**Analyse de l’éventuelle expression différenciée de l’activisme institutionnel anglo-saxon sur les marchés français : les cas des groupes ACCOR et Lagardère**

Pr. Alain Finet, Chef de service

Kevin Kristoforidis, Assistant

Service Management Financier et Dynamiques Territoriales

Université de Mons

1. Résumés

L’immersion dans la géographie actionnariale d’une entreprise permet d’appréhender certains contours stratégiques de celle-ci. Si les structures de capital ont longtemps été cadenassées dans un souci de préservation national de la propriété des entreprises, la liberté de mouvements des capitaux a sensiblement modifié les paradigmes financiers. En considérant le marché français et les évolutions dans les orientations capitalistiques de celui-ci, nous faisons le constat de l’immixtion des investisseurs institutionnels au sein des entreprises. Peu familières à ce nouveau type d’acteurs actionnariaux, certaines entreprises françaises vont être soumises à de l’activisme institutionnel en vue de revoir, premièrement, leur gouvernance et, deuxièmement, la définition de leurs périmètres stratégiques. Si les investisseurs institutionnels ont eu tendance à se positionner au sein de structures de propriété perméables au sein desquelles le voisinage actionnarial leur était acquis, ils prennent également position au sein d’entreprises aux contours familiaux. En considérant deux entreprises caractérisées par des structures de propriété différentes (l’une ouverte et l’autre apparemment cadenassée), nous faisons toutefois le constat d’une uniformité d’interventionnisme et d’activisme institutionnels.

Considering the company’s shareholder reality makes understand certain strategic frontiers. If the capital structures have long been locked out for the sake of national preservation of property, the free movement of capital has significantly changed some financial paradigms. By considering the French market and the changes in its general capitalist orientations, we note the interference of institutional investors. Unfamiliar with this new type of shareholders, some French companies have been subject to institutional activism in order to review, first, their governance and, second, the definition of their strategic perimeters. While institutional investors have tended to position themselves within permeable property structures in which the shareholder neighborhood was acquired, they also take a position within companies with family contours. By considering two companies characterized by different ownership structures (an open one and the another one apparently locked), we observe a uniformity of institutional interventionism and activism.

1. Introduction – motivations de la recherche

Si les investisseurs institutionnels constituent une nouvelle donnée capitalistique dans les structures de propriété des entreprises, il n’en demeure pas moins une difficulté de mesure de leur influence réelle sur les styles de gestion et de gouvernance des entreprises sous contrôle. Alors que les marchés français ont longtemps été peu perméables à ce type d’actionnariat, les investisseurs institutionnels ont eu tendance – principalement à partir des années 2000 - à se positionner de manière importante dans le capital des entreprises françaises. Cet état de fait s’explique par des trous d’air capitalistique consécutifs à un dénoyautage des structures de propriété de l’économie réelle et à une poussée quasiment philosophique vers un processus généralisé de mondialisation. Si la place boursière parisienne possédait une connaissance relativement précise des routines de fonctionnement des investisseurs institutionnels nationaux (du fait d’une imbrication forte dans des réseaux noués de longue date), ce n’était pas nécessairement le cas pour des investisseurs institutionnels étrangers dont l’intrusion était considérée avec beaucoup de circonspection et de méfiance par les acteurs locaux. Les investisseurs institutionnels étrangers (notamment anglo-saxons) se sont donc positionnés dans des univers capitalistiques peu connus (si ce n’est une perception d’une sous-estimation boursière), réfractaires et potentiellement peu perméables à certaines approches discursives orientées renouvèlement des contours stratégiques de l’entreprise. Dans certains cas, leurs niveaux de participations ont légitimé (ou ils ont fait en sorte que ce soit le cas) un accès direct aux espaces de parole (la gouvernance) avec les équipes dirigeantes afin de susciter des mesures de révision des périmètres stratégiques de l’entreprise. L’actualité récente démontre que des désaccords avec le management de l’entreprise ont induit des modifications dans la direction de grandes entreprises françaises. L’objectif de cette recherche est d’essayer d’approcher des éventuels comportements différenciés des investisseurs institutionnels selon le niveau d’accessibilité du capital de l’entreprise. En effet, nous pourrions postuler une orchestration différenciée de l’activisme selon la propension des autres actionnaires en présence dans le capital de l’entreprise à coller aux attentes des investisseurs institutionnels (capital éclaté sans contre-pouvoir capitalistique) versus le cas d’entreprises à capital cadenassé par des actionnaires apparemment attachés à la continuité de l’orientation stratégique retenue (capital fermé, par exemple, les entreprises familiales). La réalité des faits semble toute autre et démontre, à tout le moins au départ des cas analysés (les groupes Accor et Lagardère soumis à un activisme de fonds anglo-saxons), une certaine homogénéité des schémas capitalistiques suivis et des comportements institutionnels adoptés. Les résultats auxquels nous parvenons démontrent que c’est plus la capacité de coalisation des investisseurs institutionnels que la manière avec laquelle est composé le capital de l’entreprise qui permettrait d’approcher l’expression de leur activisme.

1. Les investisseurs institutionnels : état de l’art et essais de classification

Les investisseurs institutionnels ont largement été étudiés depuis plusieurs décennies, notamment sous l’angle de leur influence sur les modalités de gestion des entreprises sous contrôle. Leur force de frappe financière leur octroie un rôle de choix dans le développement des entreprises (Michel A., Oded J., Shakeda I., 2020), mais celle-ci peut, en retour, leur permettre également de briser certains équilibres stratégiques, financiers voire organisationnels de celles-ci. Si la théorie de l’agence – et les conflits engendrés par des fonctions d’utilité différentes caractérisant l’agent et le principal - s’est principalement développée à partir de contextes actionnariaux fortement éclatés, elle laisse cependant de côté des structures de propriété à niveaux de concentration plus élevés, avec la question du profil des investisseurs centraux dans les structures de capital. La problématique de la géographie du capital deviendrait donc, dans ce schéma, un élément central pour cerner les réels champs d’application de la théorie de l’agence. Dans cette optique, et selon un schéma très orienté *shareholder* *value*, les investisseurs institutionnels pourraient constituer une sorte de mécanisme de gouvernance *stricto sensu* permettant de faire coller les choix managériaux aux attentes actionnariales (Chen X., Austin J., 2007). Toujours dans cette logique, on peut penser que les petits porteurs imiteraient le positionnement institutionnel et mandateraient ces investisseurs afin que ces derniers se comportent comme des défenseurs ultimes des intérêts actionnariaux (Stepanov S., Suvorov A., 2017).

En fonction de l’importance croissante de l’actionnariat institutionnel et de la nébuleuse d’éléments le caractérisant, la littérature financière s’est emparée de cette problématique.

