

**15**  
**ANNÉES**  
**AU SERVICE**  
**DE L'ACTIONNARIAT**  
**RESPONSABLE**

**PHITRUST**  
Investir pour agir

**RENFORCER  
LE RÔLE DES  
ACTIONNAIRES  
ENGAGÉS**

# Et si nous passions à l'ère de l'actionnaire engagé

L'engagement actionnarial, mis en œuvre par les actionnaires minoritaires d'une entreprise, naît d'une interrogation voire d'une défiance, remise en cause ou désalignement entre ces actionnaires et les stratégies déployées par les dirigeants de l'entreprise. Alors activisme ou engagement actionnarial ? Une différence de mots ou de pratiques ? Long terme versus court terme ? Objectifs financiers versus création de valeur ?

Depuis plus de 15 ans, Phitrust, avec l'appui de Proxinvest, s'engage en tant qu'actionnaire pour faire évoluer la gouvernance stratégique et les pratiques environnementales et sociales des grandes entreprises cotées, convaincu que les entreprises les plus à l'écoute sur ces questions seront les plus performantes sur le long terme.

Mais quelles peuvent être les perspectives d'action dans un contexte où la distinction entre actionnaires actifs et activistes s'annonce difficile à faire ? Quel rôle les actionnaires minoritaires peuvent-ils jouer ? L'entrée en vigueur de la Directive européenne « Droit des actionnaires » va-t-elle changer la donne ?

Des questions d'autant plus cruciales qu'une opportunité unique est à saisir : celle de renforcer le rôle des actionnaires engagés dans la transformation du modèle d'affaires des entreprises.

Signe des temps, l'étude 2020 de l'Observatoire Cetelem, qui décrypte depuis 35 ans les tendances européennes de consommation, s'intitule « Le temps du consommateur activiste ». Des consommateurs responsables de plus en plus préoccupés par les comportements collectifs. Et qui, face à des injonctions contradictoires, appellent les entreprises à en faire davantage. Certains dirigeants d'entreprises cotées se plaignent de la passivité des actionnaires financiers, quand d'autres déplorent leur « activisme ». Derrière ce débat, c'est la nature même des conseils d'administration et des assemblées générales qui est questionnée. Est-ce le conseil ou l'assemblée qui doit questionner la stratégie ? Et si on passait à l'ère de l'actionnaire actif, partenaire engagé de l'entreprise responsable ?

Pour projeter dans l'avenir ces années d'engagement patient, constructif et courageux, nous avons voulu laisser une large place à ceux qui nous entourent. Qu'ils en soient tous remerciés !

## SOMMAIRE

<b>DES VOIX QUI MONTENT</b> Redevenir actionnaire	<b>P.5</b>
<b>LES GRANDS THÈMES DE L'ENGAGEMENT :</b> une gouvernance équilibrée pour accompagner la transformation des entreprises	<b>P.11</b>
<b>ENJEUX POUR L'AVENIR :</b> quelles nouvelles pistes pour l'engagement actionnarial ?	<b>P. 20</b>
<b>FÉDÉRER LES ACTEURS EN FRANCE ET EN EUROPE :</b> promouvoir un engagement pour plus d'impact	<b>P. 26</b>
<b>S'ENGAGER POUR FAIRE QUOI ?</b> Et si on parlait de la responsabilité des actionnaires ?	<b>P. 29</b>
<b>REMERCIEMENTS</b>	<b>P. 34</b>

**42%**  
**DE LA CAPITALISATION  
BOURSIÈRE DES  
SOCIÉTÉS DU CAC 40  
DÉTENUS PAR  
DES INVESTISSEURS  
ÉTRANGERS**

**14,5%**  
**DÉTENUS PAR  
DES ACTIONNAIRES  
FAMILIAUX**

**5%**  
**PAR DES  
ACTIONNAIRES  
INDIVIDUELS**

## DES VOIX QUI MONTENT

### L'actionnariat en France

**Le contexte français de l'actionnariat présente plusieurs spécificités : une concentration de l'actionnariat, la forte présence d'actionnaires familiaux et d'investisseurs institutionnels étrangers, un actionnariat individuel limité et enfin, un relatif fort encadrement de l'actionnaire. L'absence de fonds de pension est également un trait caractéristique de la France où les retraites et l'épargne sont gérées par des gestionnaires d'actifs jusqu'ici peu engagés sur les questions de gouvernance, et parfois en conflit d'intérêt avec leurs maisons-mères, banques ou assureurs.**

