement auprès des entreprises qui promeut des attentes et des prescriptions en matière de gestion responsable des entreprises dans l'objectif de les accompagner dans la poursuite de leur projet.

Ces caractéristiques ont révélé cependant révélé deux dilemmes propres à l'engagement responsable de l'actionnaire industrialisé. Les interrogations de Mirova en matière de légitimité de son action soulignent la transformation fondamentale de l'investisseur en actionnaire et l'existence d'une espace d'action légitime de l'actionnaire borné. Comment s'engager et agir sur l'entreprise tout en respectant la *Business Judgment Rule* ? Comment s'assurer que ses prescriptions sont légitimes et souhaitables pour la gestion de l'entreprise ?

Afin de répondre à ces deux dilemmes de l'engagement responsable de l'actionnaire industrialisé, nous avons saisi l'opportunité de l'actualité du *Say on Pay* des actionnaires pour expérimenter et concevoir avec Mirova un vote « *custodian* » sur la rémunération des dirigeants qui sortent de ces dilemmes. L'analyse du débat sur la rémunération des dirigeants nous a permis de mettre en lumière la focalisation du débat sur une seule et même approche de la rémunération des dirigeants qui a mené à des propositions en matière de régulation qui échouent à répondre aux dilemmes de l'engagement responsable de l'actionnaire. Cependant, la représentation de la « juste » rémunération des dirigeants comme mandat de gestion responsable, et non comme rétribution « justifiée », a porté la réflexion sur l'effet des préconisations en matière de rémunération des dirigeants sur l'activité de gestion. L'équipe gouvernance de Mirova a alors développé trois solutions pour un vote *custodian* sur le *Say on Pay* qui puisse favoriser une « gestion équitable des parties prenantes ». Ces trois solutions offrent également une réponse aux dilemmes de l'engagement responsable de l'actionnaire industrialisé. Nous avons alors pu exhiber deux principes d'action pour l'engagement responsable des actionnaires.

Le premier principe d'action, celui de « non-détermination de la gestion », consiste à s'assurer que les prescriptions de l'actionnaire ne prédéterminent pas des actes de gestions et préservent la latitude d'action des dirigeants. Les prescriptions « non-déterminantes » de l'actionnaire laissent à la gestion la possibilité d'inventer et de créer de nouveaux moyens d'action pour poursuivre les finalités prescrites.

Le second principe d'action, celui d' « équilibre des prescriptions », consiste à s'assurer que les prescriptions de l'actionnaire préservent l'équilibre entre les différents potentiels mobilisés par

la gestion. Une prescription est « équilibrée » si elle ne privilégie pas l'intérêt d'une partie ou d'un potentiel au détriment d'une ou d'un autre.

L'engagement « non-déterminant » et « équilibré » de l'actionnaire permet de définir un modèle de responsabilité pour la figure de l'actionnaire engagé responsable.

Au terme de notre Partie III, nous avons ainsi pu faire un certain nombre de propositions à la fois en matière de modèles d'action et de modèles de responsabilité de l'actionnaire engagé. Ces différentes propositions ouvrent des perspectives à la fois pour la discussion de la figure de l'actionnaire et d'une gouvernance actionnariale mais aussi pour certains débats en gouvernance d'entreprise.

Ainsi, dans la conclusion de cette thèse, nous commencerons par rappeler les grands enchaînements logiques et résultats de nos travaux, puis nous ouvrirons des lignes de discussion qui constituerons des propositions de pistes de recherche futures.

Conclusion générale

L'engagement responsable de l'actionnaire : de premiers jalons pour une gouvernance de l'actionnariat

I. SYNTHESE DES PRINCIPAUX RESULTATS DE LA THESE 254
a. De l'actionnaire aux capacités d'action restreintes à l'industrialisation de l'actionnariat 254
b. L'engagement actionnarial : un mécanisme de responsabilisation des actionnaires 255
c. Les responsabilités de l'actionnaire : une tension entre engagement et légitimité 257
d. Des principes d'action de l'engagement « responsable » des actionnaires pour une gouvernance de l'actionnariat 258

II. LIMITES DE LA RECHERCHE 260

III. PERSPECTIVES DE RECHERCHE 261
a. Des outils d'évaluation de l'engagement « responsable » des actionnaires 261
b. Le rôle des proxy advisors : des pratiques « équilibrées » et « non-déterminantes » 264
c. Quel avenir pour la gouvernance d'entreprise ? 265

Dix ans après la crise financière de 2008, la législation et l'auto-régulation ne sont plus les seuls recours pour prévenir les crises économiques et soutenir la croissance durable des entreprises. En particulier, les actionnaires sont aujourd'hui devenus des acteurs économiques centraux du contrôle des entreprises. L'engagement actionnarial a été, à ce titre, loué à la fois par le législateur et la littérature académique pour son impact positif sur les pratiques des entreprises.

De précédentes études ont analysé la nature, les propriétés et les conditions d'efficacité de l'engagement actionnarial. Cependant, les fondements théoriques ainsi que les attentes à l'égard de l'engagement des actionnaires sont des interrogations demeurées absentes des discussions en sciences de gestion sur la gouvernance d'entreprise.

Dans nos travaux de thèse, nous nous sommes alors efforcés de comprendre le nouveau rôle qui est attendu des actionnaires, ses enjeux mais aussi ses implications à la fois théoriques et empiriques. Notre approche de l'engagement actionnarial nous a alors permis de dresser un certain nombre de conclusions qui portent à la fois sur la figure de l'actionnaire, ses modèles d'action et ses conséquences pour la gouvernance d'entreprise.

Nous nous proposons dorénavant de résumer les grands résultats de cette thèse, puis d'en exposer les limites à la fois méthodologiques et théoriques pour enfin ouvrir sur de nouvelles perspectives de recherche.

I. Synthèse des principaux résultats de la thèse

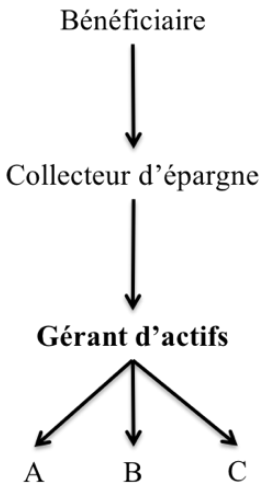
L'engagement actionnarial est un thème d'actualité pour la gouvernance d'entreprise. Cependant, les pratiques d'engagement actionnarial, certes encouragées par certains praticiens et chercheurs, sont toujours en construction et n'ont pas permis le développement de standards en la matière. De plus, la discussion académique de l'engagement des actionnaires appelait à être poursuivie et nourrie au regard notamment du débat théorique fondamental et controversé sur la « juste » nature du rôle des actionnaires en gouvernance d'entreprise.

Nous nous sommes aussi interrogés sur les fondements, les enjeux et les implications à la fois empirique et théoriques de l'engagement actionnarial. Nous avons alors introduit notre réflexion par des interrogations sur les raisons de l'émergence en gouvernance d'entreprise d'un concept tel que l'engagement des actionnaires. Cela nous a conduits à analyser dans un premier temps le contexte de l'engagement et en particulier les figures contemporaines de l'actionnaire et les modèles d'action qui y sont associés.

a. De l'actionnaire aux capacités d'action restreintes à l'industrialisation de l'actionnariat

L'étude des fondements juridiques et théoriques de la catégorie d'actionnaire révèle l'existence d'une figure classique, archétypale, de l'actionnaire aux capacités d'action restreintes sur l'entreprise. Au cours de l'histoire de la société anonyme et du développement du régime de la responsabilité limitée, le droit s'est attaché à restreindre et à encadrer les capacités d'action de l'actionnaire. En particulier, les actionnaires ne sont pas les « gérants » de l'entreprise. Ils doivent donc respecter la *Business Judgment Rule*. Les théories de la gouvernance d'entreprise ont alors rationalisé et expliqué les limites à l'action des actionnaires, et ainsi corroborent l'image d'un actionnaire au modèle d'action limité.

La transformation de l'actionnariat des grandes sociétés cotées au profit des investisseurs professionnels bouleverse cependant cette figure classique de l'actionnaire. Notre analyse des pratiques actionnariales contemporaines soulignent alors le déploiement des capacités d'action des actionnaires sur les entreprises. L'intermédiation financière et l'essor de l'industrie de la gestion d'actifs ont industrialisé les fonctions d'investissement et de vote des actionnaires.



Rappel Figure 10 : La chaîne d'intermédiation actionnariale

Une chaîne d'intermédiation actionnariale s'est substituée à la figure du petit actionnaire, et c'est aujourd'hui bien souvent un « gérant d'actifs » qui exerce les prérogatives des actionnaires. Les figures contemporaines de l'actionnaire sont ainsi celles d'un actionnariat qui s'est industrialisé et qui est représenté par des gérants d'actifs aux stratégies et aux attentes hétérogènes.

La conjonction des attentes parfois opportunistes des gérants d'actifs et du déploiement de leurs capacités d'actions renforce l'influence des actionnaires sur les entreprises et présente un certain nombre de risques pour un projet d'entreprise collectif et de long-terme.

L'industrialisation de l'actionnariat crée ainsi de nouveaux besoins en gouvernance d'entreprise. En particulier, elle déplace la discussion d'une gouvernance de l'entreprise centrée sur les administrateurs et les managers à une gouvernance de l'actionnariat.

b. L'engagement actionnarial : un mécanisme de responsabilisation des actionnaires

L'émergence d'une gouvernance de l'actionnariat trouve un écho dans les initiatives réglementaires en matière d'engagement des investisseurs professionnels. Ces dernières constituent une forme novatrice de responsabilisation des actionnaires. Les formes antérieures de responsabilisation, telles que l'Investissement Socialement Responsable (ISR) ou l'activisme social des actionnaires, ne permettaient pas de répondre aux nouveaux défis posés par l'industrialisation de l'actionnariat. Aussi, des dispositions telles que le UK Stewardship Code ou la Directive européenne 2017/828 ouvrent de nouvelles pistes pour la responsabilisation d'actionnaires industrialisés.

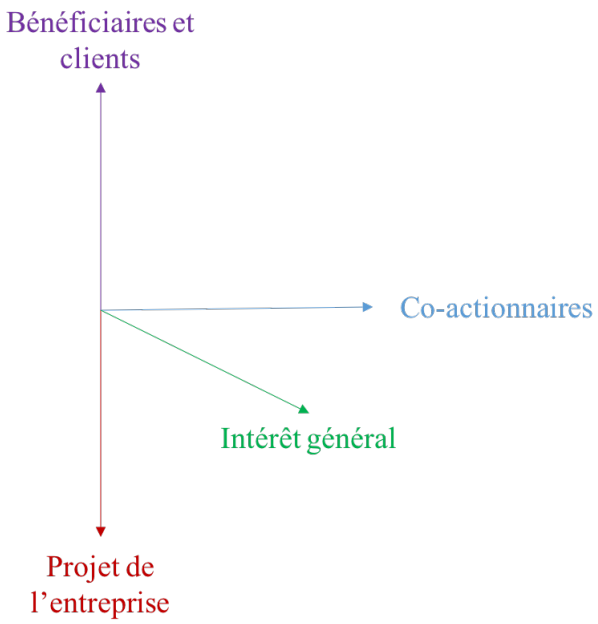
Notre analyse de ces deux textes, respectivement de *soft* et de *hard law*, nous a permis d'expliciter la doctrine de l'engagement actionnarial. Cette dernière, qui s'attache à une gouvernance de la chaîne d'intermédiation actionnariale, développe une hypothèse forte d'alignement des intérêts des parties prenantes des investisseurs professionnels et de l'intérêt général, grâce à l'engagement de ces mêmes investisseurs professionnels. Si cette doctrine de l'engagement actionnarial permet de définir l'engagement comme l'ensemble des activités entreprises par les actionnaires pour s'impliquer dans la gouvernance, le modèle d'action sous-jacent de l'actionnaire engagé demeure ambigu. En particulier, il repose sur l'idée de responsabilités de l'actionnaire que la doctrine n'explicite pas.

Nous avons alors proposé une modélisation des régimes de responsabilité de l'actionnaire. Ceci nous a permis de dresser une typologie des figures d'actionnaires responsables. À la figure d'irresponsabilité de l' « agent » soumis à des conflits d'intérêts, la figure du *trustee* répond par un régime de responsabilité ascendante du gérant d'actifs, envers ses bénéficiaires et ses clients. La figure du *steward* définit un régime de responsabilité à la fois ascendante et horizontale du gérant d'actifs, envers ses bénéficiaires, ses clients mais aussi ses co-associés dans l'entreprise. La figure du militant définit un régime de responsabilité « sociale » du gérant d'actifs, envers ce qu'il estime relever de l'intérêt général. Il nous est cependant apparu qu'à cette typologie manquait une figure d'actionnaire que nous avons appelé, en référence à la *custodia* romaine, le « *custodian* » l'entreprise. Cet actionnaire définit un régime de responsabilité descendant envers l'entreprise, et sa capacité à créer de la valeur partagée.

Figures d'actionnaire	« Agent »	*« Trustee »*	*« Steward »*	« Militant »	« Custodian »
Intérêts défendus	Actionnaires / société-mère	Bénéficiaires et clients	- Bénéficiaires et clients - Co-associés	Intérêt général	Création collective
Régimes de responsabilité	Irresponsabilité	Responsabilité minimale	Responsabilité minimale et horizontale	Responsabilité « sociale »	Responsabilité descendante

Figure 51: Typologie complétée des figures de responsabilité de l'actionnaire industrialisée

Cette typologie nous a alors permis de proposer un modèle unifié des responsabilités de l'actionnaire industrialisé.



