
ANALYSE DE L'ÉVENTUELLE EXPRESSION DIFFÉRENCIÉE DE L'ACTIVISME INSTITUTIONNEL ANGLO-SAXON SUR LES MARCHÉS FRANÇAIS : LES CAS DES GROUPES ACCOR ET LAGARDÈRE

Alain Finet,

Service Management Financier et Dynamiques Territoriales
Université de Mons, Belgique
Email : Alain.FINET@umons.ac.be

Kevin Kristoforidis

Service Management Financier et Dynamiques Territoriales
Université de Mons, Belgique
Email : Kevin.KRISTOFORIDIS@umons.ac.be

RÉSUMÉ :

La lecture de la géographie actionnariale d'une entreprise permet d'appréhender les contours stratégiques de celle-ci. Si les structures de capital ont longtemps été cadenassées dans un souci de préservation nationale de la propriété des entreprises, la liberté de mouvements des capitaux a sensiblement modifié certains paradigmes. En considérant le marché français, nous faisons le constat d'une présence de plus en plus importante d'investisseurs institutionnels. 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. 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 mais ont également, plus récemment, pris position au sein d'entreprises présentant des contours familiaux. En considérant deux entreprises françaises – les groupes ACCOR et Lagardère - caractérisées par des structures de propriété différentes (l'une ouverte et l'autre apparemment cadénassée) ainsi que deux investisseurs institutionnels anglo-saxons présents dans le capital de ces entreprises, nous faisons le constat d'une uniformité dans l'activisme institutionnel.

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 French companies – ACCOR and Lagardere - characterized by different ownership structures (an open one and the another one apparently locked) and two institutional investors, we observe a uniformity of institutional interventionism and activism.

1. INTRODUCTION – MOTIVATIONS DE LA RECHERCHE

Les investisseurs institutionnels constituent une donnée capitalistique dans les structures de propriété des entreprises. Il n'en demeure pas moins une difficulté de mesurer leur influence sur les styles de gestion et de gouvernance des entreprises. Ainsi, l'activisme dépendrait de la nature de l'investisseur et de la manière avec laquelle il se positionne : les fonds mutuels et les fonds de pension auraient pour volonté d'agir sur les structures de gouvernance et de responsabiliser les équipes dirigeantes (Goranova, Ryan, 2014) tandis que les hedge funds (recourant à l'usage de produits dérivés) seraient susceptibles d'être plus activistes (Ben Arfa et Labaronne, 2016).

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 un dénoyautage des structures de propriété de l'économie réelle et par une poussée vers un processus de mondialisation financière. Alors que la place boursière parisienne possédait une connaissance relativement précise des routines de fonctionnement des investisseurs 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 parfois considérée avec beaucoup de méfiance par les acteurs locaux (entretien avec D. Lebègue, 2015). Les investisseurs institutionnels étrangers (notamment anglo-saxons) se sont donc positionnés dans des univers capitalistiques peu connus. Dans certains cas, leurs niveaux de participations ont légitimé un accès direct à la gouvernance de l'entreprise afin de susciter des mesures de révision des périmètres stratégiques de l'entreprise.

L'objectif de cette recherche est d'essayer d'approcher des éventuels comportements différenciés de la part 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 à coller aux attentes des investisseurs institutionnels (capital éclaté sans contre-pouvoir capitalistique) versus le cas d'entreprises à capital cadencé par des actionnaires attachés à la continuité de l'orientation stratégique retenue (par exemple, les entreprises familiales). La réalité des faits semble démontrer, à tout le moins au départ des cas analysés (les groupes ACCOR et Lagardère), une certaine homogénéité des comportements institutionnels adoptés. Les résultats auxquels nous parvenons démontrent que c'est plus la capacité de coalition des investisseurs institutionnels que la manière avec laquelle est originellement composé le capital qui permettrait d'approcher l'expression de l'activisme.