#### Un actionnariat qui reste concentré

Les investisseurs institutionnels étrangers, pour l'essentiel des gestionnaires d'actifs, ont pris au fil des ans une part de plus en plus élevée du capital des sociétés cotées, au détriment des holdings financières, des banques et des assureurs. Toutefois, leur part décroît depuis 2013, date à laquelle ils avaient atteint un pic à 48 % de la capitalisation boursière du CAC 40. À la fin 2018, le poids de ces investisseurs étrangers dépasse 42 % de la capitalisation des sociétés du CAC 40 résidentes en France, selon la Banque de France. Une baisse qui s'explique essentiellement par un changement dans la composition de l'indice. Autre caractéristique : le poids relativement élevé des actionnaires familiaux, un trait que l'on retrouve aussi en Allemagne et en Italie. Ainsi, selon le dernier baromètre d'Euronext, la part des actionnaires familiaux représente 14,5 % de la capitalisation du CAC 40, contre à peine 10 % de l'indice en 2012. Mais là aussi, l'entrée au sein du CAC 40 des groupes familiaux Dassault Systèmes et Hermès explique, pour l'essentiel, cette évolution. Enfin, la France se distingue par la faiblesse de son actionnariat individuel. Le nombre d'actionnaires individuels a été divisé par deux depuis 2008, à environ 3 millions de personnes. La détention globale d'actions n'a pas chuté dans les mêmes

proportions, notamment grâce au développement de l'actionnariat salarié et de l'investissement diversifié au travers de l'assurance-vie. Il n'en reste pas moins que les actionnaires individuels détiennent moins de 5 % du CAC 40, toujours selon Euronext.

#### Des actionnaires plus encadrés

À l'instar des pays de droit civil, la France offre aux actionnaires un cadre légal plus contraignant, comparé à celui des pays anglo-saxons de droit coutumier, tels que les États-Unis ou le Royaume-Uni. Les minoritaires français ont ainsi plus de moyens de se faire entendre en assemblée générale, mais moins de possibilités de faire valoir leurs intérêts ou de recourir à une action collective. La concentration de l'actionnariat français est également un frein à l'expression des actionnaires minoritaires. L'obligation de rassembler 0,5 % du capital d'une société pour déposer une résolution en assemblée générale est un obstacle important à l'expression des actionnaires. D'autant que la plupart des sociétés en France considèrent le dépôt d'une résolution externe comme une marque d'opposition ou de défiance au conseil d'administration, lui-même élu par l'assemblée générale. Enfin, le droit de vote double, instauré par la loi Florange de 2014, s'apparente davantage à une protection du capital qu'à une mesure favorisant l'investissement de long terme, et la fidélisation des actionnaires.

#### Les actionnaires font entendre de plus en plus leurs voix

La nouvelle directive européenne de 2017 sur le « droit des actionnaires » marque un tournant. Le texte s'attache à renforcer la transparence dans la chaîne du vote et l'exercice des droits des actionnaires, notamment leur droit de vote en assemblée générale. Il leur permet un engagement plus fort dans la gouvernance dans les sociétés cotées dont ils sont actionnaires. Parallèlement, l'essor de la finance responsable, stimulé par l'Article 173 de la loi sur la transition énergétique de 2015 et par la loi Pacte, offre une opportunité aux investisseurs de se prononcer sur les critères ESG d'une société cotée. Certaines entreprises commencent à prendre acte de ces évolutions et sont désormais plus ouvertes aux discussions en amont des assemblées générales avec les actionnaires, quitte à modifier l'ordre du jour ou à ajuster les résolutions. Face à ces nouvelles obligations, les investisseurs ont de plus en plus recours aux agences de conseil de vote (proxy), dont les recommandations, quand ils décident de les suivre, peuvent avoir une incidence majeure sur le résultat lors des assemblées générales. Par ailleurs, à défaut de fonds de pension plus impliqués par nature dans la gouvernance des entreprises dans lesquelles ils investissent, les sociétés de gestion se regroupent plus fréquemment autour de causes communes pour mieux peser face aux entreprises et en assemblée générale. ■