Rappel Figure 28 : Un modèle unifié des responsabilités des actionnaires industrialisés

La représentation des orientations de la responsabilité des actionnaires industrialisés met en lumière les possibles contradictions entre les différents régimes de responsabilité de l'actionnaire. Nous nous sommes alors attachés à analyser les pratiques d'engagement « responsable » de l'actionnaire à partir d'une exploration du régime de responsabilité de la figure de l'actionnaire « *custodian* ».

c. *Les responsabilités de l'actionnaire : une tension entre engagement et légitimité*

Notre analyse du cas de Mirova, une société de gestion d'actifs spécialisée dans l'ISR, et des politiques de vote d'actionnaires industrialisés nous a permis d'associer des rationalités d'engagement à des régimes de responsabilité des actionnaires.

Ce fut en particulier l'occasion de caractériser la figure de l'actionnaire « *custodian* » du projet de l'entreprise et le modèle d'action qui lui est associé. Les figures du *trustee*, du *steward* et du militant défendent les intérêts de parties prenantes et se font leur porte-parole auprès de la gestion. La figure de l'actionnaire « *custodian* », à l'inverse, soutient la gestion elle-même dans son projet d'entreprise. Cependant, cela ne signifie pas que ce soutien soit inconditionnel. Au contraire, l'actionnaire « *custodian* » garde les intérêts de la création collective. En conséquence, il transmet à la gestion des attentes et des prescriptions dans la manière de créer de la valeur partagée. À l'instar des autres figures de responsabilité de l'actionnaire industrialisé, l'engagement de l'actionnaire « *custodian* » renforce ses capacités prescriptives pour la gestion.

Aussi, l'analyse des pratiques d'engagement des gérants d'actifs, en l'occurrence au sein de leurs politiques de vote, ont révélé deux dilemmes propres à l'engagement responsable des actionnaires industrialisés. Le premier dilemme concerne l'espace d'action des actionnaires et en particulier leur capacité à s'engager auprès des entreprises sans enfreindre la *Business Judgment Rule*. Le second concerne l'opportunité des prescriptions portées par l'actionnaire pour la « bonne gestion » des entreprises.

Ainsi, l'exercice des responsabilités des actionnaires exhibe l'existence d'une tension entre engagement actionnarial et légitimité de l'action des actionnaires. L'exploration de cette tension et l'expérimentation sur le cas du vote des actionnaires sur la rémunération des dirigeants nous a alors permis de dégager des solutions pour surmonter les dilemmes de l'engagement des actionnaires. De ces solutions, convergentes, nous avons alors tiré des principes d'action pour l'engagement « responsable » des actionnaires industrialisés.

d. Des principes d'action de l'engagement « responsable » des actionnaires pour une gouvernance de l'actionnariat

Au terme de nos travaux de thèse, nous avons ainsi déplacé notre réflexion sur l'engagement des actionnaires à l'engagement « responsable » des actionnaires. Dans un contexte d'industrialisation de l'actionnariat, la légitimité de l'engagement actionnarial dépend de sa capacité à se soumettre à des principes d'action responsables.

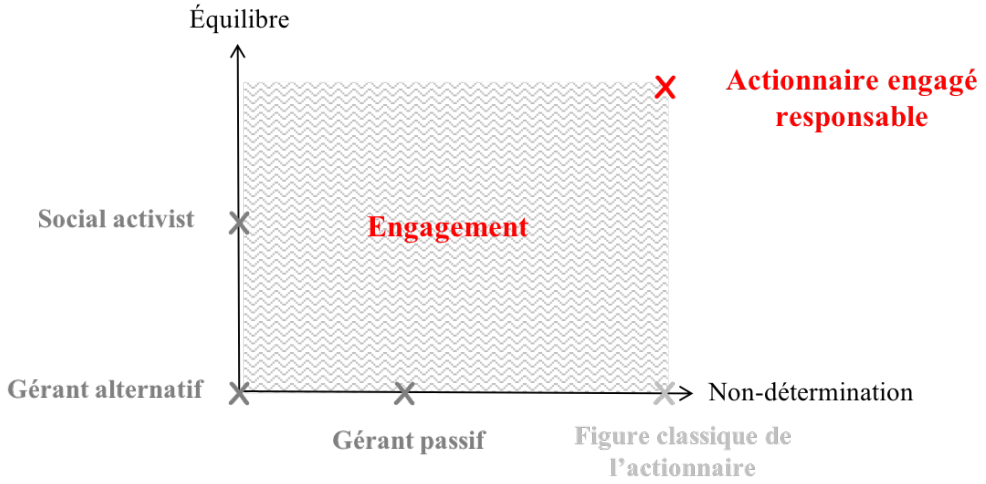
i. Les principes d' « équilibre » et de « non-détermination »

En particulier, nous en avons identifié deux. Le premier principe est un principe de « non-détermination » de la gestion. Afin de respecter la *Business Judgment Rule*, l'actionnaire engagé ne réduit pas la latitude d'action de la gestion. Aussi, ses attentes et prescriptions pour la gestion doivent être « non-déterminantes », c'est-à-dire qu'elles ne déterminent pas des stratégies et des actes de gestion précis. L'autonomie managériale est une condition importante du management créatif (Segrestin et Hatchuel, 2011). Ainsi, l'actionnaire responsable s'assure de préserver les espaces de conception de l'action managériale.

Le second principe est un principe d' « équilibre » des prescriptions. Lorsque les attentes de l'actionnaire responsable ne portent pas sur des standards managériaux, socialement reconnus et acceptés, elles se gardent de détourner la gestion de sa fonction et des autres attentes qui pèsent sur elle. Ainsi, les prescriptions de l'actionnaire responsable préservent l'équilibre entre les différents potentiels et ressources mobilisés par la gestion.

ii. Une contribution théorique à la gouvernance de l'actionnariat

Ces principes d'action de l'engagement responsable des actionnaires industrialisés permettent à la fois de définir une nouvelle figure d'actionnaire et de proposer un référentiel d'évaluation de l'action « responsable » des actionnaires industrialisés.



Rappel Figure 46 : L'évaluation de la responsabilité des figures de l'actionnaire et l'engagement actionnarial : un couple (équilibre ; non-détermination)

L'actionnaire engagé « responsable » est un actionnaire qui respecte les principes d'équilibre des prescriptions et de non-détermination de la gestion. Ce couple (équilibre ; non-détermination) fournit ainsi un référentiel d'évaluation des pratiques d'engagement des actionnaires industrialisés.

Il permet également de relire les théories de la gouvernance d'entreprise. Lorsque l'engagement actionnarial se fonde sur la théorie de l'agence dans sa version la plus classique, selon laquelle les capacités d'action des actionnaires sont restreintes, il est non-déterminant pour la gestion mais déséquilibré. En effet, la théorie de l'agence réduit la gestion de l'entreprise à l'intérêt de ses actionnaires. Les tenants de la *shareholder primacy norm* ont non seulement des prescriptions déséquilibrées mais peuvent également déterminer la gestion lorsqu'ils défendent l' « *empowerment* » non encadré des actionnaires.

L'approche par les parties prenantes ne répond pas forcément davantage aux principes d'action de l'engagement responsable des actionnaires. Ainsi, l'engagement social des actionnaires, encadré par une éthique de la discussion habermassienne, tendra à produire des prescriptions de nature plus équilibrée mais qui pourront être déterminantes pour la gestion. Par ailleurs, sous forme descriptive ou instrumentale, la *stakeholder theory* peut toutefois être déséquilibrante pour la gestion si elle évalue les attentes des *stakeholders* en fonction de leur importance par rapport à l'entreprise.

Seule la Team Production Theory défend des prescriptions à la fois équilibrées et non-déterminantes, puisque le conseil d'administration est en charge de la gestion des différents intérêts des membres du processus de création de valeur et est isolé de l'action de ces membres. Cependant, l'*insulation* du conseil d'administration n'a pas été conçu au regard du contexte

d'industrialisation de l'actionnariat. Ainsi, si la Team Production Theory respecte les principes d'équilibre et de non-détermination, elle ne contribue pas à une gouvernance de l'actionnariat et ainsi ne permet pas de fonder l'engagement responsable d'actionnaires industrialisés.

Les principes d'équilibre et de non-détermination offrent ainsi de nouvelles clefs de lecture non seulement de l'engagement des actionnaires mais aussi des théories de la gouvernance de l'entreprise. Ils participent au déplacement du locus d'analyse d'une gouvernance d'entreprise à une gouvernance de l'actionnariat

En conséquence, l'ambition de nos travaux de thèse, et des principes d'action de l'engagement responsable des actionnaires que nous avons identifiés, consiste alors à fournir de premiers jalons pour une théorisation de la gouvernance de l'actionnariat et de ses mécanismes.

II. Limites de la recherche

Avant d'explorer les perspectives futures que nous pouvons donner aux résultats de cette thèse, il nous faut cependant considérer ses limites à la fois méthodologiques et théoriques.

Limites méthodologiques

Nos travaux de thèse comportent certaines limites méthodologiques.

Tout d'abord, nos recherches sont le produit de méthodes qualitatives qui s'appuient sur un corpus restreint de données empiriques. Nous avons par exemple choisi d'analyser les cas de réglementation du UK Stewardship Code et de la Directive européenne 2017/828 en raison de leur importance historique pour la gouvernance d'entreprise et géographique pour des travaux de thèse qui se sont déroulés sur le sol français. L'analyse d'autres cas de réglementation aurait pu aboutir à des résultats très différents. De même, nous avons sélectionné pour analyser les pratiques d'engagement des actionnaires des cas de politiques de vote d'actionnaires pour leur pertinence à la fois géographique et sectorielle. D'autres cas d'engagement et de politiques de vote auraient pu être sélectionnés et l'analyse de cas complémentaires auraient pu ajouter des éléments importants ainsi que préciser nos résultats.

Ensuite, nous avons adopté une approche par les outils de gestion au détriment peut-être des collectifs et des organisations qui les portent. Nos interactions avec l'équipe gouvernance de Mirova furent nombreuses et bien qu'elles furent décisives pour notre réflexion, nos travaux font surtout apparaître des analyses sur les « substrats techniques » (Hatchuel et Weil, 1992) des actionnaires industrialisés.

Enfin, les études qualitatives se soumettent à l'interprétation, souvent subjective, de l'auteur de l'interprétation. En particulier, dans le cas de recherche-intervention, la robustesse et la rigueur

de la recherche dépendent de la capacité du chercheur à comprendre et assumer le rôle particulier de «chercheur-intervenant » (David, 1999). Bien que nous ayons suivi le processus et les principes de la recherche-intervention, nous ne pouvons pas garantir avec une certitude mathématique le degré de « scientificité » des connaissances produites.

Limites théoriques

Nos travaux admettent également des limites théoriques. Nous avons fondé notre raisonnement sur un recensement peut-être restreint des théories de la gouvernance d'entreprise. Nous avons analysé la figure de l'actionnaire à partir des principales théories de la gouvernance d'entreprise qui, à notre connaissance, alimentent le débat sur le rôle des actionnaires. Il est tout à fait possible que des théories alternatives fournissent des éléments complémentaires voire anticipent certains de nos résultats sur les défis posés par l'industrialisation de l'actionnariat.

De plus, notre analyse des prescriptions portées par les actionnaires aurait peut-être gagné à une discussion plus fine de la distinction entre rationalité autonome et hétéronome de l'actionnaire. Les « standards » sont des objets discutés en science de gestion qui ne font peut-être pas autant consensus que ce que nous l'avons supposé.

III. Perspectives de recherche

Tout en tenant compte des limites ainsi exposées, notre recherche porte le débat sur la gouvernance d'entreprise au niveau d'une gouvernance de l'actionnariat. Elle s'est efforcée en particulier de construire de premiers outils pour penser le cadre théorique et les mécanismes de gouvernance de l'actionnariat.

Nos travaux de thèse ouvrent ainsi de nouvelles perspectives de recherche sur la gouvernance de l'actionnariat. Nous proposons ici quelques pistes de recherche pour de futurs travaux en la matière.

a. Des outils d'évaluation de l'engagement « responsable » des actionnaires

Au cours de cette recherche, nous avons identifié deux principes d'action pour l'engagement responsable des actionnaires et avons suggéré qu'ils puissent servir de référentiel pour l'évaluation des pratiques d'engagement des actionnaires.

L'évaluation des actionnaires engagés invitent à deux types de réflexion. La première porte sur les évaluateurs des actionnaires engagés, la seconde sur les outils d'évaluation de l'engagement « responsable » des actionnaires.

S'agissant de la première, le développement et le plébiscite de l'engagement actionnarial pourront amener à la création d'instances de régulation de l'engagement des actionnaires. Ces nouveaux organismes pourront se prêter à d'intéressantes recherches sur l'organisation de la prescription et les prescripteurs en matière de gouvernance actionnariale.

En ce qui concerne la seconde, de futurs travaux de recherche pourront porter sur les outils et les mécanismes d'évaluation des pratiques des actionnaires engagés. Cette réflexion ouvre alors deux nouveaux axes de recherche.

i. L'évaluation des pratiques « équilibrées » et l'arbitrage entre les régimes de responsabilité de l'actionnaire

L'évaluation du niveau de responsabilité des actionnaires engagés conduit à s'interroger en premier lieu sur les manières d'évaluer l'équilibre des pratiques des actionnaires.

Pour cela, notre modélisation des régimes de responsabilité des actionnaires pourrait servir de support à de nouveaux outils d'évaluation des actionnaires. Par exemple, les politiques de vote d'actionnaire pourraient être évaluées en fonction des différentes orientations de leur doctrine de vote. Nous pourrions alors imaginer une représentation en « réseau » des doctrines de vote des actionnaires.