2. 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. 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. 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 de côté des structures de propriété à niveaux de concentration plus élevés, avec la question du profil

des investisseurs centraux dans les structures de propriété. 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. 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). Dans cette logique, on peut penser que les petits porteurs imiteraient le positionnement institutionnel et mandateraient ces investisseurs afin qu'ils 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 catégorisation des investisseurs institutionnels s'est largement établie sur la base temporelle de leurs 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 dernière configuration, il y aurait donc une corrélation très forte entre le dégagement de valeur des entreprises contrôlées et celui 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 préféreraient se retirer du capital plutôt que d'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. La qualification des investisseurs institutionnels tournerait dès lors plutôt autour du débat des mesures utilisées pour parvenir à accroître la valeur de l'entreprise qu'autour de la question du temps de détention. Deuxièmement, elle ne prend pas en considération les dynamiques actionnariales au sein des structures de propriété et l'évolution concomitante des rapports de force : des investisseurs institutionnels de court terme pourraient accroître leurs degrés de participation et adopter une posture assimilable à celle des institutionnels de long terme (voir Kim W., Kim W., Kwon K., 2009). Dans le déroulé de l'article, nous privilégierons cette manière de procéder à celle basée sur l'horizon temporel de placement.

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), ce qui pourrait expliquer des actions de concert avec des institutionnels nationaux.

3. L'ACTIVISME DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

La capacité des investisseurs institutionnels à faire évoluer les modèles entrepreneuriaux et financiers a largement été 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 influencer 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, Gueguen S., Melka L., 2021).

L'orchestration de l'activisme aura, tout d'abord, pour finalité de se positionner dans des lieux de gouvernance qui permettent aux investisseurs institutionnels de susciter des modifications de l'entreprise. Comme envisagé par Gueguen S. et Melka L. (2021), dans un premier temps, des espaces informels de parole peuvent faciliter les échanges pour obtenir l'adhésion des dirigeants aux prétentions institutionnelles (l'open activism également décrit par Aiken A. et Lee C., 2020). Dans un deuxième temps, en cas d'échec de ces négociations, des campagnes activistes peuvent être conduites et l'influence des investisseurs institutionnels sera d'autant plus marquée qu'elle s'exercera dans des espaces formels de gouvernance où ils vont essayer de rallier les autres actionnaires.

Dans cette ordre d'idée et dans la mesure où l'investisseur institutionnel côtoie d'autres actionnaires dans la structure de propriété, se pose la question des facultés de coalisation. Sur les capacités de coalisation des 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 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 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, ceux-ci auraient théoriquement tendance à essayer de se positionner au sein de contextes actionnariaux qui leur seraient acquis (des structures de propriété fortement éclatées, une présence historiquement ancrée d'autres investisseurs institutionnels...). Dans cette optique, certaines études ont démontré que le contexte familial engendrait des questions d'agence très spécifiques qui pourraient 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 favoriseraient pas la présence d'investisseurs institutionnels actifs dans le voisinage de l'actionnaire de référence (Navarro M., Gómez S., García L., 2011).

En fonction 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 – 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 adressée 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 français.

4. EVOLUTION DES CONTOURS DU CAPITALISME À LA FRANÇAISE

Le capitalisme à la française a été largement influencé par de grandes orientations politiques. 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 ont été logées dans un entrelacs de participations croisées, avec comme clés de voûte, trois institutions bancaires et financières : Société Générale, BNP et AXA-UAP. Peu de mouvement était observé entre ces trois zones d'influence, donnant ainsi une vision très sclérosée du capitalisme à la française. L'éclatement des noyaux durs au début des années 2000 a été largement analysé et semble s'expliquer par un désir des acteurs financiers de se concentrer sur leur métier et posséder les moyens financiers pour participer à la consolidation de leur secteur d'origine. Dans cette optique, les différents mouvements sur le capital de Paribas (qui était située dans la sphère de la BNP) initiés au départ par la Société Générale (le 9 février 1999, une offre publique d'échange de la Société générale sur Paribas est officiellement lancée, suivie d'une contre-offre, le 9 mars, de BNP pour la reprise de la Société Générale et de Paribas. La création de BNP Paribas sera entérinée le 23 mai 2000 lors d'une Assemblée Générale mixte, Bonin H., Blancheton B., 2017) ont brisé le statu quo capitalistique entre les