De nombreuses analyses ont concerné des exercices de classification des investisseurs institutionnels en prenant appui sur des variables à destination discriminante. La compartimentalisation des investisseurs institutionnels s’est largement établie sur une base temporelle des placements (par exemple, Gharbi H. et Sahut J.,2010), avec une importante segmentation entre les investisseurs institutionnels de court terme, d’une part et les investisseurs institutionnels de long terme, d’autre part. Dans le premier cas, les investisseurs présenteraient des niveaux élevés de diversification en prenant des participations peu élevées – et donc relativement liquides - au sein d’un nombre élevé d’entreprises tandis que, dans le second cas, il s’agirait de prendre des participations importantes – peu liquides - dans un nombre limité d’entreprises. Dans cette configuration, il y aurait donc une corrélation très forte entre le dégagement de valeur des entreprises sous contrôle et celui directement issu des investisseurs. En fonction de ces différents éléments, les investisseurs institutionnels de long terme seraient beaucoup plus pro-actifs et pressants que ceux de court terme qui préfèreraient se retirer du capital plutôt qu’essayer de peser sur les choix stratégiques de l’entreprise. Dans notre esprit, cette catégorisation souffre de deux limites principales. Premièrement, elle laisse de côté des possibilités de sortie des investisseurs – même si colorés de long terme - lorsque toute la rente boursière recherchée a été extraite, et ce sans considération du temps de détention. La qualification des investisseurs institutionnels tournerait dès lors plus autour du débat des mesures utilisées pour parvenir à accroître la valeur de l’entreprise qu’autour de la question du temps de détention en tant que tel. Deuxièmement, elle ne prend pas en considération les dynamiques actionnariales au sein des structures de propriété et l’évolution concomitante des rapports de force : un investisseur, initialement, labellisé de court terme (en fonction de ses niveaux de détention), pourrait accroître ses degrés de participation et adopter une posture assimilable à celle des institutionnels de long terme (voir Kim W., Kim W., Kwon K., 2009).

Un autre effort de classification a également porté sur l’analyse des contours des investisseurs institutionnels, sur base de leur origine géographique (Cao L., Du Y., Hansen O., 2017, Han L., Zheng Q., Yin L., 2015). Certaines études (Aabo T., Lee S., Pantzalis C., Park J. (2020)) démontrent que les institutionnels locaux seraient moins victimes de phénomènes d’asymétrie informationnelle que des investisseurs plus éloignés pour lesquels les problèmes d’agence seraient plus prégnants (Boubaker S., Derouichi I., Lasfer M., 2015).

1. L’activisme des investisseurs institutionnels de long terme

La capacité des investisseurs institutionnels à faire évoluer les modèles entrepreneuriaux et financiers a été largement documentée et concerne une pluralité d’aspects : l’innovation (Brav A., Wei J., Song M., Xuan T., 2018), l’éventuelle inscription dans une logique de responsabilité sociétale (Glossner S., 2019), la faculté à orienter la politique de versements de dividendes (Ngo A., Duong H., Nguyen T., Nguyen L., 2020), la capacité à influer sur le style de gouvernance de l’entreprise (Yeh C., 2018, Ho J., Huang C., Karuna C., 2019) ainsi que la possibilité à impulser une nouvelle dynamique stratégique (Brooks C., Chen Z., Zeng Y., 2018, Palard J., 2011).

Schématiquement, l’orchestration de l’activisme aura, tout d’abord, pour finalité d’infiltrer des espaces de parole qui permettent aux investisseurs institutionnels de susciter, ensuite, des modifications dans le positionnement de l’entreprise. Si, bien évidemment, des espaces informels de parole peuvent faciliter les échanges – l’open activism développé par Aiken A. et Lee C., 2020 -, le poids discursif des investisseurs institutionnels sera d’autant plus important qu’il s’exercera dans des espaces formels de gouvernance par l’intermédiaire desquels ils vont essayer de rallier les autres actionnaires – et plus largement les autres administrateurs - à leur cause. L’accès à ces lieux sera légitimé par le niveau élevé de capital détenu dans la mesure où d’importantes corrélations existent entre la structure de propriété d’une entreprise et la composition de son Conseil (Mak Y., Li Y., 2001)

Dans la mesure où l’investisseur institutionnel côtoie d’autres actionnaires dans la structure de propriété, dès lors, et dans une logique du ralliement du Conseil, se pose la question des facultés de coalisation. Sur ces capacités de coalisation des investisseurs institutionnels (Rossi F., Barth J., Cebula R., 2018) et des investisseurs en général (Basu N., Paeglis I., Toffanin M., 2017), la littérature est encore balbutiante. Certains auteurs insistent sur leur importance pour appréhender l’évolution des configurations entrepreneuriales (Korpela V., Lombardi M., Vartiainen H., 2020) ainsi que le rôle central joué par le premier actionnaire dans la compréhension des processus de prises de décisions (Sacristan M., Cabeza L., Gomez S., 2015), en ce compris leur capacité à se coaliser avec les autres actionnaires (Leech D., Manjon M., 2003). En tout état de cause, le focus sur les éventuels exercices de coalisation déplacerait derechef les problèmes d’agence d’une vision principal/agent vers une vision principal/principal (Sutton C., Veliyath R., Pieper T., Hair J., Caylor M., 2018).

Nous pensons donc que les structures de propriété doivent être abordées comme des lieux spécifiques au sein desquels des actionnaires peuvent soit se coaliser, soit se confronter. En prenant appui sur le profil et les attentes des investisseurs institutionnels et au-delà d’une perception de la sous-valorisation boursière de l’entreprise, ceux-ci auraient théoriquement tendance à essayer de se positionner au sein de contextes actionnariaux qui leur seraient largement acquis (des structures de propriété fortement éclatées, une présence historiquement ancrée d’autres investisseurs institutionnels, des failles dans la perspective familiale de l’entreprise…). Dans cette optique, certaines études ont démontré que le contexte familial engendrait des questions d’agence très spécifiques qui pouvaient tempérer les volontés d’intrusion dans le capital (Wu Z., Chua J., Chrisman J., 2007) ; en tout état de cause, il semblerait que des contours familiaux ne favorisaient pas la présence d’investisseurs institutionnels actifs dans le voisinage de l’actionnaire de référence (Navarro M., Gómez S., García L., 2011).

Sur base de ce relevé de la littérature, la question de recherche que nous nous proposons d’investiguer sera formulée de la manière suivante : l’exercice activiste des investisseurs institutionnels diffère-t-il en fonction du contexte actionnarial ? Pour répondre à cette question, nous considérons deux entreprises françaises – les groupes Accor et Lagardère – soumises à de l’activisme d’investisseurs anglo-saxons et présentant des contours actionnariaux sensiblement différents. Les prismes d’analyse se feront au travers des aspects stratégiques, actionnariaux, financiers et de gouvernance. Une attention toute particulière sera également exercée quant à l’éventuelle influence de la sphère politique et/ou de réseaux d’affaires construits en amont. Dans la logique de ce dernier point et afin de comprendre la réalité de ces entreprises, il nous est paru nécessaire de les positionner dans un contexte général d’évolution du capitalisme sur le marché français.