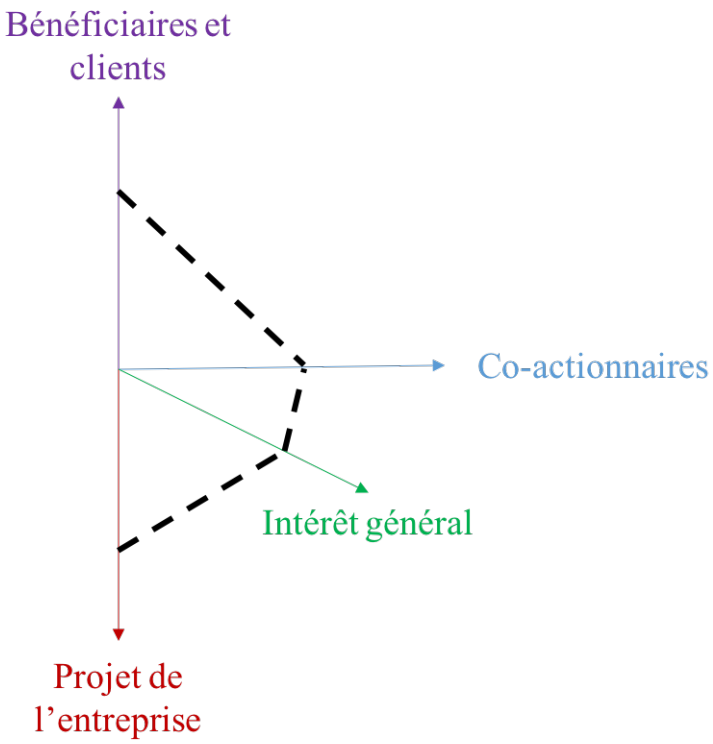


Figure 52: Exemple stylisé de politique de vote d'actionnaire « équilibrée »

Une politique de vote d'actionnaire « équilibrée » serait ainsi une politique de vote qui considère autant l'intérêt des bénéficiaires, clients, co-actionnaires des actionnaires que l'intérêt général et le projet de l'entreprise. Cet outil définirait l'équilibre des pratiques d'engagement des actionnaires comme un arbitrage « équilibré » entre les différents régimes de responsabilité de l'actionnaire industrialisé.

À l'inverse, une politique de vote « déséquilibrée », serait une politique de vote qui privilégie l'intérêt de certaines parties au détriment des autres.

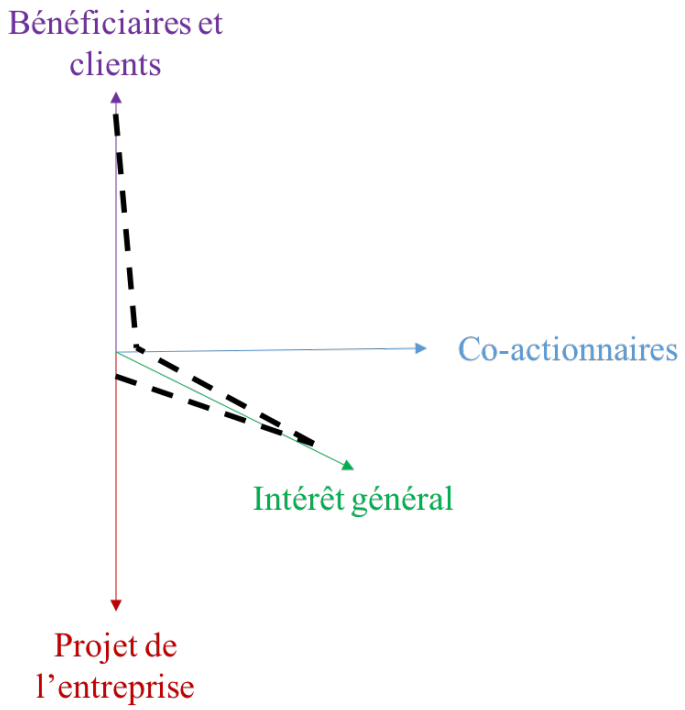


Figure 53: Exemple stylisé d'une politique de vote d'actionnaire « déséquilibrée » au profit de responsabilités trustee et militant de l'actionnaire

Dans cet exemple, la politique de vote est déséquilibrée parce qu'elle privilégie l'intérêt des bénéficiaires et clients du gérant d'actifs et l'intérêt général sur celui du projet de l'entreprise et des co-actionnaires du gérant d'actifs. Cet outil définirait ainsi des pratiques d'engagement « déséquilibrée » comme un arbitrage « déséquilibré » entre les régimes de responsabilité des actionnaires industrialisés.

Du point de vue de la recherche sur la gouvernance de l'actionnariat, cette représentation de l'engagement « équilibré » pourrait servir de modèle à la fois d'analyse et d'évaluation aussi bien des pratiques d'engagement que des prescriptions des actionnaires industrialisés.

ii. L'évaluation des pratiques « non-déterminantes » et la « mission » de l'entreprise

Après l'évaluation de l'équilibre des pratiques actionnariales, un nouvel axe de recherche pourrait s'attarder sur l'évaluation du caractère non-déterminant de l'engagement actionnarial.

Pour cela, nous disposons d'ores et déjà de quelques pistes. Alors que le 5 Octobre 2018, la loi PACTE a été adoptée en France et inscrit dans le code de commerce le statut spécifique des « sociétés à mission », la « mission » peut aussi constituer une voie d'exploration intéressante pour l'engagement actionnarial.

En particulier, dans les entreprises à « mission », la mission peut être définie comme une règle émancipatrice qui préserve l'espace de conception des dirigeants (Levillain, 2015). Les mécanismes de gouvernance associés sont des mécanismes de gouvernance qui s'assurent de la « variété » des stratégies possibles pour le dirigeant.

Dans cette perspective, le caractère « non-déterminant » de l'engagement des actionnaires pourrait être évalué de deux manières. Tout d'abord, plutôt que d'évaluer les prescriptions des actionnaires elle-même, il s'agirait de s'assurer que les dirigeants continuent d'explorer une variété de stratégies. L'évaluation de l'engagement des actionnaires sur ce point consisterait à évaluer les pratiques des dirigeants en matière d'exploration et de conception stratégique dans les entreprises dont les actionnaires sont engagés. Ensuite, l'évaluation de l'engagement des actionnaires pourrait porter sur leur capacité à « dé-fixer » (Agogué et al., 2014 ; Hatchuel, Le Masson et Weil, 2011) les dirigeants pour leur permettre d'explorer une plus grande variété de stratégie.

Ainsi de futurs travaux de recherche sur l'engagement actionnarial pourraient illustrer et décrire plus finement des pratiques « non-déterminantes » des actionnaires à partir de recherches expérimentales sur l'engagement des actionnaires dans le cas d'entreprises à mission.

b. Le rôle des proxy advisors : des pratiques « équilibrées » et « non-déterminantes »

Nous avons souligné au cours de notre thèse l'importance pour l'engagement des actionnaires industrialisés des agences de conseil en vote. Cependant, nous n'avons pas eu l'occasion d'étudier plus en détail les pratiques de ces collectifs.

Il semblerait cependant que notre référentiel (équilibre, non-détermination) puisse également être utile pour l'analyse du rôle et des pratiques des *proxy advisors*.

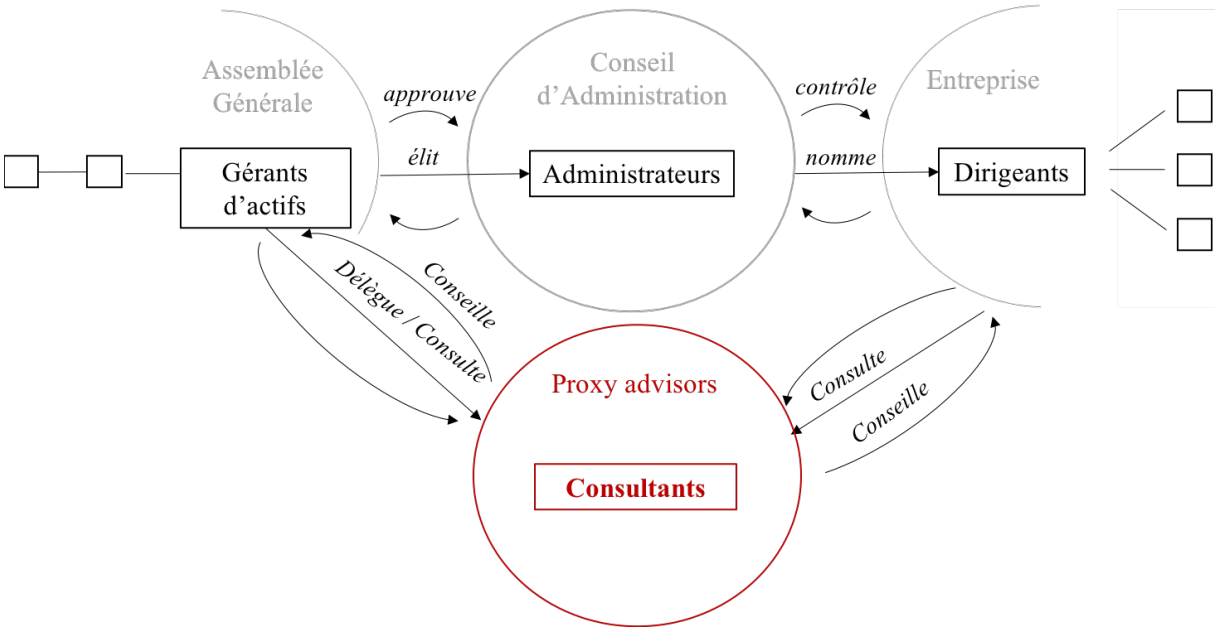


Figure 54: Quel rôle pour les proxy advisors dans la gouvernance de l'actionnariat ?

Les *proxy advisors* avaient déjà été identifiés comme des acteurs importants dans la littérature empirique sur la gouvernance d'entreprise. Ces acteurs deviennent cependant essentiels pour une gouvernance de l'actionnariat dans un contexte d'industrialisation des pratiques actionnariales.

En particulier, les agences de conseil en vote étaient des acteurs qui avaient été jusqu'à présent négligés par la réglementation (Belinfantini, 2009). La Directive européenne 2017/828 intègre de premiers éléments en vue d'une responsabilisation des *proxy advisors*.

De plus amples recherches sur les implications théoriques et empiriques du rôle joué par les *proxy advisors* dans la gouvernance de l'actionnariat pourraient alors appuyer les efforts réglementaires et les mécanismes de gouvernance des parties prenantes des actionnaires industrialisés, au nombre desquels figurent les agences de conseil en vote.

c. Quel avenir pour la gouvernance d'entreprise ?

Enfin, une autre voie de recherche pourrait s'ouvrir en gouvernance d'entreprise sur le devenir des mécanismes traditionnels de gouvernement d'entreprise, et notamment des codes de gouvernance d'entreprise, dans un contexte d'industrialisation de l'actionnariat.

Nous avons défendu au cours de ces travaux de thèse que la gouvernance de l'actionnariat prenait le pas sur la gouvernance d'entreprise. Cependant, les conseils d'administration et les

managers ne disparaissent pas pour autant. Comment penser alors leur nouveau rôle dans la gouvernance de l'actionnariat ?

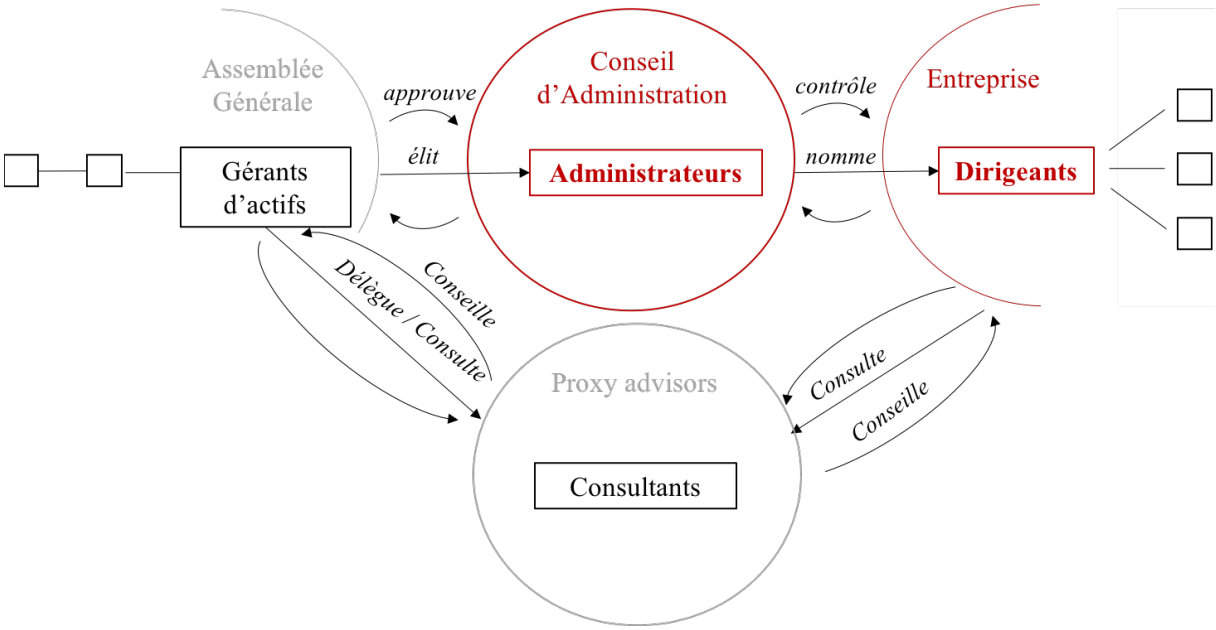


Figure 55: Quel rôle pour les administrateurs et les dirigeants dans la gouvernance de l'actionnariat ?

À titre d'exemple, que penser désormais du critère d'indépendance des administrateurs, qui est par ailleurs très discuté dans la littérature (voir par exemple Aguilera et al., 2008) ? Ce critère répondait à la fois aux risques de conflits d'intérêts avec le management et aux risques de conflits d'intérêts avec les actionnaires majoritaires.