trois zones. S'en sont suivis des retraits massifs des structures de capital d'entreprises non liées au secteur financier. Les espaces capitalistiques engendrés ont été, en partie, comblés par des investisseurs nationaux (principalement des fonds d'investissement, Pommet S., Rainelli M. (2012)) et internationaux. Ces différents mouvements ont conduit à une représentation générale du marché français arc-boutée autour de trois grandes formes de capitalisme (Morin F., Rigamonti E., 2002), avec des 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 la coexistence, sur un même marché, des différentes orientations capitalistiques et, deuxièmement, des structures de propriété peu susceptibles d'évoluer dans le temps. Ces éléments donnent une vision très figée du capitalisme à la française consolidée par un fonctionnement très *gentlemen agreement* entre des personnes qui avaient l'habitude de se côtoyer (Del Vecchio N., 2010) et qui possédaient des profils sociologiquement proches (Comet C., Finez J., 2010).

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). En lien avec les études de cas qui seront évoquées dans la suite de cet article, il convient de préciser que les groupes ACCOR et Lagardère faisaient partie tous les deux de la sphère d'influence de la BNP (à titre illustratif, lors de la privatisation de Matra en 1988, la BNP prend 2% du capital). De plus, la famille Lagardère a joué un rôle

très important dans certains mouvements capitalistiques durant les années 80 (par exemple, le rachat de Hachette par Matra et Havas en 1981, Nouzille V., Schwrtzbrod A., 1998).

La réalité des faits démontre des degrés de porosité plus importants entre les différentes sphères présentées ci-dessus. Si le positionnement des investisseurs institutionnels réputés comme actifs s'est opéré naturellement dans des structures de propriété ouvertes, celui-ci a eu tendance à également concerner des structures peu réceptives à leur arrivée. Les réticences des actionnaires historiques s'appuient sur une volonté documentée de ces investisseurs à mettre à mal le construit stratégique et la gouvernance des entreprises. Pourrait dès lors s'opérer une remise en question d'un business model construit et développé de longue date par des personnes issues d'un même sérail.

5. MÉTHODOLOGIE 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, singulièrement ceux développés par Morin et Rigamonti (2002). L'important

suivi des cas Lagardère et ACCOR par les médias a facilité l'accès aux données. Les différentes sources d'informations retenues ont été les suivantes : Les Echos, Le Figaro, Le Parisien, Le Monde, Le Point, La Tribune, Reuters, Capital, BFMTV ainsi que des communiqués de l'Association de Défense des Actionnaires Minoritaires (ADAM). En corollaire, nous avons pris en considération tous les points de vue énoncés au départ des différents sites Internet des parties prenantes. Les informations ainsi recueillies ont permis, dans certains cas, d'obtenir des données très objectivables (par exemple l'évolution des niveaux de détention de capital) et, dans d'autres cas, de collecter le ressenti de parties prenantes centrales.

6. ANALYSE DE L'IMPULSION INSTITUTIONNELLE AU SEIN DES GROUPES ACCOR ET LAGARDÈRE

6.1 Préliminaires

Les deux entreprises françaises considérées présentent des profils sectoriels différents et des perspectives de développement très éloignées. Dans les deux cas, une image forte induite par les fondateurs les a gravées dans le marbre de la réussite entrepreneuriale française. La restructuration du groupe ACCOR sous impulsion institutionnelle s'est achevée en 2010 alors que 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 (une Société Commandite par Actions - SCA) avait pour vocation

de verrouiller le capital et ne permettait 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 prises de participations des institutionnels.