1. Evolution des contours du capitalisme à la française

Le capitalisme à la française a été largement influencé par de grandes orientations politiques (voire sociologiques). Les différentes phases de nationalisation suivies par celles de reprivatisation dans les années 80 ont largement influé sur les structures de propriété des entreprises. Toutefois, ces différentes mesures visaient à garantir une mainmise nationale sur la propriété industrielle et financière, soit en recourant à une structure faîtière publique (nationalisation), soit par l’intermédiaire de noyaux durs actionnariaux (reprivatisation). Dans ce deuxième système, les structures de propriété des entreprises étaient logées dans un entrelacs de participations croisées, avec comme clés de voûte, trois institutions bancaires et financières : la Société Générale, la BNP et AXA-UAP. L’éclatement des noyaux durs au début des années 2000 a été largement analysée et semble s’expliquer par un désir des acteurs financiers de mettre fin à leur instrumentalisation par les pouvoirs publics. De manière concomitante, les institutions bancaires désiraient se concentrer sur leur métier et posséder les moyens financiers pour participer à la course à la consolidation sectorielle. Dans cette optique, les différentes tribulations sur le capital de Paribas n’auraient été qu’un alibi pour procéder à des retraits massifs des structures de capital d’entreprises non liées au secteur financier. Les trous d’air capitalistiques engendrés ont été, en partie, comblés par des investisseurs nationaux et internationaux. Ces différents mouvements ont conduit à une représentation générale du marché français arcboutée à trois grandes formes de capitalisme (Morin F., Rigamonti E., 2002), à niveaux de perméabilité très faibles : un capitalisme de marché financier (avec une forte dispersion du capital), un capitalisme patrimonial traditionnel (caractérisé par un attachement élevé des actionnaires à l’indépendance de l’entreprise, le cas des entreprises familiales, Boubaker S., Labegorre F., 2011) et un capitalisme patrimonial moderniste (avec la présence importante d’investisseurs institutionnels). Dans cette configuration, on retrouverait donc, premièrement, des phénomènes importants d’hybridation, avec une coexistence, sur un même marché, des différentes orientations capitalistiques et, deuxièmement, des structures de propriété peu susceptibles d’évoluer dans le temps. Tous ces éléments donnent une vision très figée et cadenassée du capitalisme à la française consolidé par un fonctionnement très *gentlemen agreement* entre des personnes qui avaient l’habitude de se côtoyer (Del Vecchio N., 2010) possédaient des profils sociologiquement proches (Comet C., Finez J., 2010), notamment au sein de l’orientation patrimoniale traditionnelle du capitalisme.

En tout état de cause, l’analyse du marché français démontre à l’heure actuelle une très grande hétérogénéité des structures de propriété couplée à une complexité endémique de lecture des nœuds de pouvoirs (Ducassy L., Guyot A., 2017).

La réalité des faits démontre des degrés de porosité plus importants entre les différentes sphères. Si le positionnement des investisseurs institutionnels réputés comme actifs s’opère naturellement dans des structures de propriété ouvertes, celui-ci a tendance à ruisseler au sein de structures a priori peu réceptives à leur arrivée. Leur positionnement au sein d’entreprises à contours familiaux est symptomatique de cette évolution : à titre illustratif, les cas d’Elliott dans le capital de Pernod Ricard et d’Amber au sein de Lagardère. Les réticences des actionnaires historiques s’appuient sur une volonté génétique de ce type d’investisseurs de mettre à mal le construit stratégique et de gouvernance des entreprises. Dans une certaine mesure, potentiellement, pourrait s’opérer une remise en question d’un business model construit et développé de longue date par des personnes provenant d’un même sérail familial. La question n’est pas tant de savoir dans quelle mesure les revirements stratégiques feraient sens mais dans quelle mesure une partie plus ou moins importante du pouvoir aux mains des familles fondatrices pourrait transiter vers d’autres pôles décisionnels exogènes.

1. Perspective méthodologique retenue

Le fil conducteur méthodologique que nous avons mobilisé est basé sur la compilation d’un large faisceau d’informations publiquement disponibles reliées aux deux cas pratiques retenus qui ont pour finalité de répondre à la question de recherche initialement posée. L’approche que nous utilisons est essentiellement descriptive et a pour vocation de décrire un phénomène dans des contextes bien définis. La recherche conduite se positionne sur le volet instrumental de la typologie de Stake R. (1995) et contribue à revoir des champs théoriques ancrés de longue date dans la littérature financière. Il ne s’agit donc pas, dans notre optique, de chercher des liens de causes à effets au travers d’outils quantitatifs mais de démontrer, au départ d’une collection d’éléments probants et convergents, la nécessité de reconsidérer certains paradigmes théoriques.

1. Analyse de l’impulsion institutionnelle au sein des groupes ACCOR et Lagardère
	1. Préliminaires

Les deux entreprises françaises que nous considérons présentent des profils sectoriels sensiblement différents et des perspectives de développement très éloignées ; elles sont toutes les deux très ancrées dans l’inconscient collectif capitalistique français. Dans les deux cas, une image forte induite par les fondateurs des entreprises a gravé ces deux entreprises dans le marbre de la réussite entrepreneuriale françaises. Si la restructuration du groupe ACCOR sous impulsion institutionnelle s’est achevée en 2010, l’activisme au sein du groupe Lagardère en vue de l’éventuel démembrement du groupe est toujours en cours. Les deux entreprises possédaient au moment de l’évolution de leur structure de propriété un portefeuille d’activités peu reliées rendant potentiellement aisés les exercices de restructuration. Au niveau de la composition du capital et des nœuds de pouvoir, alors que le groupe ACCOR était caractérisé par un actionnariat fortement éclaté, la formule sociétale retenue par le groupe Lagardère (la Commandite par Actions) verrouille le capital et ne permet pas à l’investisseur institutionnel d’augmenter son pouvoir en utilisant l’unique levier de l’accroissement du capital détenu. Dans les deux cas de figure, nous prenons en considération les différents événements consécutifs aux premières prises de participations des institutionnels.

* 1. Le cas du groupe ACCOR et l’orchestration de l’activisme institutionnel

En 2004, le groupe ACCOR comprenait deux grands pôles d’activités peu reliées : son activité hôtelière historique (développée au travers d’opérations de croissance interne et externe) ainsi qu’une activité en lien avec l’émission de tickets restaurants (provenant du rachat de Jacques Borel International en 1982). Les données de performance du groupe démontrent que l’activité hôtelière était constituée d’une nébuleuse de produits à niveaux de rentabilité inégale tandis que l’activité service serait très rentable avec, au final, une forte internalisation de mouvements financiers de l’activité service vers celle liée à l’hôtellerie. L’attrait des investisseurs institutionnels se porte sur les potentialités de scission du groupe en deux parties autonomes, permettant à celles-ci de développer des orientations stratégiques propres et débouchant sur une valorisation financière spécifique. On peut penser que la formule unifiée complexifie les essais de prises de contrôle de l’une ou l’autre branche de l’entreprise. Par exemple, Marriott serait plus enclin à proposer une reprise de l’activité hôtelière valorisée par le marché pour ce qu’elle est, plutôt que d’estimer un prix en sachant que la valeur est insérée dans un portefeuille d’activités à spectre large.

Au moment de son entrée dans la structure de propriété du groupe ACCOR, Colony Capital est alors peu connu dans l’écosystème financier français (le rachat de Buffalo Grill à Amber Capital n’est intervenu qu’en 2005 et la prise de contrôle du PSG en 2008). D’origine américaine et lui-même coté en Bourse, cet investisseur était alors principalement actif dans le domaine de l’immobilier et positionné sur le marché américain.

En 2004, et sans historique actionnarial préalable au sein du groupe, Colony Capital devint le premier actionnaire de l’entreprise, avec peu de contre-pouvoir pour mettre à mal d’éventuelles manœuvres activistes, si ce n’est celui de la Caisse des Dépôts et des Consignations dont l’intervention est fortement conditionnée au bon vouloir politique. En fonction de la forte dispersion des droits de propriété d’ACCOR, Colony Capital s’est positionné au sein d’une structure relativement ouverte et perméable à de l’activisme.

Les premiers discours de Colony Capital se veulent rassurants et l’idée serait de laisser une latitude managériale élevée à l’équipe dirigeante ; l’investisseur demande cependant une représentation au sein des organes de gouvernance. Accor assujettit cette présence à un accord de stabilité dans la durée afin de garantir que ce renforcement au capital ne s’accompagnera pas d’une prise de contrôle de la société et souhaite également que Colony Capital confirme son soutien à la stratégie du groupe reposant sur deux métiers, l’hôtellerie et les services.

