



Investissement

QU'EST-CE QUE L'ENGAGEMENT ACTIONNARIAL ?



Olivier de Guerre

Président
 PhiTrust

L'auteur revient sur l'origine de l'activisme, motivé initialement par l'amélioration de la gouvernance et une meilleure gestion des risques financiers dans les entreprises, et qui a évolué vers les enjeux environnementaux et sociaux. Cet engagement définit aujourd'hui une responsabilité de l'actionnaire dans la stratégie des entreprises.



« **N**ous ne croyons pas ce que nous savons », nous dit le philosophe Jean-Pierre Dupuy¹. « Nous savons que la catastrophe nous attend, mais nous n'y croyons pas... Or c'est paradoxalement le jour où nous la croirons inéluctable que nous serons à même de prendre les mesures pour l'éviter ! »

Depuis de très nombreuses années, les investisseurs actionnaires d'entreprise se sont comportés de façon « irrationnelle », en privilégiant la rentabilité financière et ce quelle que soit la qualité de la gouvernance des sociétés dans lesquelles ils investissaient. De nombreux scandales ont émaillé l'histoire financière, depuis les années 1980 : Bhopal en Inde, Enron aux États-Unis,

¹. « Pour un catastrophisme éclairé » paru le 16 avril 2004.

Vivendi en France, Parmalat en Italie, Rana Plaza au Bangladesh, BP aux États-Unis... Pour ne citer que quelques-unes des catastrophes qui ont permis d'identifier que même les plus belles entreprises pouvaient disparaître en très peu de temps.

Pourtant, jusque très récemment, quasiment l'ensemble des investisseurs privés et institutionnels s'étaient progressivement convertis à la doctrine de l'École de Chicago qui considère que le « Marché » est « premier » et qu'il est le seul capable de favoriser l'émergence d'entreprises qui répondront aux besoins de la planète. L'actionnaire n'a qu'un but en soi : rechercher une rentabilité élevée de son dividende, ce qui obligera les entreprises à optimiser leur organisation pour répondre à son objectif qui est de remercier ses actionnaires qui lui ont apporté du capital. Les catastrophes rappelées ci-dessus ont été

vécues comme des accidents regrettables certes, mais qui ne sont en aucune façon de la responsabilité des actionnaires. Les actionnaires d'Union Carbide aux États-Unis (maison mère de Bhopal) ou d'Enron n'ont d'ailleurs jamais été inquiétés, mais ont perdu la valeur de leurs actifs, signe que le marché est « bien organisé »...

LES ACTIONNAIRES ONT-ILS UNE RESPONSABILITÉ ?

Les questions financières ou stratégiques débouchant sur une vision financière étaient un sujet de préoccupation pour les entreprises et leurs dirigeants, les questions sociales ou environnementales, en aucune façon. À cet égard le licenciement était vu comme une « opportunité » et un accident environnemental comme une « erreur ». Après la catastrophe de Toulouse², les gendarmes ont dû aller chercher chez lui Thierry Desmarests, président de Total, actionnaire à 96 % de la société Grand Paroisse (où avait eu lieu l'accident), car il ne voulait pas se présenter à l'audience, se considérant comme « non responsable ».

De même, du côté des actionnaires, le développement de stratégies d'investissement sur l'ensemble des marchés mondiaux a été un formidable accélérateur pour générer de la performance financière, tout en transformant les investisseurs actionnaires de sociétés cotées en « financeurs » plutôt qu'actionnaires. La multiplication du nombre de lignes dans les portefeuilles a progressivement amené les investisseurs à considérer que seule l'analyse financière primait, les autres questions (environnement, social, gouvernance) étant un « plus », mais en aucune façon une préoccupation. Ainsi cela les a amenés à ne plus aller en assemblée générale (une démarche jugée pas vraiment « importante »...), voire à n'y participer et n'y voter que quand le sujet était « sensible »...

• Une première approche financière de l'investissement « engagé »

Heureusement cette attitude qui s'est très largement développée chez les gestionnaires d'actifs, ne l'a pas été chez les fonds de pension anglo-saxons qui ont des horizons de temps de 30-40 ans pour anticiper les retraites à payer à leurs cotisants quand ils partiront à la retraite. Cela les a incités à devenir plus « intrusifs » auprès de ceux qui ne respectaient pas leurs codes de conduite compte tenu d'un risque identifié (le plus souvent de gouvernance) et a amené ces investisseurs puis certains acteurs à élaborer des chartes de gouvernance (comme par exemple le Rapport Bouton³).