6.2 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'un portefeuille de produits à niveaux de rentabilité inégale tandis que l'activité service était très rentable avec, au final, une forte internalisation de mouvements financiers de l'activité service vers l'hôtellerie. L'attrait des investisseurs institutionnels s'est porté 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 spécifique. On peut penser que, dans l'esprit des institutionnels, la formule unifiée complexifiait les essais de prises de contrôle de l'une ou l'autre branche de l'entreprise.

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, 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. En fonction de la forte dispersion des droits de propriété d'ACCOR, Colony Capital s'est positionné au sein d'une structure relativement 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 demanda 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'accompagne 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 doivent donc être appréhendés de manière agglomérée. L'approche de Colony Capital était relativement rassurante quant au maintien d'une structure unifiée pour le groupe mais les paradigmes vont se modifier lors de l'immixtion d'Eurazeo dans la structure de propriété. Dans cette optique, le discours de Patrick Sayer¹ - président d'Eurazeo mais pas encore intégré dans le Conseil d'Administration du groupe - relatif au positionnement de l'activité services du groupe est symptomatique d'une volonté

¹ Représentant d'Eurazeo au sein du Conseil d'Administration d'Accor à partir d'août 2008

d'évolution des périmètres stratégiques («*La valeur du pôle services n'est pas reflétée dans le cours de Bourse. Mais c'est à la société de passer en revue les différents moyens d'y remédier*, Les Echos, 5 mai 2008»). 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. Une autre voie d'explication serait qu'Eurazeo, concurrent d'ACCOR du fait de sa participation dans Bed&Breakfast aurait voulu activement participer au mouvement de démembrement de l'entreprise.

Tableau 1 : Evolution de la structure de propriété du groupe ACCOR (% de capital détenu)

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

En ce qui concerne la gouvernance et la direction du groupe, Colony Capital était 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) a également intégré le Conseil d'Administration. Ses propos relatifs au manque de synergies entre les hôtels et les services lors de son intronisation peuvent être

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 a abandonné 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), cette dernière étant plus familière aux investisseurs anglo-saxons (voir Bourjade S., Germain L., Lyon-Caen C., 2016). 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 et de ses valeurs historiques («*ACCOR doit marcher sur ses deux jambes*», Gilles Pélisson, 2006), les décisions prises par la nouvelle direction ont eu 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 a également revendu Go Voyages et Red Roof Inns. Enfin, l'amplification de la politique d'externalisation et la cession des actifs immobiliers étaient censées consolider le recentrage sur les deux métiers de l'entreprise.

Après un rebond boursier observé entre le début 2006 et mi-2007 (caractérisé par un accroissement de 68% de la valorisation boursière), 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 a été forcément affectée. Pour rappel, Eurazeo est entré dans le capital en 2007 - juste avant la crise des subprimes - et donc un momentum peu judicieux pourrait expliquer l'accroissement de la pression institutionnelle.

Dans cette optique, en 2009, différentes modifications se sont opérées.

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) ont quitté le Conseil, suivis de Serge Weinberg, qui en avait la présidence. Ce dernier départ a alors engendré le cumul des fonctions PDG/PCA pour Gilles Pélisson.

Deuxièmement, à partir de 2009, la CDC, actionnaire de référence qui aurait pu contester les velléités institutionnelles de restructuration de l'entreprise, sort de manière partielle de la structure de propriété de l'entreprise.

Troisièmement, en 2009 et en 2010, les messages de la direction sont devenus 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, AFP, 27 août 2009. En novembre 2009, le Conseil indiquait «*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*» (Les Echos, 16 novembre 2009). En novembre 2010, Gilles Pélisson avançait que « *Les deux activités sont mûres pour voler de leurs propres ailes. Les services ont atteint la taille critique et l'hôtellerie a moins besoin de cash. De plus, les deux entités, séparées, devraient être mieux valorisées en Bourse*», (Capital, 3 novembre 2010).

Le 15 décembre 2009, le Conseil d'Administration se prononçait en faveur du projet de scission des activités d'hôtellerie et de services du groupe, qui devait être présenté aux actionnaires à la mi-2010.