Les niveaux de participations sont demeurés relativement stables jusqu’en 2006 ; en revanche, ils se sont accrus de manière sensible à partir de 2007. Le poids de Colony Capital est d’autant plus marqué qu’à partir de 2009, Eurazeo (qui a pris plus de 10% du capital en 2007) et Colony Capital ont pris la décision d’une action concertée. Les niveaux de participations des deux investisseurs – qui ne vont jamais dépasser les 30% pour ne pas devoir lancer une offre publique d’achat sur l’ensemble du capital - doivent donc être appréhendés de manière agglomérée. Si l’approche de Colony Capital était relativement rassurante quant au maintien d’une structure unifiée pour le groupe, les paradigmes vont se modifier lors de l’immixtion d’Eurazeo dans la structure de propriété en 2007. L’arrivée d’Eurazeo pourrait être comprise comme une manœuvre de Colony Capital pour obtenir un allié de circonstances national afin de peser au sein d’un écosystème capitalistique qu’il connaît mal. A noter que la formule de l’agissement de concert a également été retenue pour les participations détenues par Colony Capital et Bernard Arnault au sein de Carrefour. Une autre voie d’explication serait tout simplement qu’Eurazeo, concurrent d’ACCOR du fait de sa participation dans Bed&Breakfast et qui vient de solder sa position dans Veolia, voudrait participer activement au mouvement de démembrement de l’entreprise. Dans cette optique, l’augmentation importante du capital auto-contrôlé à partir de 2007 n’est certainement pas anodine et viserait à essayer de contrer les velléités activistes des deux institutionnels.

Tableau 1 : Evolution de la structure de propriété du groupe ACCOR

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Actionnaires | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
| Colony Capital |  | 0,087 | 0,087 | 0,088 | 0,1066 | 0,12 |  |  |  |
| Eurazeo |  |  |  |  | 0,104 | 0,1 |  |  |  |
| Colony Capital + Eurazeo |  |  |  |  |  |  | 0,292 | 0,273 | 0,277 |
| CDC | 0,045 | 0,076 | 0,086 | 0,076 | 0,0813 | 0,08 | 0,0128 |  |  |
| Société Générale | 0,021 | 0,017 | 0,016 | 0,017 | 0,0147 | 0,01 |  |  |  |
| BNP Paribas | 0,006 | 0,006 | 0,006 | 0,006 | 0,0053 | 0,01 |  |  |  |
| Auto-contrôle |  | 0,007 | 0,007 | 0,007 | 0,0365 | 0,04 |  |  |  |
| Fondateurs | 0,037 | 0,035 | 0,033 | 0,035 | 0,0264 | 0,03 | 0,027 | 0,02 | 0,027 |
| Flottant | 0,891 | 0,772 | 0,765 | 0,771 | 0,6252 | 0,61 | 0,6682 | 0,707 | 0,696 |

Pour ce qui de la gouvernance et de la direction du groupe, Colony Capital est représenté au Conseil d’Administration (16 membres) par Sébastien Bazin et Thomas Barrack, respectivement Directeur Général (responsable de la zone Europe) et Président Directeur Général (fondateur) du fonds. En août 2008, à la suite de la montée d’Eurazeo dans le capital, Patrick Sayer (alors Président du Directoire d’Eurazeo) va également intégrer le Conseil d’Administration. Ces propos relatifs au manque de synergies entre les hôtels et les services lors de son intronisation sont, avec le recul, considérés comme l’élément discursif déclencheur de la scission du groupe. La présence de Franck Riboud dans le Conseil, alors qu’il présidait Danone – partiellement détenu par Eurazeo à cette époque-là – jette également le trouble sur la réelle indépendance de la gouvernance.

Dès son arrivée en 2006, Gilles Pélisson abandonne la formule de gouvernance Directoire et Conseil de Surveillance pour revenir à la solution du Conseil d’Administration (qui avait été utilisée jusqu’en 1997), entérinant le retrait des deux fondateurs de l’entreprise. Au niveau de la direction, alors que la nomination de Gilles Pélisson en 2006 (neveu du fondateur) pouvait être assimilée à un essai de perpétuation du business model du groupe («*Accor doit marcher sur ses deux jambes*», Gilles Pélisson, 2006), les décisions prises par la nouvelle direction auront pour finalité principale de se dégager, tout d’abord, de prises de participations non directement liées (revente en juin 2006 de la participation détenue dans Club Méditerranée). Ensuite, le groupe revend également Go Voyages et Red Roof Inns. Enfin, l’amplification de la politique d'externalisation et la cession des actifs immobiliers est censée consolider le recentrage sur les deux métiers de l’entreprise. Le cadastre des restructurations montre une forte focalisation sur l’activité hôtelière et beaucoup moins sur l’activité de services.

Après un rebond boursier observé entre 2006 et 2008, les performances du groupe se sont fortement dégradées en 2009 (une perte de 150 millions d’euros au premier semestre 2009 et une division par deux de la valorisation boursière du groupe en 2008) et la valeur du portefeuille financier des investisseurs institutionnels en est forcément affectée. Pour rappel, Eurazeo est entré dans le capital en 2007 - juste avant la crise des subprimes - et ce serait donc un market timing peu judicieux qui expliquerait l’accroissement de la pression institutionnelle. En 2009, différentes modifications vont s’opérer.

Premièrement, au niveau de la gouvernance : en février 2009, les administrateurs opposés à la scission, Baudouin Prot, représentant de BNP Paribas, et Augustin de Romanet, de la Caisse des dépôts et trois administrateurs indépendants (Isabelle Bouillot, Aldo Cardoso et Sir Roderic Lyne) quittent le Conseil, suivis de Serge Weinberg, qui en avait la présidence. Ce dernier départ a engendré le cumul des fonctions de PDG et de PCA pour Gilles Pélisson. Afin d’obtenir l’appui des six autres administrateurs indépendants, il est fait appel à JPMorgan pour les conseiller…

Deuxièmement, à partir de 2009, les actionnaires qui auraient pu contester les velléités institutionnelles de restructuration de l’entreprise (notamment la CDC) sortent de manière partielle ou totale de la structure de propriété de l’entreprise.

Troisièmement, durant l’année 2009, les messages de la direction deviennent peu équivoques : « *On est assez convaincus qu'on peut avoir deux sociétés cotées. On a des études à faire sur la pertinence de la séparation*», Gilles Pélisson, août 2009. En novembre 2009, le Conseil indique "*revoir les analyses de pertinence de la séparation des deux métiers du groupe*…*Les premiers éléments de faisabilité juridique, sociale et économique de la scission ont également été présentés"*. Le 15 décembre 2009, le conseil d'administration se prononce en faveur du projet de scission des activités d'hôtellerie et de services du groupe, qui devrait être présenté aux actionnaires fin 2010.

En juin 2010, les actionnaires d'Accor approuvent à 88,49% la scission du groupe en deux entités cotées : d'un côté l'hôtellerie et de l'autre les services prépayés (EDENRED), Gilles Pélisson présidant la première et Jacques Stern la seconde. Au niveau de ACCORHOTELS, Gilles Pélisson sera remplacé par Denis Hennequin en décembre 2010 et Sébastien Bazin en prendra les commandes en avril 2013. A noter que les deux investisseurs ont complètement soldé leurs participations dans EDENRED et que seul Colony Capital demeure encore dans la structure de propriété d’ACCORHOTEL.