# ACTIONNAIRES LEUR RÔLE EN FAVEUR D'UNE GOUVERNANCE STRATÉGIQUE

**En tant qu'actionnaire détenteur de capital d'une société, un investisseur est responsable de la gouvernance de cette entreprise. À ce titre, il peut et doit exprimer directement auprès de ses dirigeants son avis sur la stratégie décidée et mise en œuvre par le conseil d'administration au travers de la gouvernance. Et, aujourd'hui plus que jamais, il doit demander l'impact de cette stratégie au regard des défis environnementaux et sociaux. L'engagement actionnarial est donc le moyen d'agir sur la gouvernance stratégique et sur les décisions prises en matières environnementales et sociales.**

L'engagement actionnarial représente une opportunité pour les entreprises cotées françaises. Pour une raison simple : les investisseurs institutionnels, ceux qui disposent des capitaux nécessaires au financement des entreprises, ont les moyens de choisir leur marché et les entreprises dans lesquelles ils souhaitent investir. Or, les investisseurs attachent de plus en plus d'importance aux droits des actionnaires et aux « bonnes pratiques » de gouvernance. Ces dernières, apparues dans un contexte anglo-saxon au début des années 90, n'ont cessé depuis de se diffuser. Aujourd'hui, avec le développement de la finance responsable, de nombreux fonds responsables partagent cette vision sur la nécessité de faire évoluer les pratiques des entreprises. Ces efforts des institutionnels pour convaincre portent leurs fruits en France, où la gouvernance s'est peu à peu institutionnalisée.

## **L'évolution du cadre légal de la gouvernance en France**

Les codes sur les « meilleures pratiques » de gouvernance n'ont pas émergé de façon spontanée en France. Le poids des institutions

financières, des actionnaires familiaux et des réseaux d'influence en est en partie la cause. Les crises ont fait bouger les lignes. Les investisseurs institutionnels étrangers ont joué un rôle déterminant pour promouvoir l'amélioration des pratiques de gouvernance. Ainsi, le premier rapport Viénot s'inscrit précisément dans une période de forte augmentation du poids des investisseurs étrangers à la Bourse de Paris, au détriment d'un actionnariat très hexagonal de participations croisées ou financier (banques et assurances). Deux rapports font désormais référence, avec d'une part, le code Afep-Medef (dans sa dernière version de 2018, issu des rapports Viénot et Bouton) et, d'autre part, le code Middlednext pour les petites et moyennes entreprises (2016). Ces codes ne sont pas des obligations légales. Ce sont des standards qui s'imposent en pratique aux entreprises pour attirer les investisseurs. Certains éléments peuvent être inscrits dans la loi, notamment dans le cadre de la protection de l'épargnant (loi sécurité financière de 2003). Enfin, l'influence des directives européennes agit également sur les pratiques françaises, notamment la directive de 2017 sur le droit des actionnaires.

## **L'éveil des assemblées générales**

Longtemps simples chambres d'enregistrement, les assemblées générales deviennent de plus en plus un espace de dialogue actif, en amont et en aval, entre les actionnaires et les dirigeants, et les conseils d'administration des entreprises. La participation des actionnaires croît. L'engagement actionnarial n'est plus systématiquement considéré comme « une agression » et certaines initiatives d'investisseurs, font avancer le débat et progresser in fine la gouvernance. Bien sûr, les thématiques dominantes des assemblées changent avec le temps, en pointant tantôt la question des rémunérations ou des retraites-chapeaux comme aujourd'hui, ou la séparation des fonctions de direction ou l'indépendance des conseils d'administration. Et de manière croissante, elles couvrent les enjeux environnementaux et sociaux, ainsi que la transformation du modèle d'affaires des entreprises. Phitrust a été de toutes les batailles avec près de 1 700 courriers adressés aux dirigeants du CAC 40 et 45 résolutions déposées depuis 2004. Ces initiatives ont porté sur la défense des actionnaires contre les mesures de protection du capital, à l'instar des droits de vote doubles (Vivendi, Orange, Accor), des clauses statutaires de limitations des droits de vote (Alcatel) ou la traçabilité des votes en assemblée générale, désormais imposée par une directive européenne. Le refus abusif de dépôt d'une résolution externe fût également un grand sujet de débat et de pression avec Total.