Les investisseurs anglo-saxons ont ainsi été les premiers

à essayer d'intervenir en assemblée générale aux États-Unis, parce que les droits des actionnaires en assemblée générale sont faibles (les résolutions externes votées par les actionnaires ne sont pas obligatoires – « binding »), alors que les conseils d'administration (CA) ont plus de pouvoir qu'en Europe continentale et peuvent agir même contre l'avis des actionnaires. Ces mêmes investisseurs institutionnels prenant conscience que leur poids relatif dans certaines entreprises leur permettait « de se faire entendre » ont dès lors cherché à agir également dans les autres pays où ils avaient des intérêts financiers. Cette approche a été principalement axée sur les questions de gouvernance et plus spécifiquement sur les risques financiers et la capacité des entreprises à délivrer de la valeur aux actionnaires, selon l'orthodoxie de l'École de Chicago.

Cette approche financière de l'investissement « engagé » a permis aux actionnaires anglo-saxons de faire reconnaître la primauté d'une gouvernance bien ordonnée pour s'assurer de la pérennité des entreprises et de leur capacité à créer de la valeur pour l'actionnaire. Certains ont même érigé cette approche en utilisant les médias pour se faire entendre et provoquer des changements de gouvernance dans un but de maximiser rapidement la rentabilité de leur investissement, et ils sont aujourd'hui appelés « activistes ».

Le plus souvent et surtout quand elles avaient un actionnariat dispersé, les grandes entreprises européennes se sont considérées « agressées » par ces investisseurs qui cherchent à les amener à changer de gouvernance et/ou de stratégie. Elles considèrent en effet qu'elles peuvent concilier la demande de création de valeur à court terme portée par certains de leurs actionnaires, et en même temps une vision de long terme pour engager les transformations nécessaires et faire évoluer leurs modèles d'affaires pour les rendre cohérents avec les évolutions sociales et environnementales qui prévalent aujourd'hui.

• La prise de conscience d'une responsabilité à exercer

Petit à petit, les actionnaires ont ainsi pris conscience qu'ils avaient une responsabilité à exercer, soit parce qu'ils avaient des enjeux à long terme, soit parce que la législation les a obligés à expliquer à leurs clients les votes réellement exercés et si non pourquoi ils ne le faisaient pas. Une logique de « comply or explain » a prévalu dans le monde anglo-saxon alors qu'en France le législateur a imposé à tous les gestionnaires d'actifs (pas les institutionnels...) de voter et d'expliquer leurs votes à leurs clients. De nombreux codes de gouvernance ont ainsi été discutés et mis en place dans le monde, mais très rares sont ceux qui, à l'exemple du code français Middlenext ont osé une définition de cette responsabilité : l'actionnaire « incarne

2. Explosion de l'usine AZF en 2001.

3. « Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées », remis en 2002, suite à une mission confiée par le MEDEF et l'AFEP-AGREF à Daniel Bouton, alors P-DG de la Société Générale.

la responsabilité quant à la continuité de l'entreprise et fonde son projet dans la durée. Sa légitimité repose sur sa volonté d'exercer réellement son pouvoir dans une perspective de long terme ».

QUELS SONT LES ENJEUX POUR LES ACTIONNAIRES ?

Historiquement les questions soulevées par les actionnaires étaient des questions de gouvernance liées aux droits de l'actionnaire, à l'élection et l'organisation du CA, à la certification des comptes, aux opérations sur le capital pouvant entraîner une dilution, ou des prises de contrôle rampante et dans certains cas à des questions stratégiques.

Progressivement les questions de rémunération des dirigeants se sont imposées comme un élément essentiel du questionnement des actionnaires et ce notamment parce que les montants étaient de plus en plus importants (rarement en baisse...) avec des parties variables potentiellement très élevées et des critères parfois discutables. Rappelez-vous à la fin des années 1990, Thierry Breton, alors ministre de l'économie et des finances, avait voulu mettre au vote la rémunération des dirigeants suite aux « scandales » successifs révélés par les médias. Ce ne sera une réalité qu'en 2018 avec le Say on Pay non plus consultatif mais mis au vote, suite au refus par le CA de Renault de tenir compte de l'avis négatif des actionnaires sur la rémunération de son P-DG, Carlos Ghosn.

• La prise en compte des enjeux environnementaux et sociaux

Il aura fallu la médiatisation des questions liées aux enjeux climatiques, puis l'Accord de Paris en 2015 pour que l'ensemble des investisseurs institutionnels prenne la mesure du risque de perte de valeur des entreprises qui n'auraient pas intégré dans leur stratégie ces enjeux. Avec un horizon d'investissement long, les actionnaires ont mis du temps à comprendre que la valeur de leurs actifs serait affectée par la façon dont les entreprises répondront aux défis climatiques et aux enjeux ESG.