En juin 2010, les actionnaires d'ACCOR ont approuvé à 88,49% la scission du groupe en deux entités cotées : d'un côté l'hôtellerie (ACCORHOTELS) 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. À 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 (après la scission du groupe, Nicolas Sarkozy devint administrateur de la partie hôtellerie en 2017, proximité de Nicolas Sarkozy avec les fonds qataris lors de la revente du PSG par Colony Capital...). Même si l'influence de ces liens ne peut être clairement démontrée, la passivité de la Caisse des Dépôts et des Consignations laisse toutefois penser que l'Élysée a adopté une posture de laisser-faire, contrairement à celles retenues pour défendre Danone contre les prétendues velléités de reprise par Pepsi quelques années auparavant (conduisant à un remaniement de la loi française sur les OPA en 2006) et pour contrer le rachat de Carrefour par Couche-Tard en 2021. Ainsi, même si la CDC est présente dans la structure du groupe ACCOR et semblait être en mesure – du fait de ses niveaux de détention (8% en 2008) – de remettre en cause les positions du couple institutionnel, elle a commencé dès 2009 à se retirer du capital, laissant ainsi toute liberté à Colony Capital et Eurazeo pour orchestrer la scission de l'entreprise.

En fonction des éléments récoltés, nous pouvons avancer que l'activisme de Colony Capital et d'Eurazeo a été grandement facilité par l'indifférence de la sphère politique. S'il est bien évidemment dangereux d'avancer que l'inertie politique a pu être à l'origine du positionnement de Colony Capital au sein du groupe ACCOR, il n'en demeure pas moins que, par son manque d'action (alors que la Caisse des Dépôts et des Consignations pouvait constituer un levier pour contrer les deux fonds), le pouvoir politique aurait ainsi donné, aux deux investisseurs institutionnels, une sorte de blanc-seing à la restructuration du groupe.

6.3. 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 était architecturé autour de pôles d'activités peu reliés.

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 a pénétré 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 associés-commandités (qui sont responsables de la gestion de l’entreprise et qui sont également responsables indéfiniment et solidairement sur leurs biens personnels des dettes de la SCA envers les tiers). et les actionnaires-commanditaires (responsables dans la limite de leurs apports). En synthèse (Charlier P., 2014), dans la SCA, les pouvoirs sont répartis entre les commandités (via la gérance) et les commanditaires (via le Conseil de Surveillance²). Dans les statuts de Lagardère, il est prévu que l’élection du gérant est soumise à l’accord du Conseil de Surveillance et de l’Assemblée Générale. Au sein de Lagardère, les commandités sont Arnaud Lagardère et une holding qu’il détient, Lagardère Capital & Management (LCM) ;
- Dans cette optique, la question pour l’exercice de l’activisme concerne plus la modification de la forme sociétale du groupe que le « simple » contrôle du 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 ; Schier G., 2014), 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

¹ Pour une comparaison entre le Conseil d’Administration et le Conseil de Surveillance sur le marché français, voir l’étude de Godard L. (1998)

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 de la revente du solde des participations dans 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 détient 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 Energies en 2016.

Tableau 2 : Principaux mouvements récents dans la structure de propriété du groupe Lagardère (octobre 2020)

Amber		Vivendi			Arnault
Date	% capital	Date	% capital	Date	% capital
18-12-2018	0,05				
31-12-2018	0,053				
04-12-2019	0,067				
12-02-2020	0,1032				
28-02-2020	0,1398	22-04-2020	0,106		
02-03-2020	0,1527	08-07-2020	0,15	19.08.2020	27% de LCM
26-03-2020	0,1642	09-07-2020	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 (0,1539 des droits de vote)	01-10-2020	0,267 (0,2262 des droits de vote)	13.10.2020	0,0775 (0,06 des droits de vote)

Avant d'aborder les raisons de ces évolutions dans le capital du groupe, il convient de préciser que, dans le voisinage de ces trois actionnaires, on retrouve également Qatar Investment Authority, détenteur de 13,03% du capital et de 20,19% de droits de vote

(historiquement présent dans la structure de propriété depuis 2011), Fimalac, avec 3% du capital (participation acquise en avril 2020), Arnaud Lagardère, avec 7,26% du capital (11,25% de droits de vote) ainsi que la Caisse des Dépôts et des Consignations (3,86% du capital et 5,38% des droits de vote) et des investisseurs institutionnels 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, le 28 février et le 2 mars).