## **La grande transformation des conseils**

L'une des conséquences de la diffusion des « bonnes pratiques de gouvernance » est la promotion de la direction duale et de



**L'engagement actionnarial est le moyen d'agir sur la gouvernance stratégique et les pratiques environnementales et sociales.**



l'indépendance des administrateurs. Il reste toujours 22 sociétés du CAC 40 avec un PDG. Mais le cas emblématique de Renault, pour lequel Phitrust n'avait cessé d'alerter sur la concentration des pouvoirs, pourrait faire évoluer les mentalités. Phitrust a également toujours recommandé aux entreprises de garantir l'indépendance du conseil et près de la moitié des sociétés du CAC 40 ont désormais des conseils majoritairement indépendants. Si la composition des conseils évolue, leur mode de fonctionnement aussi, même si de nombreux problèmes demeurent, notamment sur le rôle des comités qui devraient davantage affirmer leur autonomie. Reste également à préciser dans les statuts le rôle de l'administrateur référent, qui n'existe pas en droit français. Ainsi, seules 9 entreprises du CAC 40 ont défini ses missions. Enfin, le rôle des conseils devrait être renforcé dans des situations de crises, comme l'a imposé la loi Sapin II au niveau des banques. La question des rémunérations reste constante même si la multiplication des scandales a conduit à l'adoption de la loi de 2017 dite « Say on Pay ». D'autres pistes ont été approfondies, comme la création de comités stratégiques et la possibilité d'évaluer le travail et l'efficacité d'un conseil.

#### **Le lien entre gouvernance et création de valeur**

Pour l'heure, peu d'études\* ont pu faire le lien entre une « bonne gouvernance » et la création de valeur. Mais sur une base plus empirique, une « mauvaise gouvernance » se traduit souvent par une destruction de valeur. Les codes, la réglementation et la pression constante des investisseurs permettent cependant de limiter les conflits d'intérêts et de préciser les stratégies d'entreprise. Au-delà de la simple application administrative des codes et des lois, « la bonne gouvernance » doit assurer, selon les spécificités propres de chaque entreprise, un équilibre vertueux entre toutes les parties prenantes. ■■■

\* Étude MSCI Raising Minimum Governance Standards Selecting Quality Companies for the long term December 2015.

#### **Un cadre européen qui s'affirme**

La Commission européenne s'intéresse depuis les années 2000 aux pratiques de gouvernance et au droit des actionnaires. L'objectif est de renforcer les droits des actionnaires et de redonner confiance aux investisseurs après un certain nombre de scandales. Il existe de fait une forte convergence en Europe des différents codes de bonnes pratiques de gouvernance, ce qui limite le champ d'action de la Commission au rappel de quelques règles essentielles. Toutefois, une directive de 2006 précise les obligations de transparence en matière de gouvernance. Et la Commission a adopté en 2017 une nouvelle version de la Directive sur les droits des actionnaires (SRD 2), notamment concernant le droit de vote en assemblée générale.

#### **Le rôle croissant des « proxy advisors »**

Les recommandations des agences de conseil en vote, ou « proxy advisors », sont de plus en plus utilisées par les investisseurs institutionnels qui s'appuient sur des équipes d'analyses externes compte tenu des délais très courts pour étudier les documents de référence. Ces agences sont perçues comme les « bêtes noires » par certaines entreprises cotées. Ces dernières leur reprochent leur manque de transparence, ce qui a contraint les plus grandes agences à accepter de se soumettre à des règles plus strictes, notamment pour éviter d'éventuels conflits d'intérêts. En effet, certaines agences proposent également aux entreprises des services de conseil en matière de gouvernance. Autre point essentiel, les agences devront être plus transparentes sur le dialogue noué avec les entreprises, en amont des assemblées générales. Les régulateurs interviennent également. Dans le contexte actuel, la SEC, le gendarme de la Bourse aux États-Unis, vient de prendre des mesures pour réduire l'influence des « proxy », mesures très critiquées par les investisseurs institutionnels américains. L'influence des « proxy », si elle est réelle, ne doit pas faire oublier que la responsabilité finale du vote incombe à l'investisseur.