Au niveau de l’influence de l’environnement politique, l’omniprésence de Sébastien Bazin dans l’opération – tout d’abord comme représentant des intérêts de Colony Capital et ensuite comme dirigeant de la branche hôtelière – est interpellante et pose la question de ses relais dans la sphère politique française. Ceux-ci ont dû jouer un rôle de facilitation pour la finalisation de l’opération. Ainsi, plusieurs éléments doivent être mis en avant :

* Les liens tissés entre Nicolas Sarkozy et Colony Capital prennent appui sur une longue amitié entre Nicolas Sarkozy et Sébastien Bazin (DG de Colony Capital Europe en 2004). Celle-ci remonte à la gestion de la prise d’otages en 1993 de 21 élèves d’une école maternelle de Neuilly (dont Sarkozy était, à l’époque, maire), dont la fille de Sébastien Bazin ;
* Après la scission du groupe, et alors que Sébastien a repris les commandes de la partie hôtelière, Nicolas Sarkozy devint administrateur et président du Comité de la stratégie internationale du groupe en 2017;
* Nicolas Sarkozy va également jouer les entremetteurs lors de la revente par Colony Capital du PSG aux fonds qataris en 2011. A noter que les fonds qataris sont à l’heure actuelle les premiers actionnaires d’ACCORHOTELS et qu’ACCORHOTELS est l’un des plus importants sponsors du club de football ;
* Alors que les discours officiels de l’Elysée insistent sur la notion de patriotisme économique en accroissant le rôle qui pourrait être joué par la CDC - elle est alors considérée comme le bras armé de l’Elysée dans les fleurons de l’économie française - son influence conservatrice ne va cependant se formaliser que dans un nombre limité d’entreprises situées dans des secteurs repérés comme stratégiques (aviation, armement, énergie) ;
* Même si la CDC est présente dans la structure du groupe ACCOR et semble être en mesure – du fait de ses niveaux de détention - de remettre en cause les positions du couple actionnarial, dès 2019, elle commence à se retirer du capital, laissant ainsi toute latitude à Colony Capital et Eurazeo pour orchestrer la scission de l’entreprise ;

En fonction de ce faisceau d’éléments récoltés, nous pouvons avancer que l’activisme de Colony Capital et d’Eurazeo a été grandement facilité par l’indifférence de Nicolas Sarkozy. S’il est bien évidemment dangereux d’avancer qu’il puisse être à l’origine du positionnement de Colony Capital au sein du groupe ACCOR, il n’en demeure pas moins que, par son inaction (alors qu’il avait à disposition des mécanismes financiers pour contrer les deux fonds), il aurait ainsi donné, aux deux investisseurs institutionnels, une sorte de blanc-seing et de laisser-faire étatiques à la restructuration du groupe.

* 1. Le cas du groupe Lagardère et l’orchestration de l’activisme institutionnel

Même si le développement du groupe s’est opéré au départ du secteur aéronautique (MATRA et EADS), de l’audiovisuel (TF1) et de la vision du père d’Arnaud Lagardère, les nombreuses restructurations de l’entreprise ont conduit à partir de 2013 à l’adoption d’une architecture stratégique construite autour de l’édition (Lagardère Publishing) et le commerce de détail de voyage (tout en conservant le contrôle de Paris Match, du JDD ainsi que celui de plusieurs salles de spectacles de renom). Tout comme le groupe ACCOR, le business model de Lagardère est architecturé autour de pôles d’activités peu reliées facilitant un éventuel démembrement.

Tout d’abord, contrairement au cas du groupe ACCOR, les mouvements sur le capital de Lagardère et les manœuvres activistes vont s’opérer sur un intervalle de temps beaucoup plus court. Ensuite, dans le cas de Lagardère, des forces capitalistiques vont apparemment essayer de contrer les velléités activistes des institutionnels. Enfin, l’investisseur institutionnel pénètre un univers capitalistique peu réceptif à une remise en cause de ces routines stratégiques. A ce niveau, plusieurs précisions doivent être effectuées :

* Le groupe possède la forme juridique de Société de Commandite par Actions. Le statut de Commandite par Actions permet à un des actionnaires, appelé “commandité”, de contrôler le groupe quel que soit le nombre d’actions détenues (Arnaud Lagardère ne contrôle que 7,26% du capital), en contrepartie d'une responsabilité sur ses biens propres. La commandite permet de dissocier la propriété du capital et la détention du pouvoir via l'existence de deux types d'actionnaires : les commandités et les commanditaires. Chez Lagardère, les commandités sont Arnaud Lagardère et une holding qu'il détient, Lagardère Capital & Management (LCM), c’est donc à ces niveaux-là que se situent les réels nœuds de pouvoir ;
* Dans cette optique, la question pour l’exercice de l’activisme est plus la modification de la forme sociétale du groupe que la possession de capital. En filigrane de l’activisme, il s’agirait de déloger Arnaud Lagardère, gardien de la formule juridique du groupe ;
* En référence au relevé des différentes définitions de l’entreprise familiale (Allouche J., Amann B.,2000), nous assimilons le groupe Lagardère à une entreprise aux contours familiaux car détenue et dirigée par un membre d'une famille ;
* Le groupe avait déjà été soumis en 2010 à de l’activisme institutionnel par Guy Wyser-Pratte qui avait qualifié de médiévale la formule de la Commandite par Actions. Les propositions d’évolution de la gouvernance de l’entreprise avaient été rejetées par les actionnaires en avril 2010.

Le fonds activiste britannique Amber Capital s’est positionné une première fois dans la structure de propriété de Lagardère en 2011 et en est sorti en 2013 (au moment où Lagardère a revendu le solde de ses participations au sein d’EADS). L’institutionnel se repositionna une seconde fois en 2016, en prenant 4% du capital.

Amber est un acteur capitalistique bien connu sur la place boursière parisienne : il possède des participations dans Solocal, Nexans, Total, Suez, Engie et Lagardère. Amber possède également un historique activiste relativement étoffé et démontré : la modification de l’équipe dirigeante de Nexans en 2014, la démission du directeur général de Solocal dans le sillage des discussions menées avec les créanciers en août 2020 ainsi que l’implication dans la revente de Gameloft à Vivendi et celle de Saft à Total en 2016.

Tableau 2 : Principaux mouvements récents dans la structure de propriété du groupe Lagardère

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Amber |  | Vivendi |  | Arnault |  |
| Date | % capital | Date | % capital | Date | % capital |
| 18-12-2018 | 0,05 |  |  |  |  |
| 31-12-2018 | 0,053 |  |  |  |  |
| 4-12-2019 | 0,067 |  |  |  |  |
| 12-02-2020 | 0,1032 |  |  |  |  |
| 28-02-2020 | 0,1398 | 22-04-2020 | 0,106 |  |  |
| 2-03-2020 | 0,1527 | 8-07-2020 | 0,15 | 19.08.2020 | 27% de LCM |
| 26-03-2020 | 0,1642 | 9-07-2020 | 0,2 | 24.09.2020 | 0,05 |
| 27-04-2020 | 0,18 | 14-07-2020 | 0,2119 | 05.10.2020 | 0,0669 |
| 15-07-2020 | 0,1993 | 1-10-2020 | 0,267 | 13.10.2020 | 0,0775 |

Avant de passer aux raisons de ces montées en puissance dans le capital du groupe, il est important de préciser que, dans le voisinage de ces trois actionnaires, on retrouve, à l’heure actuelle, Qatar Investment Authority, détenteur de 13,03% du capital (historiquement présent dans la structure de propriété depuis 2011), Fimalac, avec 3% du capital (participation prise en avril 2020) ainsi qu’Arnaud Lagardère, avec 7,26% du capital. Des acteurs capitalistiques plus marginaux sont également présents : la Caisse des Dépôts et des Consignations ainsi que des investisseurs institutionnels considérés comme peu actifs.