À la suite de ce positionnement, Vivendi a également pris 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 (3% du capital 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, BFMTV, 13 mai 2020). Vincent Bolloré est apparemment entré dans le capital du groupe afin de consolider la position d'Arnaud Lagardère, même si les opérations d'acquisitions sont symptomatiques de l'historique de Vivendi. Les performances dégradées du groupe Lagardère au premier semestre 2020 ainsi que le positionnement de Bernard Arnault à partir de mai 2020 ont modifié les rapports entre Amber Capital et Vivendi : ceux-ci ont signé un pacte d'actionnaires le 11 août 2020.

Dès lors, 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 autre solution pour asseoir le pouvoir d'Arnaud Lagardère.

Pour ce qui est des participations prises par Bernard Arnault, elles vont s'opérer à deux endroits : 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.

Les liens historiques entre les deux groupes sont nombreux : 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 si le fonds n'a jamais caché sa volonté 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'Arnaud Lagardère (et le maintien de la forme juridique). 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, proche du 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 et Sarkozy ont été nouées de longue date. Comme dans le cas du groupe ACCOR, l'idée n'est pas d'avancer que Nicolas Sarkozy constituerait la clé de voûte d'un système facilitant ou inhibant l'activisme en fonction du profil des investisseurs en présence mais simplement de préciser qu'il fait partie intégrante du jeu d'acteurs capitalistiques avec des liens tissés de longue date : par exemple, son séjour, en 2007, sur La Paloma, un yacht de luxe, propriété de Vincent Bolloré (Capital, 8 mai 2007), son rôle dans le dénouement de la succession complexe à la suite du décès de Jean-Luc Lagardère en 2004 (Le Nouvel Observateur, 23 février 2020), Bernard Arnault fut le témoin du Nicolas Sarkozy lors de son mariage avec Cécilia en 1996 (L'Express, 10 septembre 2012).

Guillaume Pepy a été nommé à la direction de la SNCF en 2008 par Nicolas Sarkozy. Son rôle 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 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 au sein du Conseil ont collé 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 exercé par Vivendi et le fonds qatari.

Au fur et à mesure du temps, les positions apparemment 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 ont été, 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, le 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 accordait à la gérance du groupe. C'est d'autant plus inquiétant pour Arnaud Lagardère qu'en termes de droits de vote en AG, le fonds était, à ce moment-là, le deuxième actionnaire le plus important dans la structure de propriété.

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 concordantes³ ont avancé que le pacte d'actionnaires conclu était 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 peu influents. La formule de Commandite par Actions constituait dans l'esprit d'Arnaud Lagardère un garde-fou contre les velléités de remise en question de son style de gestion.

Au-delà des raisons qui ont conduit à ces mouvements sur le capital de 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 cette optique, la question porterait plus sur les aménagements contractuels proposés à Arnaud Lagardère pour sortir du processus décisionnel de l'entreprise

³ <https://www.capital.fr/entreprises-marches/cette-petite-bombe-cachee-dans-le-pacte-entre-bernard-arnault-et-arnaud-lagardere-1381542>

que sur le démantèlement de l'entreprise qui semble 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.

7. HOMOGENÉITÉ 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. À cette fin, sa construction s'est basée, comme précisé lors de la définition de la question de recherche, sur des variables actionnariales, de gouvernance, stratégiques, financières et politiques.