Au cours de nos échanges avec elle, l'équipe gouvernance de Mirova avait également discuté du critère d'indépendance des administrateurs qui ne correspondait pas forcément aux rationalités qu'elle mettait en avant. Dans la politique de vote 2017, le seuil d'administrateurs indépendants exigé pour les sociétés non-contrôlées fut d'ailleurs abaissé à 25% au lieu d'1/3. Par ailleurs, ce seuil concerne exclusivement le vote sur le président du comité des nominations et non l'élection d'administrateurs non-indépendants. La politique de vote 2017 de Mirova a ainsi adouci ses attentes en matière d'indépendance du conseil d'administration.

Dans un contexte d'industrialisation de l'actionnariat, le critère d'indépendance des administrateurs pourrait ainsi être réévalué voire même précisé au regard des nouveaux enjeux de la gouvernance de l'actionnariat. Par exemple, un administrateur qui est indépendant de l'actionnaire majoritaire mais qui suit les recommandations d'une agence de conseil en vote n'est pas indépendant de la somme des actionnaires industrialisés qui suivent également les recommandations des agences de conseil en vote. À l'inverse, un administrateur qui n'est pas indépendant de la gestion ou de l'actionnaire majoritaire pourrait être considéré indépendant s'il l'est des actionnaires industrialisés à l'engagement déterminant et déséquilibré.

Ainsi, l'émergence d'une gouvernance de l'actionnariat ouvre de nombreuses perspectives nouvelles pour à la fois inventer de nouveaux mécanismes de gouvernance et réévaluer le champ et les outils classiques de la gouvernance d'entreprise.

Liste des Tableaux

Tableau 1: Architecture de la thèse : questions, méthodes, résultats 23
Tableau 2: La société anonyme et la catégorie juridique de l'actionnaire 35
Tableau 3: La figure de l'actionnaire dans la théorie de l'agence 45
Tableau 4: La figure de l'actionnaire dans la Team Production Theory.....49
Tableau 5: La figure de l'actionnaire dans la Team Production Theory.....51
Tableau 6: Le UK Stewardship Code et la gouvernance des relations des investisseurs avec leurs parties prenantes 111
Tableau 7: Récapitulatif des dispositions de la Directive européenne 2017/828 quant à l'engagement des actionnaires 114
Tableau 8: Une typologie des figures de responsabilité de l'actionnaire industrialisé 147
Tableau 9: Exemples de rationalités d'ISS sur des sujets de vote 175
Tableau 10: La politique de vote d'ISS, saisir des opportunités de vote pour gérer les risques sur les intérêts des investisseurs.....175
Tableau 11: Représentation matricielle des politiques de vote.....176
Tableau 12: Degré d'alignement des politiques de vote 2015 des gérants d'actifs de notre échantillon sur la politique de vote 2015 d'ISS.....178
Tableau 13: La matrice de la politique de vote d'ISS, un régime de responsabilité steward.180
Tableau 14: Comparaison de la politique de vote ISS et des politiques de vote de gérants ISR : une ligne de divergence sur l'usage des critères ESG.....186
Tableau 15: Représentation matricielle de la politique de vote Mirova.....199
Tableau 16: Le pay ratio en Europe 222
Tableau 17: Les critères financiers et extra-financiers de la rémunération variable des dirigeants du CAC40 en 2016.....236
Tableau 18: Le vote Mirova sur la rémunération et le rapport sur l'équité au sein de l'entreprise : une évaluation de la gestion.....241

Table des figures

Figure 1 : La gouvernance d'entreprise dans la théorie de l'agence (gauche) et dans la théorie des parties prenantes (droite) 46
Figure 2: La représentation de la corporation dans la théorie de l'agence selon Blair et Stout47
Figure 3: La représentation de la corporation dans la Team Production Theory.....47
Figure 4: La gouvernance d'entreprise dans la Team Production Theory 48
Figure 5: La représentation du « modèle de base » de la gouvernance d'entreprise dans le droit et les théories de la gouvernance.....52
Figure 6: Responsabilité limitée et capacités d'action de l'actionnaire dans le « modèle de base » de la gouvernance d'entreprise.....52
Figure 7: Des règles de gouvernance à destination des administrateurs et des dirigeants 53
Figure 8: Le modèle classique de responsabilité en gouvernance d'entreprise.....54
Figure 9: Évolution de la structure de l'actionnariat des grandes sociétés cotées au sein de l'Union Européenne 59
Figure 10: La chaîne d'intermédiation actionnariale 66
Figure 11: Évolution des actions sous gestion dans le monde de 2002 à 2016 67
Figure 12: La chaîne d'intermédiation du vote actionnarial.....74

Figure 13: Deux figures de l'actionnariat industrialisé, le gérant passif et le gérant alternatif 77
Figure 14: Chaîne d'intermédiation actionnariale et ses risques de conflits d'intérêts.....79
Figure 15: Figures contemporaines de l'industrialisation de l'actionnariat et pratiques de la gouvernance d'entreprise.....82
Figure 16: L'influence des gérants d'actifs sur les entreprises et le modèle de la gouvernance d'entreprise 83
Figure 17: L'industrialisation de l'actionnariat et le modèle de la gouvernance d'entreprise : de nouvelles questions de recherche 84
Figure 18: Locus d'analyse de la Partie II, La gouvernance de l'actionnariat industrialisé.....88
Figure 19: Le poids des différentes stratégies ISR en Europe.....93
Figure 20: Locus d'analyse de la responsabilisation des gérants d'actifs dans le modèle de responsabilité en gouvernance d'entreprise 103
Figure 21: La gouvernance actionnariale selon le UK Stewardship Code et la Directive européenne : une gouvernance des parties prenantes de la chaîne actionnariale 116
Figure 22: Représentation de la fonction de gestion.....132
Figure 23: La variation de la valeur des potentiels 133
Figure 24: La prise en compte des capacités d'action de l'actionnaires sur l'entreprise dans le modèle (φ, P, G) : la fonction composée A o G 134
Figure 25: L'actionnaire industrialisé « irresponsable » : l'agent de ses actionnaires.....138
Figure 26: La figure du « trustee », un régime de responsabilité minimale de l'actionnaire industrialisé.....139
Figure 27: La responsabilité horizontale de l'actionnaire industrialisé, une responsabilité du gérant d'actifs envers ses co-associés 140
Figure 28: Le gérant d'actifs « steward », une figure de responsabilité double de l'actionnaire 141
Figure 29: La figure de l'actionnaire industrialisé « militant » 145
Figure 30: La responsabilité descendante du gérant d'actifs.....145
Figure 31: Un modèle unifié des responsabilités de l'actionnaire industrialisé 150
Figure 32: La superposition du modèle d'action des actionnaires industrialisés et de leur modèle de responsabilité : des pratiques de « responsabilité » à définir 151
Figure 33: Locus d'analyse de la Partie III : le modèle d'action de la figure manquante de l'actionnaire responsable envers l'entreprise.....154
Figure 34: Extrait de la politique de vote 2015 de BlackRock 171
Figure 35: Extrait de la politique de vote 2015 de Mirova.....172
Figure 36: Les politiques de vote : une densification du vote et un renforcement des capacités d'action sur l'entreprise des actionnaires industrialisés 189
Figure 37: Les politiques de vote dans la gouvernance d'entreprise 190
Figure 38: La politique de vote steward : des responsabilités « limitées » de l'actionnaire industrialisé.....191
Figure 39: La politique de vote Mirova : pour une « gestion responsable » de l'entreprise ..200
Figure 40: La politique de vote de Mirova : les moyens d'action d'une politique de vote d'actionnaire industrialisé.....201
Figure 41: La figure de l'actionnaire « custodian » : une responsabilité envers les potentiels mobilisés par la gestion de l'entreprise 203
Figure 42: La transformation fondamentale de l'investisseur : une limite à l'espace d'action de l'actionnaire 210
Figure 43: La structure de la rémunération des dirigeants d'entreprise aux Etats-Unis de 1936-2005 223
Figure 44: La « juste » rémunération dans les débats en gouvernance d'entreprise.....228

Figure 45: Les propositions d'encadrement de la rémunération dans les débats en gouvernance d'entreprise 229
Figure 46: Existe-t-il un marché des dirigeants ? Une comparaison des dirigeants CAC40 et des joueurs du FC BarceloneI 231
Figure 47: Une nouvelle option : la rémunération comme mandat de gestion responsable ... 237
Figure 48: La rémunération des dirigeants : un mandat de gestion « équitable » 238
Figure 49: Les différentes formes de l'engagement actionnarial 246
Figure 50: Le modèle de responsabilité de l'engagement responsable de l'actionnaire industrialisé : un principe d'équilibre et de non-détermination 247
Figure 51: Typologie complétée des figures de responsabilité de l'actionnaire industrialisée 256
Figure 52: Exemple stylisé de politique de vote d'actionnaire « équilibrée » 262
Figure 53: Exemple stylisé d'une politique de vote d'actionnaire « déséquilibrée » au profit de responsabilités trustee et militant de l'actionnaire 263
Figure 54: Quel rôle pour les proxy advisors dans la gouvernance de l'actionnariat ? 265
Figure 55: Quel rôle pour les administrateurs et les dirigeants dans la gouvernance de l'actionnariat ? 266

Références

ACQUIER A., AGGERI F., 2008, « Une généalogie de la pensée managériale sur la RSE », *Revue Française de Gestion*, *1*, 180, p. 131-157.

AFG, 2017, « Exercice des droits de vote par les sociétés de gestion en 2016 ».

AFTERMAN A.B., 1969, « Statutory Protection for Oppressed Minority Shareholders: A Model for Reform », *Virginia Law Review*, p. 1043-1077.

AGARWAL V., JIANG W., TANG Y., YANG B., 2013, « Uncovering hedge fund skill from the portfolio holdings they hide », *The Journal of Finance*, *68*, 2, p. 739-783.

AGGARWAL R.K., SAMWICK A.A., 1999, « Executive compensation, strategic competition, and relative performance evaluation: Theory and evidence », *The Journal of Finance*, *54*, 6.

AGLE B.R., MITCHELL R.K., SONNENFELD J.A., 1999, « Who matters to CEOs? An investigation of stakeholder attributes and salience, corpate performance, and CEO values », *Academy of Management Journal*, *42*, 5, p. 507-525.

AGOGUÉ M., KAZAKÇI A., HATCHUEL A., LE MASSON P., WEIL B., POIREL N., CASSOTTI M., 2014, « The impact of type of examples on originality: Explaining fixation and stimulation effects », *The Journal of Creative Behavior*, *48*, 1, p. 1-12.

AGUILERA R. V, FILATOTCHEV I., GOSPEL H., JACKSON G., 2008, « An organizational approach to comparative corporate governance: Costs, contingencies, and complementarities », *Organization Science*, *19*, 3, p. 475-492.

AGUILERA R. V, JACKSON G., 2003, « The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants », *Academy of Management Review*, *28*, 3, p. 447-465.

AKINS B.K., NG J., VERDI R.S., 2011, « Investor competition over information and the pricing of information asymmetry », *The Accounting Review*, *87*, 1, p. 35-58.

ALCHIAN A.A., DEMSETZ H., 1972, « Production, information costs, and economic organization », *The American Economic Review*, *62*, 5, p. 777-795.

ALEXANDER C.R., CHEN M.A., SEPPI D.J., SPATT C.S., 2009, « The role of advisory services in proxy voting », National Bureau of Economic Research.

ALMEIDA L., 2015, « Rémunération des dirigeants et nature de l'actionnariat: pratiques et évolutions dans les grandes entreprises françaises », thèse de doctorat, Paris X.

AMIN G.S., KAT H.M., 2003, « Hedge fund performance 1990–2000: Do the "money machines" really add value? », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, *38*, 2, p. 251-274.

AMUNDI, 2016, « Engagement Report ».

AMUNDI, 2017, « Voting Policy ».

ANABTAWI I., STOUT L., 2008, « Fiduciary duties for activist shareholders », *Stanford Law Review*, *60*, p. 1255-1308.

ARJALIÈS D.-L., 2010, « A social movement perspective on finance: How socially responsible investment mattered », *Journal of Business Ethics*, *92*, 1, p. 57-78.

ARMOUR J., DEAKIN S., KONZELMANN S.J., 2003, « Shareholder primacy and the trajectory of UK corporate governance », *British Journal of Industrial Relations*, *41*, 3, p. 531-555.

ARSHT S.S., 1979, « The business judgment rule revisited », *Hofstra L. Rev.*, *8*, p. 93.

AUVRAY T., DALLERY T., RIGOT S., 2016, *L'entreprise liquidée: la finance contre l'investissement*, Michalon, Paris.

BAINBRIDGE S.M., 2002, « Director primacy: The means and ends of corporate governance », *Nw. UL Rev.*, *97*, p. 547.

BAINBRIDGE S.M., 2004, « The business judgment rule as abstention doctrine », *Vand. L. Rev.*, *57*, p. 83.

BAKER G.P., JENSEN M.C., MURPHY K.J., 1988, « Compensation and incentives: Practice vs. theory », *The journal of Finance*, *43*, 3, p. 593-616.

BALKIN D.B., MARKMAN G.D., GOMEZ-MEJIA L.R., 2000, « Is CEO pay in High-Technology Firms Related to Innovation? », *Academy of Management Journal*, *43*, 6, p. 1118-1129.

BANGE M.M., BONDT W.F.M. DE, 1998, « R&D budgets and corporate earnings targets », *Journal of Corporate Finance*, *4*, 2, p. 153-184.

BARRIS L.J., 1992, « Overcompensation Problem: A Collective Approach to Controlling Executive Pay, The », *Ind. LJ*, *68*, p. 59.

BEBCHUK L.A., 2007, « The myth of the shareholder franchise », *Virginia Law Review*, p. 675-732.

BEBCHUK L.A., 2013, « The myth that insulating boards serves long-term value », *Colum. L. Rev.*, *113*, 6, p. 1637.

BEBCHUK L.A., 2005, « The case for increasing shareholder power », *Harvard Law Review*, p. 833-914.

BEBCHUK L.A., FRIED J.M., 2003, « Executive Compensation as an Agency Problem », *Journal of Economic Perspectives*, *17*, 3, p. 71-92.