L’augmentation la plus sensible des positions d’Amber au sein du capital de Lagardère s’est opérée entre mi-février et fin avril 2020, avec des achats lors de séances très déprimées (par exemple, lors des séances des 28 février et du 2 mars, la valorisation boursière du groupe a chuté de respectivement 9,74% et 5,3%).

A la suite à de ce positionnement, Vivendi va prendre des participations importantes dans l’entreprise entre avril et octobre 2020. En parallèle, Marc Ladreit de Lacharrière (groupe Fimalac) a emboîté le pas à Vivendi et a pris 3% du capital de Lagardère en avril 2020. Les premiers placements effectués par Vivendi sont présentés par Vincent Bolloré comme des investissements à long terme dans une perspective amicale ("*Nos deux familles se soutiennent mutuellement depuis au moins trois décennies, cela se poursuit et il n'y a aucune raison que cela s'arrête* », Arnaud Lagardère, mai 2020). Si Vivendi était apparemment entré dans le capital du groupe afin de consolider la position d’Arnaud Lagardère, les performances dégradées du groupe au premier semestre 2020 ainsi que le positionnement de Bernard Arnault depuis mai 2020 ont modifié les rapports entre Amber Capital et Vivendi et ceux-ci ont décidé de signer un pacte d’actionnaires le 11 août 2020.

A la suite de ce pacte, la position d’Arnaud Lagardère semble de plus en plus menacée, et ce d’autant plus que Vivendi fait état de sa capacité financière à racheter la participation détenue par Amber. Les prises de positions de Bernard Arnault constitueraient dans cette optique une nouvelle voie pour asseoir le pouvoir d’Arnaud Lagardère au sein du groupe.

Pour ce qui est des participations prises par Bernard Arnault, elles vont s’opérer à deux endroits et à différents moments : 27 % de la holding familiale en août 2020 et des investissements directement dans le capital en septembre et octobre 2020 (180 millions d’euros au total). En fonction de la forme juridique de l’entreprise, la présence de Bernard Arnault dans la holding familiale pourrait être considérée comme un partage de pouvoir avec Arnaud Lagardère.

Bernard Arnault aurait promis à Jean-Luc Lagardère, quelques jours avant sa mort, de «veiller» sur son fils et les liens historiques entre les deux groupes ne manquent pas : le PDG de LVMH a été administrateur du Conseil de Surveillance de Lagardère entre 2004 et 2012, tandis qu’Arnaud Lagardère a siégé au Conseil d’Administration de LVMH entre 2003 et 2009.

Au niveau de la gouvernance, la composition du Conseil de Surveillance se présentait de la manière suivante en octobre 2020 :

Tableau 3 : Composition du Conseil de Surveillance du groupe Lagardère

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Personnes | Date de nomination | Appartenance et profil |
| Patrick Valroff | 12.2019 | Crédit Agricole |
| Jamal Benomar | 09.2018 | Coloré Fonds qatari |
| Soumia Malinbaum | 2013 | Indépendante-Keyrus |
| Guillaume Pepy | 02.2020 | SNCF |
| Gilles Petit | 05.2019 | Carrefour, Maison du Monde |
| Nicolas Sarkozy | 02.2020 | Ex. Président de la République |
| Valérie Bernis | 08.2020 | Colorée Suez, Engie |
| Susan Tolson | 2015 | The Capital Group Companies |

Entre 2016 et 2019, l’activisme issu du seul Amber Capital était plutôt de nature rampante, même s’il n’a jamais caché ses volontés de faire évoluer le modèle juridique de l’entreprise. Il est devenu beaucoup plus pressant à la suite des pertes encourues pour les placements réalisés à partir de mi-mars 2020. Dans cette optique, on peut penser que l’accroissement de la pression exercée sur Arnaud Lagardère s’expliquerait par un market timing peu judicieux.

Les modifications opérées au sein du Conseil ont pour objectif de rencontrer soit la vision pro-Lagardère, soit la vision d’une remise en question de la position d’Arnault Lagardère : pour faire simple soit le maintien de la Commandite par Actions, soit le passage vers une Société Anonyme classique avec un Conseil d’Administration et un pouvoir équivalant au pourcentage de capital détenu. Les évolutions entre février et mai 2020 dans le Conseil de Surveillance vont toutes dans le sens d’une consolidation de la coloration pro-Largardère : ainsi, Yves Guillemot (fondateur de Gameloft) a démissionné en août 2018. On peut penser que l’implication de Amber dans la reprise de Gameloft par Vivendi en 2016 ne lui permettait d’exercer un regard impartial sur les mouvements opérés sur le capital de Lagardère. Valérie Bernis, proche de Bernard Arnault (par l’intermédiaire de LVMH) a remplacé Aline Sylla, estampillée groupe Kering. Valérie Bernis a dû également être en contact avec la représentation d’Amber Capital au sein de Suez et d’Engie. Les arrivées de Nicolas Sarkozy et Guillaume Pepy ont manifestement pour objectif de raffermir la position d’Arnaud Lagardère au sein du groupe. Des relations personnelles et privilégiées entre les familles Lagardère, Arnault, Sarkozy et Bolloré ont été nouées de longue date, dont la clé de voûte semble être l’ancien Président de la République. A titre illustratif, après son élection en 2007, Nicolas Sarkozy se détend pendant trois jours sur La Paloma, un yacht de luxe, propriété de Vincent Bolloré. Nicolas Sarkozy, alors ministre de l'Economie en 2004, a également réussi à dénouer la succession complexe à la suite du décès de Jean-Luc Lagardère. Au mariage de Nicolas et Cécilia Sarkozy en 1996, Bernard Arnault fut le témoin du marié. Des relations privilégiées ont historiquement également été nouées avec le fonds qatari (voir l’analyse du cas ACCOR).

Guillaume Pepy a, quant à lui, été nommé à la direction de la SNCF en 2008 par Nicolas Sarkozy. Son rôle officiel serait d’orienter la stratégie du pôle travel retail du groupe et la gestion des boutiques implantées dans des lieux de transport. Pour ce qui est de Patrick Valroff (directeur des services financiers spécialisés du Crédit Agricole), les liens financiers avec le Crédit Agricole interpellent sur la solidité de la holding personnelle d’Arnaud Lagardère puisque celui-ci supportait une dette de 215 millions d'euros fin 2019 dont l’'essentiel était constitué d’un prêt du Crédit Agricole de 164 millions d'euros. Jamal Benomar est généralement labellisé comme représentant des intérêts qataris dans le groupe Lagardère ; Susan Tolson représente The Capital Group Companies (considéré comme un investisseur institutionnel de court terme) et aguerrie aux opérations de mouvements de capital en fonction de sa position au sein de Worldline.

Les mouvements opérés dans le Conseil collent au calendrier des premières prises de participations par Vivendi. En effet, celles-ci auraient été effectuées dans le but de contrer la demande d’Amber de modifier le Conseil de Surveillance. Cette proposition fut finalement rejetée lors de l’Assemblée Générale le 5 mai 2020 du fait du blocage de Vivendi et du fonds qatari.