Au niveau actionnarial, les niveaux de prises de participations sont très élevés et, dans les deux cas de figure, l'investisseur institutionnel anglo-saxon agit de concert ou en partenariat avec un investisseur français. Ainsi, l'actionnaire institutionnel étranger (Amber et Colony Capital) a pris appui sur un institutionnel national (respectivement Vivendi et Eurazeo), et ce afin de profiter d'avantages informationnels (Aabo T., Lee S., Pantzalis C., Park J. (2020)). Dans les deux cas de figure, les institutionnels anglo-saxons ont, dans un premier temps, pris des niveaux de participations relativement faibles qui ne leur permettaient de

peser sur les orientations retenues. Dans un deuxième temps, ils ont sensiblement accru leurs niveaux de détention et un investisseur national les a très rapidement suivis, alors qu'il était initialement absent de la structure de propriété.

Au niveau de la gouvernance, les deux entreprises ont subi des modifications importantes. Pour ACCOR, les investisseurs institutionnels se sont fait représenter au sein du Conseil d'Administration et ont provoqué la modification de la direction de l'entreprise ; pour Lagardère, la gouvernance a également été modifiée mais, cette fois, dans le but d'éviter le positionnement des institutionnels.

Pour les variables stratégiques, dans les deux cas de figure, la volonté des investisseurs institutionnels est de parvenir à une révision du business model des entreprises soit par une scission (ACCOR), soit par un démantèlement (Lagardère), avec la réalisation d'éventuelles plus-values financières. Ce constat est d'autant plus prégnant que les deux entreprises possèdent des portefeuilles d'activités peu reliées entre elles. Dans les deux cas de figure, l'accroissement de l'activisme semble avoir aussi été induit par des chutes relativement importantes de la valorisation boursière des deux groupes, même si celles-ci s'expliquent par des éléments exogènes à la gestion des entreprises (crise des subprimes pour ACCOR et crise sanitaire pour Lagardère).

Enfin, au niveau des relais politiques et des réseaux d'affaires, dans le cas du groupe ACCOR, la Caisse des Dépôts et des Consignations n'est pas intervenue pour contrer l'action de Colony Capital et Eurazeo. Même si les activités de l'entreprise ne sont pas considérées comme stratégiques pour le pays, ses interventions dans le cas de Danone et plus récemment dans celui de Carrefour posent la question de ce qui est réellement stratégique pour la France. Dans le cas de Lagardère, elle semble également demeurer en retrait. Dans les deux cas étudiés, Nicolas Sarkozy a pénétré les organes de gouvernance des entreprises,

soit après la scission (ACCOR), soit durant l'exercice activiste (Lagardère). Dans ce dernier cas, les liens de l'ancien Président de la République avec les différents protagonistes nationaux (Bernard Arnault, Vincent Bolloré et la famille Lagardère) semblent nombreux et noués de longue date.

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
Forme juridique	SA	SCA
Cotation en Bourse – indice de référence	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-saxonne	Anglo-saxonne
Historique activiste en France	Non	Oui
Objectif de l'activisme	Scission de l'entreprise	Démantèlement de l'entreprise
Etat de l'activisme	Achévé	En cours
Temps de présence dans le capital	5 ans	4 ans (en cours)
Durée de l'activisme	3 ans	12 mois (en cours)
Coalitions actionnariales	Oui (Eurazeo), action de concert	Oui (Vivendi), pacte d'actionnaires
Montée dans le capital	Progressive pour Colony Capital, subite pour Eurazeo	Progressive pour Amber, subite pour Vivendi
Nationalité du partenaire	Française	Française
Niveau des participations (coalition)	Élevé (29 %)	Élevé (46 %)
Présence d'un chevalier blanc	Non, peu de résistance actionnariale	Oui, résistance actionnariale
Variables financières	Pertes sur les placements initiaux (plus importantes pour Eurazeo que pour Colony Capital)	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