BEBCHUK L., FRIED J.M., WALKER D.I., 2002, « Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation », *University of Chicago Law Review*, *69*, 3, p. 751-846.

BEJEAN M., 2008, « Le management des entreprises à prestations artistiques: activités de conception, régimes de signification et potentiel de croissance », thèse de doctorat, Mines ParisTech.

BELINFANTINI T.C., 2009, « The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control », *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, *14*, 2, p. 384-439.

BELINGA R., SEGRESTIN B., 2018, « Un contrat de société sans contrat d'investissement? Les interrogations des actionnaires minoritaires sur le droit des sociétés: Dialogue avec Colette Neuville », *Gérer & Comprendre*, *132*, 2, p. 33-40.

BERLE A.A., MEANS G.G.C., 1932, *The modern corporation and private property*, New Brunswick, reprint Transaction publishers 1991.

BERLE JR A.A., 1931, « For whom corporate managers are trustees: a note », *Harv. L. Rev.*, *45*, p. 1365.

BERRONE P., GOMEZ-MEJIA L.R., 2009, « Environmental performance and executive compensation: An integrated agency-institutional perspective », *Academy of Management Journal*, *52*, 1, p. 103-126.

BERTRAND M., MULLAINATHAN S., 2001, « Are CEOs rewarded for luck? The ones without principals are », *Quarterly Journal of Economics*, p. 901-932.

BIRKMOSE H.S., 2018, « Forcing Shareholder Engagement: Theoretical Underpinning and Political Ambitions », *European Business Law Review*, *29*, 4, p. 613-642.

BIRKMOSE H.S., 2014, « European challenges for institutional investor engagement–Is mandatory disclosure the way forward », *European Company and Financial Law Review*, *11*, 2,

p. 214-257.
BIZJAK J.M., LEMMON M.L., NAVEEN L., 2008, « Does the use of peer groups contribute to higher pay and less efficient compensation? », *Journal of Financial Economics*, *90*, 2, p. 152-168.
BLACK B.S., 1990, « Shareholder passivity reexamined », *Michigan Law Review*, *89*, 3, p. 520-608.
BLACK B.S., 1991, « Agents watching agents: The promise of institutional investor voice », *UClA l. reV.*, *39*, p. 811.
BLACKROCK, 2017a, « BlackRock Worldwide Leader in Asset and Risk Management ».
BLACKROCK, 2017b, « Investment Stewardship Report: 2017 Voting and Engagement Report ».
BLAIR M.M., 2003, « Locking in capital: What corporate law achieved for business organizers in the nineteenth century », *UClA l. reV.*, *51*, p. 387.
BLAIR M.M., STOUT L.A., 1999, « A team production theory of corporate law », *Virginia Law Review*, p. 247-328.
BLUMBERG P.I., 1985, « Limited liability and corporate groups », *J. Corp. L.*, *11*, p. 573.
BOATRIGHT J.R., 1994, « Fiduciary Duties and the Shareholder-Management Relationship, Or , What's so Special about Shareholders? », *Business Ethics Quarterly*, *4*, 4, p. 393-407.
BÖCKLI P., DAVIES P., FERRAN E., FERRARINI G., GARRIDO GARCIA J., HOPT K., PIETRANCOSTA A., ROTH M., SKOG R., SOLTYSINSKI S., 2015, « Shareholder engagement and identification »,.
BOSTON CONSULTING GROUP, 2017, « Global Asset Management 2017: The Innovator's Advantage ».
BOWEN G.A., 2009, « Document analysis as a qualitative research method », *Qualitative research journal*, *9*, 2, p. 27-40.
BRATTON W.W., 2003, « Shareholder value and auditor independence », *Duke LJ*, *53*, p. 439.
BRATTON W.W., WACHTER M.L., 2010, « The case against shareholder empowerment », *University of Pennsylvania Law Review*, *158*, 3, p. 653-728.
BRAV A., JIANG W., PARTNOY F., THOMAS R., 2008, « Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance », *The Journal of Finance*, *63*, 4, p. 1729-1775.
BRICKLEY J.A., COLES J.L., TERRY R.L., 1994, « Outside directors and the adoption of poison pills », *Journal of financial Economics*, *35*, 3, p. 371-390.
BRIDOUX F., STOELHORST J.W., 2016, « Stakeholder relationships and social welfare: A behavioral theory of contributions to joint value creation », *Academy of Management Review*, *41*, 2, p. 229-251.
BRIS D. LE, GOETZMANN W.N., POUGET S., 2015, « The Development of Corporate Governance in Toulouse: 1372-1946 », 21335, Cambridge, United States, National Bureau of Economic Research.
BRUNSSON N., JACOBSSON B., 2000, *A world of standards*, Oxford University Press.
BURKE L., LOGSDON J.M., 1996, « How corporate social responsibility pays off », *Long range planning*, *29*, 4, p. 495-502.
BUSHEE B.J., 1998, « The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior », *Accounting review*, p. 305-333.
BUSHEE B.J., 2001, « Do institutional investors prefer near-term earnings over long-run value? », *Contemporary Accounting Research*, *18*, 2, p. 207-246.
BUSHEE B.J., MILLER G.S., 2012, « Investor relations, firm visibility, and investor following »,

The Accounting Review, *87*, 3, p. 867-897.

CABALLERO R.J., HAMMOUR M.L., 1996, « The" Fundamental Transformation" in Macroeconomics », *The American Economic Review*, *86*, 2, p. 181-186.

CALLEN J.L., FANG X., 2013, « Institutional investor stability and crash risk: Monitoring versus short-termism? », *Journal of Banking & Finance*, *37*, 8, p. 3047-3063.

CAMPBELL C.J., GILLAN S.L., NIDEN C.M., 1999, « Current perspectives on shareholder proposals: Lessons from the 1997 proxy season », *Financial Management*, p. 89-98.

CARLETON W.T., NELSON J.M., WEISBACH M.S., 1998, « The influence of institutions on corporate governance through private negotiations: Evidence from TIAA-CREF », *The Journal of Finance*, *53*, 4, p. 1335-1362.

CARSON R.M., 1942, « Current Phases of Derivative Actions Against Directors », *Michigan Law Review*, *40*, 8, p. 1125-1160.

CHANDLER A.D., HIKINO T., CHANDLER A.D., 2009, *Scale and scope: The dynamics of industrial capitalism*, Harvard University Press.

CHARREAUX G., 2002, « L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives », *Revue française de gestion*, 5, p. 77-107.

CHEFFINS B., BANK S., 2009, « Is Berle and Means really a myth? », *Business History Review*, *83*, 3, p. 443-474.

CHEFFINS B.R., 2010, « The Stewardship Code's Achilles' Heel », *The Modern Law Review*, *73*, 6, p. 1004-1025.

CHIU H.H., OXELHEIM L., WIHLBORG C., ZHANG J., 2016, « Macroeconomic Fluctuations as Sources of Luck in CEO Compensation », *Journal of Business Ethics*, *136*, 2, p. 371-384.

CHIU I.H.Y., 2011, « Institutional Shareholders as Stewards: Toward a new conception of corporate governance », *Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.*, *6*, p. 387.

CHOI S.J., FISCH J.E., KAHAN M., 2010, « The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality? », *Emory Law Journal*, *59*, 4, p. 869-918.

CHUNG H., TALAULICAR T., 2010, « Forms and effects of shareholder activism », *Corporate Governance: An International Review*, *18*, 4, p. 253-257.

CHUNG R., FIRTH M., KIM J.-B., 2002, « Institutional monitoring and opportunistic earnings management », *Journal of corporate finance*, *8*, 1, p. 29-48.

CLARK G.L., HEBB T., 2004, « Pension Fund Corporate Engagement: The Fifth Stage of Capitalism », *Industrial Relations*, *59*, 1, p. 142-171.

CLARK R.C., 1980, « The four stages of capitalism: reflections on investment management treatises », *Harv. L. Rev.*, *94*, p. 561.

CLEMENT P., 1863, « Edit de Louis XIV (roi de France) portant établissement d'une compagnie de commerce pour le Nord, daté du juin 1669, à Saint-Germain-en-Laye », dans *Lettres, instructions et mémoires de Colbert*, Persée-Portail des revues scientifiques en SHS, p. 800-802.

COASE R.H., 1937, « The nature of the firm », *Economica*, *4*, 16, p. 386-405.

COFFEE J.C., 1991, « Liquidity versus control: The institutional investor as corporate monitor », *Columbia law review*, *91*, 6, p. 1277-1368.

CONNELLY B.L., TIHANYI L., CERTO S.T., HITT M.A., 2010, « Marching to the beat of different drummers: The influence of institutional owners on competitive actions », *Academy of*

Management Journal, *53*, 4, p. 723-742.

CONYON M.J., FERNANDES N., FERREIRA M.A., MATOS P., MURPHY K.J., 2014, « The Executive Compensation Controversy: A Transatlantic Analysis », *Corporate Governance: An International Review*, *33*, 3, p. 201-224.

CONYON M.J., MURPHY K.J., 2000, « The prince and the pauper? CEO pay in the United States and United Kingdom », *Economic Journal*, *110*, p. 640-671.

COTTRELL P.L., 2013, *Industrial finance, 1830-1914: the finance and organization of English manufacturing industry*, Routledge.

CRANENBURGH K. VAN, ARENAS D., GOODMAN J., LOUCHE C., 2014, « Religious organisations as investors: a Christian perspective on shareholder engagement », *Society and Business Review*, *9*, 2, p. 195-213.

CROUZET F., 1995, « Les dynasties d'entrepreneurs en France et en Grande-Bretagne », *Entreprises et histoire*, *9*, p. 25-42.

CUOMO F., MALLIN C., ZATTONI A., 2016, « Corporate governance codes: A review and research agenda », *Corporate governance: an international review*, *24*, 3, p. 222-241.

CZIRAKI P., RENNEBOOG L., SZILAGYI P.G., 2010, « Shareholder activism through proxy proposals: The European perspective », *European Financial Management*, *16*, 5, p. 738-777.

DAHYA J., MCCONNELL J.J., 2007, « Board composition, corporate performance, and the Cadbury committee recommendation », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, *42*, 3, p. 535-564.

DAILY C.M., DALTON D.R., CANNELLA A.A., 2003, « Corporate governance: Decades of dialogue and data », *Academy of management review*, *28*, 3, p. 371-382.

DALLAS L.L., 2001, « The new managerialism and diversity on corporate boards of directors », *Tul. L. Rev.*, *76*, p. 1363.

DALLAS L.L., 2011, « Short-termism, the financial crisis, and corporate governance », *J. Corp. L.*, *37*, p. 265.

DATTA S., ISKANDAR-DATTA M., RAMAN K., 2001, « Executive Compensation and Corporate Acquisition Decisions », *The Journal of Finance*, *56*, 6, p. 2299-2336.

DAUDIGEOS T., VALIORGUE B., 2010a, « Les liens incertains entre RSE et création de valeur marchande », *Revue Française de Gestion*, 4, p. 25-39.

DAUDIGEOS T., VALIORGUE B., 2010b, « L es limites du traitement marchand de la Responsabilité sociale de l'entreprise », *Revue Française de Socio-économie*, 2, p. 65-86.

DAVID A., 1999, « Logique, épistémologie et méthodologie en sciences de gestion », *Conférence de l'AIMS*, p. 1-23.

DAVID A., HATCHUEL A., LAUFER R., 2012, *Les nouvelles fondations des sciences de gestion: éléments d'épistémologie de la recherche en management*, Presse des Mines, Paris.

DAVID P., BLOOM M., HILLMAN A.J., 2007, « Investor activism, managerial responsiveness, and corporate social performance », *Strategic Management Journal*, *28*, 1, p. 91-100.

DAVIS G.F., 2008, « A new finance capitalism? Mutual funds and ownership re-concentration in the United States », *European Management Review*, *5*, 1, p. 11-21.

DAVIS G.F., KIM E.H., 2007, « Business ties and proxy voting by mutual funds », *Journal of Financial Economics*, *85*, 2, p. 552-570.

DAVIS J.H., SCHOORMAN F.D., DONALDSON L., 1997, « Toward a stewardship theory of

management », *Academy of Management review*, *22*, 1, p. 20-47.

DAVIS S.M., LUKOMNIK J., PITT-WATSON D., 2009, « Active shareowner stewardship: A new paradigm for capitalism », *Rotman International Journal of Pension Management*, *2*, 2.

DAVYDOFF D., FANO D., QIN L., 2013, « Who owns the European Economy? Evolution of the Ownership of EU-listed Companies Between 1970 and 2012 », *A Report for the European Commission and the Financial Services User Group*, p. 40.

DÉJEAN F., GOND J.-P., LECA B., 2004, « Measuring the unmeasured: An institutional entrepreneur strategy in an emerging industry », *Human relations*, *57*, 6, p. 741-764.

DENT JR G.W., 2010, « The Essential Unity of Shareholders and the Myth of Investor Short-Termism », *Delaware Journal of Corporate Law*, *35*, 1, p. 97.

DHIR A.A., 2006, « Realigning the corporate building blocks: Shareholder proposals as a vehicle for achieving corporate social and human rights accountability », *American Business Law Journal*, *43*, 2, p. 365-412.

DHIR A.A., 2012, « Shareholder engagement in the embedded business corporation: Investment activism, human rights, and TWAIL discourse », *Business Ethics Quarterly*, *22*, 1, p. 99-118.

DITTMANN I., MAUG E., ZHANG D., 2011, « Restricting CEO pay », *Journal of Corporate Finance*, *17*,4, p. 1200-1220.

DODD JR E.M., 1931, « For whom are corporate managers trustees », *Harv. L. Rev.*, *45*, p. 1145.

DODD P., WARNER J.B., 1983, « On corporate governance: A study of proxy contests », *Journal of financial Economics*, *11*, 1-4, p. 401-438.