Et il ne serait pas étonnant que la crise du Covid-19 qui est aujourd'hui mondiale crée de telles problématiques sociales que les entreprises soient obligées d'en tenir compte, amenant probablement les actionnaires à agir auprès de celles qui ne comprendraient pas qu'il n'est pas possible de survivre riche dans un océan de désolation et qu'une crise sociale peut avoir des effets directs sur la pérennité des entreprises. Malheureusement, dois-je dire, le discours d'Antoine Riboud à Marseille « Croissance et qualité de vie » en 1972... est étonnamment d'actualité⁴.

Les différents outils mis en place chez Danone pour être

une entreprise participant à une co-construction d'un monde plus à l'écoute de toutes les parties prenantes⁵, démarches soutenues par plus de 95 % des actionnaires, montre bien ce qu'une entreprise peut faire à l'instar de Schneider Electric avec le programme Schneider Electric Energy Access (SEEA) ou bien d'autres encore, le précurseur étant au Mexique, le cimentier Cemex⁶.

Plus fondamentalement les enjeux sociaux et environnementaux sont devenus centraux pour les entreprises et donc pour leurs actionnaires. La prise en compte de ces enjeux dans la loi PACTE en 2019 a quand même soulevé un grand débat, car beaucoup restaient convaincus que ces enjeux n'étaient pas du ressort des actionnaires. La loi en France et les investisseurs institutionnels en ont décidé autrement, ce qui fera que ces enjeux deviendront centraux dans les années à venir. Le changement radical de stratégie de Black Rock en 2020 est uniquement lié au risque de voir ses plus gros clients changer de gestionnaire car il s'était opposé depuis trois ans à toutes les résolutions environnementales aux États-Unis...

PAR QUEL MOYEN LES ACTIONNAIRES PEUVENT-ILS AGIR ?

Historiquement en cas de désaccord avec des dirigeants d'une entreprise, l'actionnaire ou le gestionnaire d'actifs « votait avec ses pieds », c'est-à-dire qu'il vendait sa ligne. Plus récemment les actionnaires ayant élaboré des chartes d'investissement « éthiques ou responsables » privilégiaient l'exclusion d'entreprises dont plus de 10 % du chiffre d'affaires était dans un secteur controversé (armement, cigarettes, pornographie...). Le développement de la prise en compte de critères ESG (environnement, social, gouvernance) dans les stratégies d'investissement a progressivement amené à la création de labels « ISR », Investissement Socialement responsable, qui tous excluent certains secteurs. Plus concrètement, les actionnaires ont plusieurs droits fondamentaux et ce quelle que soit la législation :

– celui de voter : il permet de donner un signe de mécontentement (Vivendi en 2020), de refuser une résolution (Say on Pay de Renault en 2015) ou de soutenir une proposition (97 % en 2009 chez Danone qui proposait d'affecter 25 % du résultat à un fonds de dotation pour aider l'éco système de la société) ;

– la possibilité de questions écrites ou orales en assemblée générale ; beaucoup d'administrateurs ou dirigeants trouvent « nulles et sans intérêt » les questions en assemblées générales des petits porteurs. Mais si vous aviez écouté les questions des petits porteurs en 2009 et plus récemment en 2019 aux assemblées générales des grandes banques françaises, vous seriez étonné aujourd'hui avec

4. <http://go-management.fr/wp-content/uploads/2016/07/Discours-dAntoine-Riboud-aux-Assises-nationales-du-CNPF-le-25-octobre-1972-%C3%A0-Marseille.pdf>.

5. Danone communities – Danone Eco système et Danone Livelihoods.

6. Patrimonio hoy Cemex.



le recul de la pertinence de leurs questions... L'assemblée générale est un lieu unique où les dirigeants (pas seulement le président ou directeur général) et les membres du CA (s'ils sont présents...) ont un contact direct avec les actionnaires et entendent ce qu'ils pensent ou leurs réactions aux propositions. Non seulement intéressant mais surtout très important car les administrateurs sont élus par les actionnaires et pas choisis par le président... ; – la possibilité de « s'engager » directement avec les dirigeants sur des sujets ou questions qui leur paraissent fondamentales pour l'avenir de la société, conscients que si les sujets ne « remontent » pas au dirigeant directement, il est probable que personne ne lui en parlera et encore plus quand il s'agit d'un sujet « sensible ». Autant les questions stratégiques ou financières sont abordées dans les road-shows, mais rarement les questions qui « fâchent » notamment sur la gouvernance ou celles jugées « moins intéressantes » car sociales ou climatiques...