8. CONCLUSIONS

À la question de recherche initialement posée et relative à une éventuelle différenciation de l'exercice activiste des investisseurs institutionnels en fonction du contexte actionnarial, nous répondons par la négative. En effet, en prenant en considération deux entreprises françaises aux contours capitalistiques différents

et deux institutionnels distincts – une structure de propriété ouverte soumise à l’activisme de Colony Capital (ACCOR) et une structure de propriété fermée soumise à l’activisme d’Amber (Lagardère) - , nous démontrons que l’exercice activiste des institutionnels présente des niveaux élevés de similitude : une action conduite en partenariat avec d’autres actionnaires, une focalisation sur des modifications de la gouvernance, des objectifs de démantèlement de l’entreprise ainsi que des horizons temporels relativement courts pour l’opérationnalisation de leur activisme. Ces conclusions posent également la question du renouvellement des trois formes de capitalisme développées par Morin et Rigamonti dans les années 2000.

Ce résultat nous permet d’avancer que la pression institutionnelle a suivi une procédure relativement 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 évoluer les périmètres stratégiques dépend fortement de la possibilité qu’a l’investisseur institutionnel de se coaliser avec d’autres actionnaires. Les relais dans des réseaux politiques et économiques acquis 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’avérerait 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.

RÉFÉRENCES

- 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
- Ben Arfa, N., Labaronne, D. (2016), Activisme actionnarial des Hedge Funds : une étude exploratoire au sein des entreprises françaises. *Revue Française de Gestion*, 1 (254), 17-36.
- Bonin H., Blancheton B., (2017), « Crises et batailles boursières en France aux XXe et XXIe siècles », Librairie Droz, 488 pages
- 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., Labégorre F. (2011), « La gouvernance des sociétés françaises cotées est-elle toujours familiale ? », *Management & Avenir*, Vol.9, n°49, pp.16-35
- Bourjade S., Germain L., Lyon-Caen C. (2016), « Conseils d'Administration : indépendance, collusion et conflits d'intérêts », *Revue Française d'Economie*, Vol.31, n°2, pp.3-25
- 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
- Charlier P. (2014), « La société en commandite par actions : un outil de transmission pour l'entreprise familiale cotée », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol.17, n°3, pp.

- 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
- Godard L. (1998), « Les déterminants du choix entre un conseil d'administration et un conseil de surveillance », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol.1, n°4, pp.39-61
- Glossner S. (2019), « Investor horizons, long-term blockholders, and corporate social responsibility », *Journal of Banking & Finance*, Vol.103, pp.78-97
- Goranova, M., Ryan, L. (2014). Shareholder Activism : A Multidisciplinary Review. *Journal Of Management*, 40 (5), 1230-1268.
- Gueguen S., Melka L. (2021), « Les fonds activiste : modes d'action, stratégies et résultats », Editions Dunod, 208 pages
- 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
- 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
- Nouzille V., Schwrtzbrod A. (1998), « L'acrobate, Jean-Luc Lagardère ou les armes du pouvoir », Editions du Seuil, 345 pages
- 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
- Pommet S., Rainelli M. (2012), « Capital-investissement et performances des firmes : le cas de la France », *Vie & sciences de l'entreprise*, Vol.1, n°190, pp.30-45
- 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 Company You Keep: The Effect of Other Large Shareholders in Family Firms », *Corporate Governance: An International Review*, vol.23, n°3, pp. 216–233
- Schier G. (2014), « Entreprises familiales et innovation », *Gestion 2000*, Vol.31, n°5, pp.123-138
- 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

Liens internet

<https://www.capital.fr/economie-politique/c-est-sur-le-yacht-de-vincent-bollore-que-se-repose-nicolas-sarkozy-190426>

<https://www.nouvelobs.com/politique/20200223.OBS25187/lagardere-sarkozy-nous-nous-sommes-tant-aides.html>

https://lexpansion.lexpress.fr/actualite-economique/bernard-arnault-et-nicolas-sarkozy-proches-depuis-longtemps_1158948.html