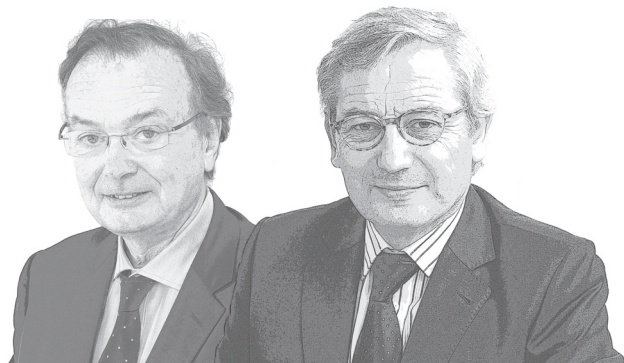
#### **Les fonds activistes sur la sellette**

L'intrusion sur le marché français de fonds activistes a créé de sérieux remous chez les entreprises françaises mais aussi du côté des régulateurs et des pouvoirs publics. Définir un fonds activiste n'est pas évident tant cette notion recouvre des approches de gestion différentes. Toutefois, le fonds activiste peut se définir comme étant un élément perturbateur d'une entreprise cotée pour la contraindre à prendre des décisions susceptibles d'améliorer son cours de Bourse. En clair, le fonds activiste cherche avant tout la plus-value à court ou moyen terme. Après quelques coups d'éclats, les propositions pour mieux encadrer ces fonds activistes se multiplient. Après la commission Woerth à l'Assemblée nationale et le Club des juristes, c'est au tour de l'Afep, représentant les sociétés du CAC 40, qui propose de modifier le cadre réglementaire, notamment pour contraindre les fonds activistes à déclarer leurs intentions et leurs positions au capital.

#### **La force des fonds de pension**

À l'instar du fonds de retraite des fonctionnaires de Californie (CalPERS), les grands fonds de pension anglo-saxons sont des promoteurs actifs d'une meilleure gouvernance. À la différence des gestionnaires d'actifs, ils ne détiennent pas les actions de leurs portefeuilles, ce sont les pensionnés qui en sont les propriétaires. En clair, le fonds de pension n'a de compte à rendre qu'à ses pensionnés, ce qui leur offre une plus grande indépendance de gestion. Afin de donner un impact plus fort à leur engagement, les institutionnels anglo-saxons ont créé l'International Corporate Governance Network (ICGN), qui représente plus de 10 000 milliards de dollars de capitaux. Le poids de ces investisseurs dans le capital des sociétés cotées françaises rend ces dernières plus sensibles à leurs recommandations en faveur des intérêts des actionnaires. En France, les fonds de pension sont pratiquement inexistantes. Et même si les pouvoirs publics tentent de stimuler une épargne retraite au travers de la loi Pacte avec un objectif de 300 milliards d'euros d'encours d'ici 2022, cela semble être un objectif difficilement atteignable avec la disparition annoncée des fonds de pension par capitalisation existants (ERAFP, ...).

## QUESTIONS AUX CO-FONDATEURS DE PHITRUST



### REDEVENIR ACTIONNAIRE

OLIVIER DE GUERRE ET DENIS BRANCHE  
CO-FONDATEURS DE PHITRUST

#### La gouvernance est-elle un vecteur de performance ?

**Olivier de Guerre :** Notre mandat de gestion est centré sur l'engagement actionnarial. Nous ne sommes dans une démarche ni morale, ni purement éthique : nous luttons pour améliorer les pratiques de gouvernance car nous sommes convaincus qu'une bonne gouvernance crée de la valeur alors qu'une mauvaise la détruit. Le track record des sociétés du CAC 40 semble nous donner raison.

**Denis Branche :** L'objectif est de créer de « l'alpha » extra-financier pour générer de « l'alpha » financier, en incitant les sociétés du CAC 40 à une meilleure gouvernance. Pour y parvenir, nous actionnons plusieurs leviers : nouer un dialogue systématique avec les dirigeants, lancer des alertes dans les médias, exercer notre droit de vote et déposer, le cas échéant, des résolutions. Enfin, notre modèle de gestion surpondère les sociétés en fonction de la qualité des échanges et de l'écoute des actionnaires. Cette approche nous permet d'afficher une performance équivalente à celle du CAC 40 dividendes réinvestis, tout en œuvrant à une meilleure gouvernance des sociétés cotées à Paris.