La plupart des investisseurs/gestionnaires votent aujourd'hui, beaucoup posent des questions, notamment par le biais de coalitions⁷ mais très peu (trop peu?) essayent de dialoguer directement avec les dirigeants sur des questions ESG.

• **Des actionnaires et non des activistes**

PhiTrust depuis 2003 a construit un dialogue constructif avec les sociétés du CAC 40 en envoyant systématiquement 40 lettres tous les ans aux dirigeants, traitant de questions de gouvernance, d'environnement ou sociales. Cela nous a amenés à avoir des réunions annuelles avec un grand nombre de sociétés sur ces questions et notamment sur des sujets très sensibles comme la rémunération du dirigeant (il fallait oser!), la séparation des fonctions de président, et de directeur général (« si le président de la République appelle, ce doit être "moi" qui lui répond... »), les droits de vote double (un outil de protection du capital), les questions environnementales (autrefois absentes des « radars »... mais depuis 2016 liées aux objectifs de l'Accord de Paris), les questions de burn out (« il n'y en a jamais »...)... la corruption (« ah non, nous jamais! ») et bien d'autres encore...

Cela nous a amenés à déposer plus de 45 résolutions en France en 15 ans sur ces sujets avec bien des difficultés pour être suivi par les investisseurs institutionnels, mais encore plus de difficulté pour qu'elles soient acceptées par les entreprises pour des raisons procédurales qui ne visaient qu'à éviter le dépôt d'une résolution toujours vue comme une agression! Alors même qu'une résolu-

tion n'est qu'un acte démocratique dans une assemblée générale... À plusieurs reprises des investisseurs nous ont « lâchés » après le dépôt des résolutions suite à un appel de l'entreprise (les conflits d'intérêts existent...), mais heureusement beaucoup d'investisseurs ou gestionnaires français ont « résisté » et nous avons été soutenus par de nombreux investisseurs institutionnels mondiaux. Nous nous sommes engagés à être actionnaires et non activistes. Cela veut dire que notre gestion est indicielle, surpondérant les entreprises avec une bonne gouvernance et qui sont à l'écoute de leurs actionnaires (souspondérant les autres). Et nous ne vendons pas, car nous sommes des investisseurs de long terme. Certains diront que notre gestion indicielle ne « crée pas d'Alpha financier », mais nous pensons bien au contraire que les investisseurs qui sont investis chez nous et sont informés de nos campagnes d'engagement ont un prisme différent pour analyser ces entreprises. Pendant dix ans, nous avons parlé des problèmes de gouvernance chez Renault; depuis quatre ans, nous alertons sur les questions de gouvernance chez Essilor-Luxottica, Vivendi... La liste est longue de situations d'alertes qui permettent d'avoir un regard différent sur l'entreprise concernée. Cette année le dialogue avec Total (qui n'a pas été facile il y a dix ans quand nous avons déposé une résolution sur les sables bitumineux au Canada) a été fructueux, la société acceptant d'introduire dans ses statuts une nouvelle mission pour le conseil liée aux questions sociales et environnementales. La preuve que même si nous ne sommes pas d'accord sur certains sujets, un dialogue constructif de long terme peut être positif et amener les entreprises à évoluer.

• **Développer une expertise française et européenne d'engagement**

Dialoguer et questionner ne peuvent être séparés de l'exercice responsable du vote en assemblée générale et du dépôt de résolutions. Tel est le sens de notre rôle d'actionnaire engagé qui, pour nous, est « normal » et non pas « exceptionnel », et il semble heureusement que nous sommes collectivement en train de redécouvrir que l'actionnaire peut aussi être une partie prenante dans le développement d'une entreprise responsable. Nous devons développer maintenant une expertise française et européenne d'engagement.

La directive européenne Droit des actionnaires⁸ oblige tous les investisseurs professionnels à « s'engager » et PhiTrust a l'ambition d'être rejoint par de nombreux institutionnels pour avoir plus de poids et continuer à agir pour des entreprises encore plus responsables. ■

7. On peut citer ainsi le développement de forums d'engagement collaboratif tels que le Forum pour l'investissement responsable (FIR) en France, l'UN-PRI ou l'Institutional Investors Group on Climate Change (IIGC) ou encore le Climate Action 100+.

8. La directive Droit des actionnaires (Shareholders' Rights Directive 2 – SRD 2) a été adoptée par le Conseil européen en avril 2017.