Au fur et à mesure du temps, les positions apparemment si tranchées vont sensiblement évoluer et cette évolution met de plus en plus à mal la position d’Arnaud Lagardère.

Ainsi, alors que Vivendi soutenait initialement ces différentes modifications (validées en AG en mai 2020), les différents changements seront, par la suite, critiqués par tant Amber Capital que Vivendi : le 21 août 2020, à la suite d’un pacte d’actionnaires ratifié quelques jours auparavant, ceux-ci demandent la démission de Patrick Valroff, de Guillaume Pepy et de Gilles Petit et l’organisation d’une nouvelle Assemblée Générale (déboutée par le Tribunal de Commerce de Paris, 14 octobre 2020). L’idée aurait été de les remplacer par trois personnes directement issues du sérail d’Amber : J. Oughourlian (fondateur du fonds), O. Fortesa (gérant de portefeuilles du fonds), V. Ohannessian. Cette proposition a également été soutenue par le fonds qatari, ce qui témoigne d’une probable déliquescence de la confiance que le fonds pouvait accorder à la direction du groupe.

Dans la même optique, si l’intervention de Bernard Arnault avait pour objectif la protection d’Arnault Lagardère à la suite du revirement de Vivendi, en septembre 2020, des sources concordantes[[1]](#footnote-1) indiquent que le pacte d’actionnaires conclu serait conditionné à l’abandon du statut de Commandite par Actions.

Au-delà des différentes opérations sur le capital de Lagardère, se pose la question de la consolidation en amont du caractère familial de la structure capitalistique du groupe. En effet, Arnaud Lagardère – via sa holding LCM – ne possédait qu’un peu plus de 7% du capital de l’entreprise, ce qui serait interpellant dans le cas d’une S.A.. Jusqu’à l’arrivée du fonds qatari et d’Amber, on ne retrouvait qu’une collection de petits actionnaires pas nécessairement attachés au maintien du style de gestion de l’entreprise mais évidemment peu influents. La formule de Commandite par Actions constituait dans l’esprit d’Arnaud Lagardère un garde-fou contre des velléités d’immixtion dans son style de gestion. En complément, Arnaud Lagardère pensait – peut-être à juste titre dans un premier temps – que son héritage paternel lui permettrait de contrer toute forme d’activisme institutionnel.

Au-delà des raisons officielles et officieuses qui ont conduit à la ruée vers le capital du groupe Lagardère, il est intéressant de constater que chacun des nouveaux actionnaires de l’entreprise (Arnault, Vivendi et Fimalac) pourrait être très intéressé par des morceaux bien spécifiques des activités de l’entreprise. Dans notre optique, la question qui se pose porterait plus sur l’arabesque latérale proposée à Arnaud Lagardère pour sortir dignement du processus décisionnel de l’entreprise que sur le démantèlement de l’entreprise qui semble relativement inéluctable. Cette solution pourrait rencontrer les attentes des différents actionnaires : celles de Vivendi en prenant le contrôle de tout ou partie du pôle Lagardère Publishing (même si démenties le lendemain, le 4 novembre 2020 sont annoncées des négociations pour une cession partielle, par Lagardère, d’Hachette à Vivendi), celles de Fimalac pour les spectacles du vivant, celles d’Arnault pour le retail services et celles d’Amber et du fonds qatari profitant des dégagements de valeur engendrés par une revente par morceaux.

1. Homogénéité versus différenciation de l’opérationnalisation de l’activisme institutionnel ?

Alors que les formes capitalistiques de deux entreprises étudiées n’ont que peu d’éléments en commun, l’activisme opéré par les différents institutionnels démontre toutefois un nombre élevé de similitudes. La tableau 4 ci-dessous permet de réaliser la synthèse des points de convergence et des différences dans l’orchestration de l’activisme au sein de ces deux entreprises. A cette fin, sa construction s’est basée, comme précisé lors de la définition de la question de recherche, sur des variables stratégiques, actionnariales, financières, de gouvernance et politiques.

Tableau 4 : Synthèse de l’exercice activiste au sein des deux entreprises

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | Accor | Lagardère |
| Type de capitalisme | Patrimonial moderniste | Patrimonial traditionnel |
| Type de capital | Ouvert | Fermé |
| Cotation en Bourse | Oui – CAC 40 | Oui – SBF 120 |
| Variables stratégiques  | Multi-métiers | Multi-métiers |
| Variables actionnariales | Multidimensionnelles | Multidimensionnelles |
| Approche discursive initiale | Rassurante | Peu rassurante |
| Nationalité de l’investisseur | Anglo-saxon | Anglo-saxon |
| Historique activiste en France | Non  | Oui |
| Objectif de l’activisme | Scission de l’entreprise | Démantèlement de l’entreprise |
| Etat de l’activisme | Achevé | En cours |
| Temps de présence dans le capital | 5 ans | 4 ans (en cours) |
| Durée de l’activisme | 3 ans | 9 mois (en cours) |
| Coalitions actionnariales | Oui (Eurazeo), action de concert (rapide)  | Oui (Vivendi), pacte d’actionnaires (tardif) |
| Nationalité du partenaire | Française | Française |
| Niveau des participations (coalition) | Élevé (29 %) | Elevé (46 %) |
| Présence d’un chevalier blanc | Non, peu de résistance actionnarial | Oui, résistance actionnariale |
| Variables financières | Pertes sur les placements initiaux (Eurazeo) | Pertes sur les placements initiaux (Amber) |
| Proportionnalité de la pression institutionnelle | Fonction de la chute de la performance réelle et boursière | Fonction de la chute de la performance réelle et boursière |
| Gouvernance | Modifiée et acquise | Modifiée mais non acquise |
| Modification dans les équipes dirigeantes | Oui | Non |
| Influence politique et des réseaux d’affaires | Larvée – laisser faire | Omniprésente mais évolutive |

1. Conclusions

L’organisation capitalistique des marchés boursiers est bien souvent régie par des paradigmes dérivés des champs politiques et sociologiques qui dépassent dans certains cas une réalité entrepreneuriale prise de manière isolée. Si les structures de propriété des entreprises françaises ont longtemps été caractérisées par de niveaux faibles de perméabilité, l’inscription de celles-ci dans une logique de mondialisation a engendré le développement de nouvelles formules actionnariales. Dans cette optique, les investisseurs institutionnels constituent une nouvelle donnée actionnariale venue combler certains trous d’air capitalistique. Ainsi, sont censées se côtoyer, sur le marché, des entreprises à capital relativement fermé peu accessible aux institutionnels et à style de gestion conservateur ainsi que des entreprises à capital ouvert au sein desquelles des mesures de renouvèlement des frontières stratégiques seraient plus facilement envisageables. Les positionnements institutionnels s’effectuent généralement dans des contextes actionnariaux qui leur sont acquis où ils peuvent en toute quiétude exercer leur activisme et proposer des révisions plus ou moins importantes des contours stratégiques des entreprises. L’évolution actuelle tend à démontrer que les investisseurs institutionnels pénètrent également des structures de propriété d’entreprises familiales peu préparées à ce type d’actionnariat et réticentes à modifier leur style de gestion. En prenant appui sur l’analyse de deux entreprises à contours capitalistiques différents et deux institutionnels distincts – une structure de propriété ouverte soumise à l’activisme de Colony Capital (le groupe ACCOR) et une structure de propriété fermée soumise à l’activisme d’Amber (le groupe Lagardère) - , nous démontrons que l’exercice activiste (et les manœuvres induites) des institutionnels présentent des niveaux élevés de similitude quel que soit le contexte étudié (agissement en partenariat avec d’autres actionnaires, focalisation sur des modifications de la gouvernance, objectif de démantèlement de l’entreprise, des horizons temporels relativement courts pour l’opérationnalisation de l’activisme). Ce résultat nous permet d’avancer que la pression institutionnelle suit une procédure relativement logique et indifférente aux contextes actionnariaux. Il est bien évident que les résistances sont plus nombreuses dans des environnements fermés et, dans cette logique, nous démontrons que la capacité à faire bouger les lignes à l’intérieur de l’entreprise contrôlée dépend fortement de la facilité avec laquelle l’investisseur institutionnel peut se coaliser avec d’autres actionnaires présents dans le capital. Les relais dans des réseaux politiques et économiques acquis ou à tout le moins peu réfractaires constitueraient également un point d’appui central pour l’exercice activiste.