#### Pourquoi est-ce si difficile de faire concrètement de l'engagement actionnarial en France ?

**O.de G. :** Plusieurs raisons peuvent être avancées. Les différences entre les droits anglo-saxon et français changent complètement la perception de l'engagement actionnarial. Aux États-Unis, par exemple, les résolutions en assemblée générale ont valeur de recommandations et le conseil d'administration n'est pas obligé de les suivre. En France, les résolutions votées s'imposent au conseil, ce qui suscite davantage de confrontation lorsqu'elles ne sont pas déposées à l'initiative du conseil. La nature des investisseurs institutionnels en France est également un frein à l'engagement. Les grands actionnaires français ne sont pas des fonds de pension mais des sociétés de gestion, filiales de banques et d'assurance, qui peuvent se trouver en situation de conflit d'intérêt. Du coup, les investisseurs hésitent à se manifester publiquement sur des

sujets qui fâchent et préfèrent vendre leurs titres en cas de désaccord. L'obligation récente d'exercer son droit de vote change cependant les mentalités et l'actionnaire actif séduit davantage aujourd'hui qu'hier.

**D. B. :** Les évolutions sont lentes, en effet, et nous nous considérons à la fois comme des déchiffreurs en matière de gouvernance et des lanceurs d'alerte. Nous nous battons depuis quinze ans contre des pratiques contestables. Dans le sillage du naufrage de l'Erika en 1999, nous avons demandé à Total de présenter un rapport sur les risques qu'il pouvait faire porter à l'environnement. Dès 2009, nous avons essayé de sensibiliser de grands groupes sur le montant des salaires des présidents non exécutifs. Elles ont été reprises en 2013 dans le code de bonne gouvernance de l'AFEP Medef et même inscrites dans le marbre de la loi Sapin 2 en 2016 ! Nous avons été également les premiers à alerter sur la gouvernance de Renault Nissan sous l'ère Ghosn ou à mettre en garde sur les fusions « entre égaux », notamment sur le dossier EssilorLuxottica. Les choses bougent, mais lentement !

#### Qu'est-ce qui vous distingue d'un fonds activiste ?

**D. B. :** Nous partageons au moins un point commun : celui d'être un actionnaire qui souhaite exercer pleinement ses droits ! En revanche, nous divergeons à la fois sur les objectifs et sur la méthode. Les fonds activistes cherchent, de manière plus ou moins agressive, à faire pression sur les dirigeants et les contraindre à prendre des mesures pour faire rapidement monter le cours de Bourse. Nous sommes, en revanche, des actionnaires de long terme qui souhaitent faire entendre leur voix par le dialogue, y compris en assemblée générale. Le plus souvent, c'est bien les échanges noués très en amont des assemblées générales qui permettent de faire avancer les choses, parfois au bout de deux ou trois ans. Dans cet esprit, nous ne menons aucune action en justice et nous exprimons ces désaccords publiquement et non pas en vendant nos titres.

**O.de G. :** Notre objectif n'est pas non plus d'entretenir de bonnes relations avec les patrons du CAC 40 ! Lorsqu'elle s'avère nécessaire, nous ne fuyons pas la confrontation que suscite généralement le dépôt d'une résolution, surtout lorsque nous abordons les questions de pouvoir et d'argent. Et ces tensions sont, d'ailleurs, croissantes avec la montée en puissance des fonds activistes en France. Pour autant, ce qui fait notre force, et sans doute notre spécificité, c'est notre constante volonté de nouer un contact direct et privilégié avec les dirigeants du CAC 40, à raison d'une quinzaine de rencontres par an, sans parler des échanges de courriers. Ce dialogue privilégié est d'autant plus important aujourd'hui que





**Notre vocation est à la fois de tirer la sonnette d'alarme, de partager nos expériences et nos pratiques et de fédérer autour de nous le plus grand nombre d'investisseurs institutionnels. Investir dans notre fonds relève à la fois de l'acte de gestion et d'un engagement en faveur d'une meilleure gouvernance.**



les dirigeants commencent à prendre la mesure des enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance.