DOH J.P., GUAY T.R., 2006, « Corporate social responsibility, public policy, and NGO activism in Europe and the United States: an institutional-stakeholder perspective », *Journal of Management Studies*, *43*, 1, p. 47-73.

DONALDSON L., DAVIS J.H., 1991, « Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns », *Australian Journal of Management*, *16*, 1, p. 49-64.

DONALDSON T., PRESTON L.E., 1995, « The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications », *Academy of Management Review*, *20*, 1, p. 65-91.

DORE R., LAZONICK W., O'SULLIVAN M., 1999, « Varieties of capitalism in the twentieth century », *Oxford Review of Economic Policy*, *15*, 4, p. 102-120.

EASTERBROOK F.H., FISCHEL D.R., 1985, « Limited liability and the corporation », *The University of Chicago Law Review*, *52*, 1, p. 89-117.

EFAMA, 2017, « Asset Management in Europe ».

EISENHARDT K.M., 1989, « Agency theory: An assessment and review », *Academy of Management Review*, *14*, 1, p. 57-74.

ERTIMUR Y., FERRI F., MUSLU V., 2011, « Shareholder activism and CEO pay », *Review of Financial Studies*, *24*, 2, p. 535-592.

ERTIMUR Y., FERRI F., OESCH D., 2013, « Shareholder votes and proxy advisors: Evidence from say on pay », *Journal of Accounting Research*, *51*, 5, p. 951-996.

ESMA, 2017, « Report on shareholder identification and communication systems ».

EUROSIF, 2016, « European SRI Study ».

FAMA E.F., JENSEN M.C., 1983a, « Separation of ownership and control », *The journal of law and Economics*, *26*, 2, p. 301-325.

FAMA E.F., JENSEN M.C., 1983b, « Agency problems and residual claims », *The Journal of Law*

and Economics, *26*, 2, p. 327-349.
FAVEREAU O., 2016, « L'impact de la financiarisation de l'économie sur les entreprises et plus particulièrement sur les relations de travail ».
FAVEREAU O., 2018, « La codétermination, une autre idée de l'Europe », *Confrontations Europe: la revue*, 120, p. 8.
FAVEREAU O., DUVAL G., 2018, « Plaidoyer pour la codétermination », *Alternatives économiques*, 3, p. 15.
FENWICK M., VERMEULEN E.P.M., 2018, « Institutional Investor Engagement: How to Create a'Stewardship Culture' »,.
FERRI F., MABER D.A., 2013, « Say on pay votes and CEO compensation: Evidence from the UK », *Review of Finance*, *17*, 2, p. 527-563.
FIMBEL E., KARYOTIS C., 2011, « La titrisation: dispositif emblématique de la financiarisation irresponsable et facteur de risques sociétaux inédits », *Management & Avenir*, 8, p. 289-308.
FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION, 2011, « The Financial Crisis Inquiry Report : Final report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States », United States.
FINANCIAL REPORTING COUNCIL, 2012, « The UK stewardship code », United Kingdom.
FINNEMORE M., SIKKINK K., 1998, « International norm dynamics and political change », *International organization*, *52*, 4, p. 887-917.
FISCH J.E., 2005, « Measuring efficiency in corporate law: The role of shareholder primacy », *J. Corp. l.*, *31*, p. 637.
FISS P.C., ZAJAC E.J., 2004, « The diffusion of ideas over contested terrain: The (non) adoption of a shareholder value orientation among German firms », *Administrative Science Quarterly*, *49*, 4, p. 501-534.
FLINIAUX A., 1928, « La responsabilité de la custodia en droit romain », *Revue historique de droit français et étranger (1922-), 7*, 4, p. 111-116.
FORBES K.F., 1986, « Limited liability and the development of the business corporation », *JL Econ. & Org.*, *2*, p. 163.
FRANKS J., MAYER C., 1997, « Corporate ownership and control in the UK, Germany, and France », *Journal of Applied Corporate Finance*, *9*, 4, p. 30-45.
FREEDEMAN C.E., 1979, *Joint-stock enterprise in France, 1807-1867: from privileged company to modern corporation*, University of North Carolina Press.
FREEMAN R.E., REED D.L., 1983a, « Stockholders and shareholders: a new perspective on corporate governance », *California Management Review*, *25*, 3, p. 88-106.
FREEMAN R.E., 1984, *Strategic management: A stakeholder approach*, Cambridge, Cambridge University Press (reprint 2010).
FREEMAN R.E., REED D.L., 1983b, « Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance », *California management review*, *25*, 3, p. 88-106.
FREEMAN R.E., WICKS A.C., PARMAR B., 2004, « Stakeholder theory and "the corporate objective revisited" », *Organization science*, *15*, 3, p. 364-369.
FRIEDMAN M., 1970, « The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits »,.
FRYDMAN C., SAKS R.E., 2010, « Executive compensation: A new view from a long-term perspective, 1936-2005 », *Review of Financial Studies*, *23*, 5, p. 2099-2138.
GABAIX X., LANDIER A., 2008, « Why Has CEO Pay Increased So Much? », *Quarterly Journal of*

Economics, *123*, 1, p. 49-100.

GAO M., HUANG J., 2016, « Capitalizing on Capitol Hill: Informed trading by hedge fund managers », *Journal of Financial Economics*, *121*, 3, p. 521-545.

GARVEY G.T., MILBOURN T.T., 2006, « Asymmetric benchmarking in compensation: Executives are rewarded for good luck but not penalized for bad », *Journal of Financial Economics*, *82*, 1, p. 197-225.

GIFFORD E.J.M., 2010, « Effective shareholder engagement: The factors that contribute to shareholder salience », *Journal of Business Ethics*, *92*, 1, p. 79-97.

GILLAN S.L., 2006, « Recent developments in corporate governance: An overview »,.

GILLAN S.L., STARKS L.T., 2000, « Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors », *Journal of Financial Economics*, *57*, 2, p. 275-305.

GILLAN S.L., STARKS L.T., 2003, « Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective », *Journal of Applied Finance*, *13*, 2, p. 4.

GILLAN S.L., STARKS L.T., 2007, « The evolution of shareholder activism in the United States », *Journal of Applied Corporate Finance*, *19*, 1, p. 55-73.

GILSON R.J., GORDON J.N., 2013, « The agency costs of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights », *Columbia Law Review*, *113*, 4, p. 863-927.

GOMEZ P.-Y., 2009, « La gouvernance actionnariale et financière », *Revue Française de Gestion*, 8, p. 369-391.

GOMEZ P.-Y., KORINE H., 2009, *L'entreprise dans la démocratie: une théorie politique du gouvernement des entreprises*, Paris, De Boeck.

GOND J.-P., BOXENBAUM E., 2013, « The glocalization of responsible investment: Contextualization work in France and Quebec », *Journal of Business Ethics*, *115*, 4, p. 707-721.

GOND J.-P., PIANI V., 2013, « Enabling institutional investors' collective action: The role of the principles for responsible investment initiative », *Business & Society*, *52*, 1, p. 64-104.

GOODMAN J., ARENAS D., 2015, « Engaging ethically: A discourse ethics perspective on social shareholder engagement », *Business Ethics Quarterly*, *25*, 2, p. 163-189.

GOODMAN J., LOUCHE C., CRANENBURGH K.C. VAN, ARENAS D., 2014, « Social shareholder engagement: The dynamics of voice and exit », *Journal of Business Ethics*, *125*, 2, p. 193-210.

GOPALAN S., 2007, « Shame sanctions and excessive CEO pay », *Del. J. Corp. L.*, *32*, p. 757.

GORANOVA M., RYAN L.V., 2014, « Shareholder activism: A multidisciplinary review », *Journal of Management*, *40*, 5, p. 1230-1268.

GORDON J.N., 2006, « The rise of independent directors in the United States, 1950-2005: Of shareholder value and stock market prices », *Stan. L. Rev.*, *59*, p. 1465.

GORDON J.N., 2009, « Say on pay: Cautionary notes on the UK experience and the case for shareholder opt-in », *Harv. J. on Legis.*, *46*, p. 323.

GRAVES S.B., WADDOCK S.A., 1990, « Institutional ownership and control: Implications for long-term corporate strategy », *The Executive*, *4*, 1, p. 75-83.

GRAVES S.B., WADDOCK S., REHBEIN K., 2001, « Fad and fashion in shareholder activism: The landscape of shareholder resolutions, 1988–1998 », *Business and Society Review*, *106*, 4, p. 293-314.

GRIFFIN J.M., XU J., 2009, « How smart are the smart guys? A unique view from hedge fund stock holdings », *The Review of Financial Studies*, *22*, 7, p. 2531-2570.

GSIA, 2016, « Global Sustainable Investment Review ».

GUERCIO D. DEL, SEERY L., WOIDTKE T., 2008, « Do boards pay attention when institutional investor activists "just vote no"? », *Journal of Financial Economics*, *90*, 1, p. 84-103.

GURREA-MARTÍNEZ A., 2018, « Re-examining the law and economics of the business judgment rule: notes for its implementation in non-US jurisdictions », *Journal of Corporate Law Studies*, p. 1-22.

HABERMAS J., 1987, *Théorie de l'agir communicationnel, tome 1: Rationnalité de l'action et rationnalisation sa la société*, Fayard, Paris, trad. Jean Ferry.

HABERMAS J., 1997, *Droit et démocratie: Entre faits et normes*, trad. Christian Bouchindhomme et Rainer Rochlitz, Paris, Gallimard.

HABERMAS J., 2013, *De l'éthique de la dicussion*, trad. Mark Hunyadi, Paris, Flammarion.

HAIGH M., HAZELTON J., 2004, « Financial markets: a tool for social responsibility? », *Journal of Business Ethics*, *52*, 1, p. 59-71.

HALL B.J., MURPHY K.J., 2003, « The Trouble with Stock Options », *Journal of Economic Perspectives*, *17*, 3, p. 49-70.

HANSEN G.S., HILL C.W.L., 1991, « Are institutional investors myopic? A time-series study of four technology-driven industries », *Strategic management journal*, *12*, 1, p. 1-16.

HANSMANN H., KRAAKMAN R., 2001, *The end of history for corporate law*, 439-468 p.

HANSMANN H., KRAAKMAN R., 1991, « Toward unlimited shareholder liability for corporate torts », *Yale Law Journal*, p. 1879-1934.

HANSMANN H., KRAAKMAN R., SQUIRE R., 2005, « Law and the Rise of the Firm », *Harv. L. Rev.*, *119*, p. 1335.

HARMES A., 2002, « The trouble with hedge funds », *Review of Policy Research*, *19*, 1, p. 156-176.

HARPER HO V.E., 2010, « "Enlightened Shareholder Value": Corporate Governance Beyond the Shareholder-Stakeholder Divide », *Journal of Corporation Law*, *36*, 1, p. 59.

HARRISON J.S., BOSSE D.A., PHILLIPS R.A., 2010, « Managing for stakeholders, stakeholder utility functions, and competitive advantage », *Strategic Management Journal*, *31*, 1, p. 58-74.

HARTZELL J.C., STARKS L.T., 2003, « Institutional investors and executive compensation », *The journal of finance*, *58*, 6, p. 2351-2374.

HATCHUEL A., 1998, « Comment penser l'action collective? Théorie des mythes rationnels », *L'action collective*, p. 177-202.

HATCHUEL A., 2016, « Henri Fayol et la théorie du chef d'entreprise: une nouvelle figure de l'autorité au tournant du XXème siècle », *Entreprises et Histoire*, *83*, 2, p. 108-120.

HATCHUEL A., DAVID A., 2007, « Collaborating for management research », dans *Handbook of collaborative management research*, Thousand Oaks, CA, Sage Publications.

HATCHUEL A., MASSON P. LE, WEIL B., 2011, « Teaching innovative design reasoning: How concept–knowledge theory can help overcome fixation effects », *AI EDAM*, *25*, 1, p. 77-92.

HATCHUEL A., MOLET H., 1986, « Rational modelling in understanding and aiding human decision-making: About two case studies », *European Journal of Operational Research*, *24*, 1, p. 178-186.

HATCHUEL A., QUERRIEN A., 2018, « L'entreprise à mission et ses partenaires », *Multitudes*, 3, p. 211-217.

HATCHUEL A., SEGRESTIN B., 2007, « La société contre l'entreprise? Vers une norme d'entreprise

à progrès collectif », *Droit et société*, 1, p. 27-40.

HATCHUEL A., SEGRESTIN B., 2016, « Penser autrement la rémunération des dirigeants », *Les Echos*, 15 juillet 2016.

HATCHUEL A., WEIL B., 1992, *L'expert et le système, suivi de quatre histoires de systèmes-experts*, Paris, Economica.

HAWLEY J.P., WILLIAMS A.T., 2002, « The universal owner's role in sustainable economic development », *Corporate Environmental Strategy*, *9*, 3, p. 284-291.

HAWLEY J., WILLIAMS A., 2000, « The emergence of universal owners: Some implications of institutional equity ownership », *Challenge*, *43*, 4, p. 43-61.

HAYWARD M.L.A., BOEKER W., 1998, « Power and conflicts of interest in professional firms: Evidence from investment banking », *Administrative Science Quarterly*, p. 1-22.

HEALY P.M., PALEPU K.G., 2001, « Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature », *Journal of accounting and economics*, *31*, 1, p. 405-440.

HEINEMAN JR B.W., DAVIS S., 2011, « Are institutional investors part of the problem or part of the solution », Yale School of Management and Millstein Center for Corporate Governance and Performance, http://www.shareholderforum.com/access/Library/2011930_Brookings-Yale.pdf

HERNANDEZ M., 2012, « Toward an understanding of the psychology of stewardship », *Academy of Management Review*, *37*, 2, p. 172-193.

HERON R.A., LIE E., 2006, « On the use of poison pills and defensive payouts by takeover targets », *The Journal of Business*, *79*, 4, p. 1783-1807.

HILL J., 2006, « Regulating Executive Remuneration: International Developments in the Post-Scandal Era », *European Company Law*, *3*, 2, p. 64-74.