Au niveau des limites, cette étude ne porte que sur deux entreprises soumises à de l’activisme institutionnel sur un marché bien déterminé et donc un processus de généralisation s’avère grandement délicat. Afin de consolider nos résultats, il serait pertinent de répliquer l’analyse en recourant à un échantillon d’entreprises soumises à de l’activisme pour, en fin de compte, déboucher sur une classification de celui-ci en fonction de différents paramètres caractérisant tant les entreprises contrôlées que les investisseurs institutionnels.

1. Références bibliographiques
* Aabo T., Lee S., Pantzalis C., Park J. (2020), « Know thy neighbor: Political uncertainty and the informational advantage of local institutional investors », *Journal of Banking & Finance*, Vol.113
* Aiken A., Lee C. (2020), « Let's talk sooner rather than later: The strategic communication decisions of activist blockholders », *Journal of Corporate Finance*, Vol.62
* Allouche J., Amann B. (2000), « L’entreprise familiale : un état de l’art », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol.3, n°1, pp.33-79
* Basu N., Paeglis I., Toffanin M. (2017), « Reading between the blocks », *Journal of Corporate Finance*, Vol.45, pp.294-317
* Boubaker S., Derouichi I., Lasfer M. (2015), « Geographic location, excess control rights, and cash holdings », *International Review of Financial Analysis*, Vol.42, pp.24-37
* Boubaker S., Labegorre F. (2011), « La gouvernance des sociétés françaises cotées est-elle toujours familiale ? », *Management & Avenir*, Vol.9, n°49, pp.16-35
* Brav A., Wei J., Song M., Xuan T. (2018), « How does hedge fund activism reshape corporate innovation ? », *Journal of Financial Economics*, Vol.130, n°2, pp.237-264
* Brooks C., Chen Z., Zeng Y. (2018), « Institutional cross-ownership and corporate strategy: The case of mergers and acquisitions », *Journal of Corporate Finance*, Vol.48,pp. 187-216
* Cao L., Du Y., Hansen O. (2017), « « Foreign institutional investors and dividend policy: Evidence from China », *International Business Review*, Vol.26, n°5, pp.816-827
* Chen X., Austin J. (2007), « Re-measuring agency costs: The effectiveness of blockholders », *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol.47, n°5, pp.588-601
* Comet C., Finez J. (2010), « Le cœur de l'élite patronale », *Sociologies pratiques*, Vol.2, n°21, pp.49-66
* Del Vecchio N. (2010), « Réseaux de conseils d'administration et adoption de pratiques de gouvernance d'entreprise », *Revue Française de Gestion*, Vol.3, n°202, pp.145-161
* Ducassy L., Guyot A. (2017), « Complex ownership structures, corporate governance and firm performance : The French context », *Research in International Business and Finance*, Vol.39, pp.291-306
* Gharbi H. et Sahut J. (2010), « Activisme des investisseurs institutionnels : cadre général et facteurs d'influence », *La Revue des Sciences de Gestion*, Vol.3-4, n°243-244, pp. 25-33
* Glossner S. (2019), « Investor horizons, long-term blockholders, and corporate social responsibility », *Journal of Banking & Finance*, Vol.103, pp.78-97
* Han L., Zheng Q., Yin L. (2015), « Do foreign institutional investors stabilize the capital market ? », *Economics Letters*, Vol.136, pp.73-75
* Ho J., Huang C., Karuna C. (2019), « Large shareholder ownership types and board governance », *Journal of Corporate Finance*, Vol.65
* Kim W., Kim W., Kwon K. (2009), « Value of outside blockholder activism: Evidence from the switchers », *Journal of Corporate Finance*, Vol.15, n°4, pp.505-522
* Korpela V., Lombardi M., Vartiainen H. (2020), « Do coalitions matter in designing institutions ? », *Journal of Economic Theory*, Vol.185
* Leech D., Manjon M. (2003), «Corporate governance and game theoretic analyses of shareholder power: the case of Spain », *Applied Economics*, vol.35, pp.848-858
* Mak Y., Li Y. (2001), « Determinants of corporate ownership and board structure : evidence from Singapore », *Journal of Corporate Finance*, Vol.7, n°3, pp.235-256
* Michel A., Oded J., Shakeda I. (2020), « Institutional investors and firm performance : Evidence from IPOs », *The North American Journal of Economics and Finance*, Vol.51
* Morin F., Rigamonti E. (2002), « Évolution et structure de l'actionnariat en France », *Revue Française de Gestion*, Vol.5, n°141, pp.155-181
* Navarro M., Gómez S., García L. (2011), « Large shareholders’ combinations in family firms: Prevalence and performance effects », *Journal of Family Business Strategy*, Vol.2, n°2, pp.101-112
* Ngo A., Duong H., Nguyen T., Nguyen L. (2020), « The effects of ownership structure on dividend policy: Evidence from seasoned equity offerings (SEOs) », *Global Finance Journal*, Vol.44
* Palard J. (2011), « Recentrage, endettement et structure de propriété des firmes cotées en Europe (1988-2007) », *Recherches en Sciences de Gestion*, Vol.4, n°85, pp.19-41
* Rossi F., Barth J., Cebula R. (2018), « Do shareholder coalitions affect agency costs ? Evidence from Italian-listed companies », *Research in International Business and Finance*, Vol.46, pp.181-200
* Sacristan-Navarro M., Cabeza-Garcia L., Gomez-Anson S. (2015), « The CompanyYou Keep:TheEffect of Other Large Shareholders in Family Firms », *Corporate Governance: An International Review*, vol.23, n°3, pp. 216–233
* Stake,R.E., (1995),The Art of Case Study Research.London: Sage Publications.
* Stepanov S., Suvorov A. (2017), « Agency problem and ownership structure: Outside blockholder as a signal », *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol.133, pp.87-107
* Sutton C., Veliyath R., Pieper T., Joseph F.HairJr J., Caylor M. (2018), « Secondary agency conflicts: A synthesis and proposed measurement model », *Long Range Planning*, Vol.51, n°5, pp.720-735
* Wu Z., Chua J., Chrisman J. (2007), « Effects of family ownership and management on small business equity financing », *Journal of Business Venturing*, Vol.22, n°6, pp.875-895
* Yeh C. (2018), « Does board governance matter for foreign institutional investors to invest in listed tourism firms ? », *Tourism Management*, Vol.68, pp.66-78
1. https://www.capital.fr/entreprises-marches/cette-petite-bombe-cachee-dans-le-pacte-entre-bernard-arnault-et-arnaud-lagardere-1381542 [↑](#footnote-ref-1)