HILL J.G., 2017, « Good Activist/Bad Activist: The Rise of International Stewardship Codes », *Seattle UL Rev.*, *41*, p. 497.

HOVENKAMP H., 1987, « The classical corporation in American legal thought », *Geo. Lj*, *76*, p. 1593.

HU H.T.C., BLACK B., 2007, « Hedge funds, insiders, and the decoupling of economic and voting ownership: Empty voting and hidden (morphable) ownership », *Journal of Corporate Finance*, *13*, 2, p. 343-367.

ILIEV P., LOWRY M., 2015, « Are mutual funds active voters? », *Review of Financial Studies*, *28*, 2, p. 446-485.

ILLIG R., 2007, « What Hedge Funds Can Teach Corporate America: A Roadmap for Achieving Institutional Investor Oversight », *American University Law Review*, *57*, 2, p. 225-340.

INGLEY C.B., WALT N.T. VAN DER, 2004, « Corporate governance, institutional investors and conflicts of interest », *Corporate Governance: An International Review*, *12*, 4, p. 534-551.

IRELAND P., 1999, « Company law and the myth of shareholder ownership », *The Modern Law Review*, *62*, 1, p. 32-57.

JACOBS J.B., 2011, « "Patient Capital": Can Delaware Corporate Law Help Revive It? », *Wash. & Lee L. Rev.*, *68*, p. 1645.

JENSEN M.C., MURPHY K.J., 1990a, « CEO Incentives — It ' s Not How Much You Pay , But How », *Harvard Business Review*, *May-June*, 3, p. 138-153.

JENSEN M.C., 2002, « Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function », *Business ethics quarterly*, *12*, 02, p. 235-256.

JENSEN M.C., 2010, « Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function », *Journal of applied corporate finance*, *22*, 1, p. 32-42.

JENSEN M.C., MECKLING W.H., 1976, « Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of financial economics*, *3*, 4, p. 305-360.

JENSEN M.C., MURPHY K.J., 2004, « Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them », *Harvard Business School NOM Research Paper\rECGI Working Paper Series in Finance*, *04*, 28, p. 1-105.

JENSEN M.C., MURPHY K.J., 1990b, « Performance Pay and Top-Management Incentives », *Journal of Political Economy*, *98*, 2, p. 225-264.

JOHNSON L., 2000, « The Modest Business Judgment Rule », *The Business Lawyer*, p. 625-652.

JOHNSTON A., MORROW P., 2014, « Commentary on the Shareholder Rights Directive », University of Oslo Faculty of Law Research Paper No. 2014-41; Nordic & European Company Law Working Paper No. 15-13, https://ssrn.com/abstract=2535274

JOHNSTON A., MORROW P., 2015, « Towards long-termism in corporate governance: the Shareholder Rights Directive and beyond », in Sirgut Vitols (ed.) *Long-term investment and the Sustainable Company: a stakeholder perspective*, vol. III, ETUI.

KAHAN M., ROCK E.B., 2007, « Hedge funds in corporate governance and corporate control », *University of Pennsylvania Law Review*, *155*, 5, p. 1021-1093.

KAHN R.N., LEMMON M., 2016, « The asset manager's dilemma: How smart beta is disrupting the investment management industry », *Financial Analysts Journal*, *72*, 1, p. 15-20.

KARMEL R.S., 2004, « Should a duty to the corporation be imposed on institutional shareholders », *Bus. Law*, *60*, 1, p. 1-21.

KARYOTIS C., 2010, « Rétrospective et perspective: six décennies de comptes courants de titres », *Revue d'Économie Financière*, p. 71-85.

KAY J., 2012, « The Kay review of UK equity markets and long-term decision making », *Final Report*, *112*.

KE B., PETRONI K., 2004, « How informed are actively trading institutional investors? Evidence from their trading behavior before a break in a string of consecutive earnings increases », *Journal of Accounting Research*, *42*, 5, p. 895-927.

KOCHHAR R., DAVID P., 1996, « Institutional investors and firm innovation: A test of competing hypotheses », *Strategic Management Journal*, p. 73-84.

KOSEV M., WILLIAMS T., 2011, « Exchange-traded funds », *RBA Bulletin, March*, p. 51-59.

KOTNIK P., SAKINÇ M.E., SLAVEC A., GUDURAŠ D., 2017, *Executive compensation in Europe: Realized gains from stock-based pay*, ISIGrowth.

LAN L.L., HERACLEOUS L., 2010, « Rethinking agency theory: The view from law », *Academy of Management Review*, *35*, 2, p. 294-314.

LANDON T.J., 2018, « BlackRock: The $6 Trillion Money Manager », *New York Times*, 2018.

LARCKER D.F., MCCALL A.L., ORMAZABAL G., 2015, « Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms », *The Journal of Law and Economics*, *58*, 1, p. 173-204.

LARCKER D., MCCALL A., ORMAZABAL G., TAYAN B., 2012, « Ten myths of'say on pay' », Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Closer Look Series: Topics, Issues and

Controversies in Corporate Governance No. CGRP-26.
LAZONICK W., 2014, « Profits without prosperity. », *Harvard Business Review*, *92*, 9, p. 46-55.
LAZONICK W., O'SULLIVAN M., 2000, « Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance », *Economy and Society*, *29*, 1, p. 13-35.
LAZONICK W., O'SULLIVAN M., 1997, « Finance and industrial development. Part I: the United States and the United Kingdom », *Financial History Review*, *4*, 1, p. 7-29.
LEE M.-D.P., LOUNSBURY M., 2011, « Domesticating radical rant and rage: An exploration of the consequences of environmental shareholder resolutions on corporate environmental performance », *Business & Society*, *50*, 1, p. 155-188.
LEE T.A., 2012, « 'A helpless class of shareholder': newspapers and the City of Glasgow Bank failure », *Accounting History Review*, *22*, 2, p. 143-159.
LESLIE M.B., 2005, « Trusting Trustees: Fiduciary Duties and the Limits of Default Rules », *Geo. Lj*, *94*, p. 67.
LEVILLAIN K., 2015, « Les entreprises à mission: Formes, modèle et implications d'un engagement collectif », thèse de doctorat, Mines ParisTech.
LIEBELER S.W., 1984, « A Proposal to Rescind the Shareholder Proposal Rule », *Ga. L. Rev.*, *18*, p. 425.
LIEDER J., FISCHER P., 2011, « The Say-on-Pay Movement - Evidence From a Comparative Perspective », *European Company & Financial Law Review*, *8*, 3, p. 376-421.
LINDENBERG S., FOSS N.J., 2011, « Managing joint production motivation: The role of goal framing and governance mechanisms », *Academy of Management Review*, *36*, 3, p. 500-525.
LOGSDON J.M., BUREN H.J. VAN, 2009, « Beyond the proxy vote: Dialogues between shareholder activists and corporations », *Journal of Business Ethics*, *87*, 1, p. 353-365.
LOUCHE C., ARENAS D., CRANENBURGH K.C. VAN, 2012, « From preaching to investing: Attitudes of religious organisations towards responsible investment », *Journal of Business Ethics*, *110*, 3, p. 301-320.
LOUCHE C., LYDENBERG S., 2006, « Investissement socialement responsable: différences entre Europe et États-Unis », *Revue d'Économie Financière*, p. 81-105.
MACKENZIE C., REES W., RODIONOVA T., 2013, « Do responsible investment indices improve corporate social responsibility? FTSE4Good's impact on environmental management », *Corporate Governance: An International Review*, *21*, 5, p. 495-512.
MACNEIL I., LI X., 2006, « "Comply or Explain": market discipline and non-compliance with the Combined Code », *Corporate Governance: An International Review*, *14*, 5, p. 486-496.
MARENS R., 2002, « Inventing corporate governance: The mid-century emergence of shareholder activism », *Journal of Business and Management*, *8*, 4, p. 365.
MARENS R., 2004, « Waiting for the North to rise: Revisiting Barber and Rifkin after a generation of union financial activism in the US », *Journal of Business Ethics*, *52*, 1, p. 109-123.
MARKHAM J.W., 2007, « Regulating Excessive Executive Compensation - Why Bother ? Regulating Excessive Executive Compensation- », *Journal of Business & Technology Law*, *2*, 2, p. 277-348.
MARKOWITZ H., 1952, « Portfolio selection », *The Journal of Finance*, *7*, 1, p. 77-91.
MARTIJN CREMERS K.J., GRINSTEIN Y., 2014, « Does the market for CEO talent explain controversial CEO pay practices? », *Review of Finance*, *18*, 3, p. 921-960.

MARTIN S., PARTNOY F., 2005, « Encumbered shares », *U. Ill. L. Rev.*, p. 775.

MASOUROS P.E., 2010, « Is the EU Taking Shareholder Rights Seriously: An Essay on the Impotence of Shareholdership in Corporate Europe », *Eur. Company L.*, *7*, p. 195.

MASSON P. LE, HATCHUEL A., WEIL B., 2016, « Design theory at Bauhaus: teaching "splitting" knowledge », *Research in Engineering Design*, *27*, 2, p. 91-115.

MASSOUD N., NANDY D., SAUNDERS A., SONG K., 2011, « Do hedge funds trade on private information? Evidence from syndicated lending and short-selling », *Journal of Financial Economics*, *99*, 3, p. 477-499.

MATSUSAKA J.G., OZBAS O., YI I., 2017, « Why Do Managers Fight Shareholder Proposals? Evidence from SEC No-Action Letter Decisions », working paper, University of Southern California.

MATSUSAKA J.G., OZBAS O., YI I., 2018, « Can Shareholder Proposals Hurt Shareholders? Evidence from SEC No-Action Letter Decisions », USC CLASS Research Paper No. CLASS17-4, Marshall School of Business Working Paper No. 17-7.

MCCAHERY J.A., SAUTNER Z., STARKS L.T., 2016, « Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors », *The Journal of Finance*, *71*, 6, p. 2905-2932.

MCLAREN D., 2004, « Global stakeholders: corporate accountability and investor engagement », *Corporate Governance: An International Review*, *12*, 2, p. 191-201.

MICHEAUX H., 2017, « Le retour du commun au cœur de l'action collective: le cas de la Responsabilité Élargie du Producteur comme processus de responsabilisation et de co-régulation », thèse de doctorat, Mines ParisTech

MILLER M.H., 1999, « The history of finance », *The Journal of Portfolio Management*, p. 95-101.

MITCHELL R.K., AGLE B.R., WOOD D.J., 1997, « Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts », *Academy of management review*, *22*, 4, p. 853-886.

MOISDON J.-C., 1997, *Du mode d'existence des outils de gestion*, Paris, Seli Arsla.

MONKS R.A.G., 2002, « Creating Value Through Corporate Governance », *Corporate Governance: An International Review*, *10*, 3, p. 116-123.

MORIN F., 1998, « La rupture du modèle français de détention et de gestion des capitaux », *Revue d'Économie Financière*, p. 111-132.

MORIN F., RIGAMONTI E., 2002, « Évolution et structure de l'actionnariat en France », *Revue Française de Gestion*, 5, p. 155-181.

MULLANE J.S., 2012, « Perfect Storms: Congressional Regulation of Executive Compensation », *Vill. L. Rev.*, *57*, p. 589.

MURPHY K.J., 1999, « Executive compensation », *Handbook of Labor Economics*, 3 Part, 2, Chapter 38, p. 2485-2563.

MURPHY K.J., 1997, « Executive compensation and the modern industrial revolution », *International Journal of Industrial Organization*, *15*, 4, p. 417-425.

MURPHY K.J., 2012, « The politics of pay: A legislative history of executive compensation », *Research handbook on executive pay*, p. 11-40.

MYERS M., 2011, « The Perils of Shareholder Voting on Executive Compensation », *Del. J. Corp. L.*, *36*, p. 417.

O'KELLY M., 1987, « Blessing the Tie that Binds: Preference for the Primary Caretaker as

Custodian », *NDL Rev.*, *63*, p. 481.
O'NEAL F.H., 1987, « Oppression of minority shareholders: protecting minority rights », *Clev. St. L. Rev.*, *35*, p. 121.
O'REILLY III C.A., MAIN B.G., CRYSTAL G.S., 1988, « CEO compensation as tournament and social comparison: A tale of two theories », *Administrative Science Quarterly*, p. 257-274.
O'ROURKE A., 2003, « A new politics of engagement: Shareholder activism for corporate social responsibility », *Business Strategy and the Environment*, *12*, 4, p. 227-239.
PARACHKEVOVA I., 2015, « Les obligations des fonds d'investissement au sein des sociétés cotées », *Revue des Sociétés*, Février, p. 75.
PARLEMENT EUROPÉEN 2017, « Directive 2017/828 of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017 amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement », L132/1-24, Union Européenne.
PARTNOY F., THOMAS R.S., 2006, « Gap filling, hedge funds, and financial innovation », Brookings-Nomura papers on financial services, Yasuki Fuchita, Robert E. Litan, eds., Brookings Institution Press, 2007, Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 06-21, San Diego Legal Studies Paper No. 07-72
PHILLIPS R., FREEMAN R.E., WICKS A.C., 2003, « What stakeholder theory is not », *Business Ethics Quarterly*, *13*, 4, p. 479-502.
PORTA R. LA, LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., VISHNY R.W., 1997, « Legal determinants of external finance », *Journal of Finance*, p. 1131-1150.
PORTA R. LA, LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., VISHNY R.W., 1998, « Law and finance », *Journal of political economy*, *106*, 6, p. 1113-1155.
PORTA R. LA, LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., 1999, « Corporate ownership around the world », *The Journal of Finance*, *54*, 2, p. 471-517.
PORTER M.E., KRAMER M.R., 2011, « Creating Shared Value », *Harvard Business Review*, *11*, p. 30.
POTERBA J.M., SHOVEN J.B., 2002, « Exchange-traded funds: A new investment option for taxable investors », *American Economic Review*, *92*, 2, p. 422-427.
POUND J., 1988, « Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight », *Journal of Financial Economics*, *20*, p. 237-265.
QUENNOUËLLE-CORRE L., 2012, « Des marchés efficients? Les bourses de New York et de Paris dans les années 1920 », *Entreprises et Histoire*, *67*, 2, p. 54-70.
RAO H., SIVAKUMAR K., 1999, « Institutional sources of boundary-spanning structures: The establishment of investor relations departments in the Fortune 500 industrials », *Organization Science*, *10*, 1, p. 27-42.
REED J.R., 1984, « A friend to mammon: speculation in Victorian literature », *Victorian Studies*, *27*, 2, p. 179-202.
RIPERT G., 1951, *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, Paris, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence.
ROACH L., 2011, « The UK Stewardship Code », *Journal of Corporate Law Studies*, *11*, 2, p. 463-493.
ROBAYE R., 1987, *L'obligation de garde: essai sur la responsabilité contractuelle en droit romain*, Bruxelles, Publications Fac. St Louis.
ROE M.J., 1993, « Some differences in corporate structure in Germany, Japan, and the United

States », *The Yale Law Journal*, *102*, 8, p. 1927-2003.

ROE M.J., 1996, *Strong managers, weak owners: The political roots of American corporate finance*, Princeton, Princeton University Press.

ROJAS M., M'ZALI B., TURCOTTE M., MERRIGAN P., 2009, « Bringing about changes to corporate social policy through shareholder activism: Filers, issues, targets, and success », *Business and Society Review*, *114*, 2, p. 217-252.

ROTHBERG B., MESA GRAZIANO C. DE, 2004, « Eyeing new investment fund rules: new SEC-driven rules react to market-timing and late trading practices, aiming to correct governance policies and address deficiencies », *Financial Executive*, *20*, 6, p. 66-69.

RUTTERFORD J., SOTIROPOULOS D.P., 2017, « The Rise of the Small Investor in the United States and United Kingdom, 1895 to 1970 », *Enterprise & Society*, *18*, 3, p. 485-535.

RYAN L.V., 2000, « Shareholders and the atom of property: Fission or fusion? », *Business & Society*, *39*, 1, p. 49-75.

RYAN L.V., SCHNEIDER M., 2003, « Institutional investor power and heterogeneity: Implications for agency and stakeholder theories », *Business & Society*, *42*, 4, p. 398-429.

RYAN P.J., 1988, « Rule 14a-8, institutional shareholder proposals, and corporate democracy », *Ga. L. Rev.*, *23*, p. 97.

RYNGAERT M., 1988, « The effect of poison pill securities on shareholder wealth », *Journal of Financial Economics*, *20*, p. 377-417.

SANDBERG J., 2013, « (Re-) interpreting fiduciary duty to justify socially responsible investment for pension funds? », *Corporate Governance: An International Review*, *21*, 5, p. 436-446.

SANDBERG J., JURAVLE C., HEDESSTRÖM T.M., HAMILTON I., 2009, « The heterogeneity of socially responsible investment », *Journal of Business Ethics*, *87*, 4, p. 519.

SANDERS W.G., 2001, « Behavioral responses of CEOs to stock ownership and stock option pay », *Academy of Management Journal*, *44*, 3, p. 477-492.

SCHUETH S., 2003, « Socially responsible investing in the United States », *Journal of business ethics*, *43*, 3, p. 189-194.

SEGRESTIN B., 2011, « Une nouvelle «Modern Corporation»: relecture gestionnaire de l'ouvrage de Berle & Means », *Annales des Mines-Gérer et comprendre*, *104*, 2, p. 95-100.

SEGRESTIN B., 2016, « Le tournant fayolien: des révolutions industrielles à la naissance de l'entreprise moderne », *Entreprises et histoire*, *83*, 2, p. 5-12.

SEGRESTIN B., 2018, « De l'objet social à la mission: une réinvention du cadre de responsabilité de l'entreprise », dans *La mission de l'entreprise responsable*, Paris, Presses des Mines, p. 155-171.

SEGRESTIN B., HATCHUEL A., 2011, « Beyond agency theory, a post-crisis view of corporate law », *British Journal of Management*, *22*, 3, p. 484-499.

SEGRESTIN B., HATCHUEL A., 2012, *Refonder l'entreprise*, Paris, Seuil.

SEGRESTIN B., HATCHUEL A., 2016, « Rémunération des dirigeants: il faut d'abord clarifier leur fonction », *La Tribune*, 2016.

SEGRESTIN B., JOHNSTON A., HATCHUEL A., 2018, « The incomplete separation of ownership and control: where are the managers in law? », *EURAM European Academy of Management*.

SEGRESTIN B., ROGER B., VERNAC S., 2014, *L'Entreprise, point aveugle du savoir*, Auxerre, Éditions Sciences Humaines.

SHIN T., YOU J., 2017, « Pay for Talk: How the Use of Shareholder-Value Language Affects CEO Compensation », *Journal of Management Studies*, *54*, 1, p. 88-117.

SHLEIFER A., VISHNY R.W., 1997, « A survey of corporate governance », *The Journal of Finance*, *52*, 2, p. 737-783.

SICARD G., 1953, *Aux origines des sociétés anonymes. Les moulins de Toulouse au Moyen-Âge*, Paris, Armand Colin.

SJÖSTRÖM E., 2008, « Shareholder activism for corporate social responsibility: What do we know? », *Sustainable Development*, *16*, 3, p. 141-154.

SJÖSTRÖM E., 2010, « Shareholders as norm entrepreneurs for corporate social responsibility », *Journal of Business Ethics*, *94*, 2, p. 177-191.

SLAGER R., GOND J.-P., MOON J., 2012, « Standardization as institutional work: The regulatory power of a responsible investment standard », *Organization Studies*, *33*, 5-6, p. 763-790.

SPARKES R., 2003, *Socially responsible investment: A global revolution*, John Wiley & Sons.

SPARKES R., COWTON C.J., 2004, « The maturing of socially responsible investment: A review of the developing link with corporate social responsibility », *Journal of Business Ethics*, *52*, 1, p. 45-57.

STOUT L.A., 2001, « Bad and not-so-bad arguments for shareholder primacy », *S. Cal. L. Rev.*, *75*, p. 1189.

STOUT L.A., 2007, « The mythical benefits of shareholder control », *Virginia Law Review*, *93*, 3, p. 789-809.

STOUT L.A., 2012, « Toxic Side Effects of Shareholder Primacy, The », *U. Pa. L. Rev.*, *161*, p. 2003.

SUNDARAM A.K., INKPEN A.C., 2004, « The corporate objective revisited », *Organization science*, *15*, 3, p. 350-363.

SUNDARAMURTHY C., LEWIS M., 2003, « Control and collaboration: Paradoxes of governance », *Academy of management review*, *28*, 3, p. 397-415.

SZRAMKIEWICZ R., 1989, *Histoire du droit des affaires*, Paris, Montchrest.

THOMAS R.S., COTTER J.F., 2007, « Shareholder proposals in the new millennium: Shareholder support, board response, and market reaction », *Journal of Corporate Finance*, *13*, 2, p. 368-391.

THOMPSON R.B., 2016, « Anti-primacy: Sharing power in American corporations », *Bus. Law.*, *71*, p. 381-383.

TIMMERMANS S., EPSTEIN S., 2010, « A world of standards but not a standard world: Toward a sociology of standards and standardization », *Annual review of Sociology*, *36*, p. 69-89.

TKAC P., 2006, « One proxy at a time: Pursuing social change through shareholder proposals », *Economic Review-Federal Reserve Bank of Atlanta*, *91*, 3, p. 1.

TOSI H.L., WERNER S., KATZ J.P., GOMEZ-MEJIA L.R., 2000, « How Much Does Performance Matter? A Meta-Analysis of CEO Pay Studies », *Journal of Management*, *26*, 2, p. 301-339.

TRAFLET J.M., 2013, *A Nation of Small Shareholders: Marketing Wall Street after World War II*, JHU Press.

TURNBULL S., 1997, « Corporate governance: its scope, concerns and theories », *Corporate Governance: An International Review*, *5*, 4, p. 180-205.

VALIORGUE B., s. d., « Actions collectives et traitement des externalités négatives »,.

VANDEKERCKHOVE W., LEYS J., BRAECKEL D. VAN, 2007, « That's not what happened and it's not my fault anyway! An exploration of management attitudes towards SRI-shareholder engagement », *Business Ethics: A European Review*, *16*, 4, p. 403-418.

VANDEKERCKHOVE W., LEYS J., BRAECKEL D. VAN, 2008, « A speech-act model for talking to management. Building a framework for evaluating communication within the SRI engagement process », *Journal of Business Ethics*, *82*, 1, p. 77-91.

VAUJANY F.X. DE, 2006, « Pour une théorie de l'appropriation des outils de gestion: vers un dépassement de l'opposition conception-usage », *Management & Avenir*, 3, p. 109-126.

VELDMAN J., WILLMOTT H., 2013, « What is the corporation and why does it matter? », *M@n@gement*, *16*, 5, p. 605-620.

VELIKONJA U., 2010, « Negotiating Executive Compensation in Lieu of Regulation », *Ohio St. J. on Disp. Resol.*, *25*, p. 621.

VIVIERS S., ECCLES N.S., 2012, « 35 years of socially responsible investing (SRI) research-general trends over time », *South African Journal of Business Management*, *43*, 4, p. 1-16.

VOGEL D., 1983, « Trends in shareholder activism: 1970–1982 », *California Management Review*, *25*, 3, p. 68-87.

WAHAL S., MCCONNELL J.J., 2000, « Do institutional investors exacerbate managerial myopia? », *Journal of Corporate Finance*, *6*, 3, p. 307-329.

WAITE K.W., 1995, « Ordinary Business Operations Exception to the Shareholder Proposal Rule: A Return to Predictability, The », *Fordham Law Review*, *64*, 3.

WALTER C., 2005, « La gestion indicielle et la théorie des moyennes », *Revue d'économie financière*, p. 113-136.

WAYGOOD S., WEHRMEYER W., 2003, « A critical assessment of how non-governmental organizations use the capital markets to achieve their aims: a UK study », *Business Strategy and the Environment*, *12*, 6, p. 372-385.

WELKER M., 1995, « Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets », *Contemporary Accounting research*, *11*, 2, p. 801-827.

WELLS H., 2010, « "No Man can be Worth $1,000,000 a Year": The Fight Over Executive Compensation in 1930s America », *University of Richmond Law Review*, *44*, p. 689.

WILLIAMS C.A., CONLEY J.M., 2005, « An Emerging Third Way-The Erosion of the Anglo-American Shareholder Value Construct », *Cornell Int'l LJ*, *38*, p. 493.

WILLIAMSON O.E., 1985, *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, markets, relational Contracting*, New York, Free Press.

WILLIAMSON O., WINTER S., 1993, *The nature of the firm: origins, evolution, and development*, Oxford University Press.

WIRTZ P., 2006, « Compétences, conflits et création de valeur: vers une approche intégrée de la gouvernance », *Finance Contrôle Stratégie*, *9*, 2, p. 187-201.

ZEITLIN M., 1974, « Corporate ownership and control: The large corporation and the capitalist class », *American journal of Sociology*, *79*, 5, p. 1073-1119.

RÉSUMÉ

Dix ans après la crise financière de 2008, l'engagement actionnarial apparaît comme un levier important de gouvernance et de responsabilisation des entreprises. Les fondements théoriques de ces nouvelles attentes à l'égard des actionnaires, et en particulier des investisseurs institutionnels, semblent cependant encore fragiles. Quel est le cahier des charges des actionnaires ? L'engagement actionnarial participe-t-il d'un *shareholder empowerment*? Ce nouveau rôle des actionnaires est-il légitime au regard notamment des intérêts des autres parties prenantes des entreprises ? L'objet de cette thèse fut aussi de comprendre quels étaient les fondements, les enjeux et les implications à la fois théoriques et empiriques de l'engagement actionnarial.

La thèse commence alors par interroger la représentation classique de l'actionnaire dans les théories de la gouvernance. Elle montre comment un phénomène d'industrialisation de l'actionnariat a renouvelé les enjeux de la gouvernance d'entreprise, qu'elle déplace au niveau d'une « gouvernance de l'actionnariat ». La doctrine de l'engagement actionnarial contribue dès lors à construire une gouvernance de l'actionnariat, dont les formulations actuelles manquent encore d'une représentation de la responsabilité des actionnaires envers l'entreprise et les potentiels qu'elle mobilise. La thèse entreprend en conséquence une exploration empirique des pratiques d'engagement, et notamment des politiques de vote d'actionnaires, qui lui permet de dégager des principes d'engagement responsable pour un actionnariat industrialisé.

MOTS CLÉS

Actionnaire ; Engagement ; Industrialisation ; Responsabilité, Gouvernance

ABSTRACT

Ten years after the financial crisis of 2008, shareholder engagement appears as an important tool for corporate governance and corporate accountability. Yet, the theoretical foundations of these new expectations toward shareholders, and especially toward institutional investors, are still fragile. What is required of shareholders? Is shareholder engagement another way of empowering shareholders? Is this new shareholder role legitimate with regard to, notably, the interests of other stakeholders? The aim of this thesis was thus to understand the foundations, the stakes and the theoretical and empirical implications of shareholder engagement.

The thesis starts then by questioning the classical representation of shareholders in corporate governance theories. It shows how a phenomenon of industrialization of shareholder has renewed the stakes of corporate governance, that shifts toward "shareholding governance". The doctrine of shareholder engagement hence contributes to build a shareholding governance, but whose current phrasing still lacks a representation of the responsibility shareholders hold toward the firm, its stakeholders and its resources. Consequently, the thesis carries out an empirical exploration of engagement practices, notably shareholder voting policies, that helps identifying principles of responsible engagement for an industrialized shareholding.

KEYWORDS

Shareholder ; Engagement ; Industrialization ; Responsibility ; Governance