#### **Pourquoi investir aujourd'hui dans la Sicav Phitrust Active Investors alors que les critères de l'investissement durable s'imposent dans l'univers de la gestion ?**

**D. B. :** Investir dans notre fonds relève à la fois de l'acte de gestion et d'un engagement en faveur d'une meilleure gouvernance. La performance ensuite. Notre sicav est la seule sur la place de Paris à avoir déposé plus de 45 résolutions (dont plus de la moitié sur les droits de vote), et à avoir mis sur la place publique des questions souvent délicates de gouvernance sur lesquelles les investisseurs sont de plus en plus sensibilisés, sans pouvoir l'exprimer ouvertement. Phitrust reste une société indépendante au service de la place.

**O.de G. :** Notre vocation est à la fois de tirer la sonnette d'alarme, de partager nos expériences et nos pratiques et de fédérer autour de nous le plus grand nombre d'investisseurs institutionnels. Il est également important de créer des liens de confiance, des espaces de débat et d'échange entre investisseurs. Enfin, acheter des parts de notre fonds et siéger à son conseil, est également un moyen de décider en amont et de participer aux campagnes d'engagement, en faveur d'une meilleure gouvernance stratégique des entreprises. Face aux sociétés cotées, les gérants et les investisseurs doivent jouer collectif pour se faire entendre et faire évoluer les pratiques. Depuis près de 20 ans, Phitrust agit de façon constructive auprès des sociétés du CAC 40 sur les grands enjeux de gouvernance stratégique. Le dialogue que nous conduisons permet d'avancer sur de nombreux sujets, y compris environnementaux et sociaux.

#### **Quelles sont, selon vous, les thématiques de gouvernance qui ont le plus progressé en France à la suite de votre action ?**

**D. B. :** Le droit des actionnaires en assemblée générale figure au cœur de nos combats. Depuis 2004, Phitrust s'oppose à la protection du capital, notamment aux droits de vote doubles, qui ont été légalisés par la loi Florange en 2014. Avec les effets contre-productifs que nous connaissons bien aujourd'hui, notamment sur l'attractivité de la place de Paris et qui favorisent les actionnaires de référence et les investisseurs institutionnels. Nous avons déposé de nombreuses résolutions pour le maintien du droit de vote simple, notamment chez Vivendi. Ces batailles sont souvent acharnées mais le droit des actionnaires est désormais bien ancré dans l'esprit des investisseurs. Alors que, en tant qu'actionnaire minoritaire, les possibilités de faire changer les pratiques ESG (environnementales, sociales, et de gouvernance) des entreprises sont juridiquement limitées – et la

menace de sortir de l'investissement en vendant ses titres n'a pas d'impact – l'influence de Phitrust est réelle et concrète.

**O.de G. :** Aujourd'hui plus que jamais, les questions de rémunérations sont des sujets emblématiques, compte tenu du contexte social. Depuis quinze ans, Phitrust recommande la plus grande transparence en la matière et a avancé plusieurs propositions, notamment de soumettre les indemnités des dirigeants au vote des assemblées et de mettre fin à certaines clauses de départ. Le législateur est intervenu depuis à de nombreuses reprises, notamment via la loi Sapin 2, mais le sujet est toujours d'actualité, notamment sur les retraites chapeaux. Nous avons également fortement accompagné et soutenu la lente métamorphose des conseils d'administration, en prônant notamment plus d'administrateurs indépendants et une meilleure parité hommes-femmes. La séparation des fonctions de direction, mais aussi la séparation et l'indépendance des comités au sein du conseil, sont des sujets forts sur lesquels nous étions souvent en avance par rapport à la législation. Chaque avancée en faveur d'une gouvernance plus efficace a été le fruit d'un long combat.

#### **Quel est votre prochain défi ?**

**O.de G. :** Avec, du côté investisseurs, l'article 173 qui les oblige à publier un rapport sur la prise en compte d'objectifs ESG dans leur stratégie d'investissement, et du côté émetteurs la loi relative au devoir de vigilance de 2017 et la récente loi Pacte qui instaure la notion de « raison d'être », nous souhaitons porter les débats entre actionnaires et entreprises sur les questions environnementales et sociales. Et agir pour avoir plus d'impact.

**D. B. :** Pour cela nous devons attirer plus d'investisseurs institutionnels français et étrangers dans notre Sicav. Et élargir notre démarche au niveau européen. ■■■

“  
**C'est clairement l'une des forces de la Sicav d'être perçue par les investisseurs comme un centre de gravité autour des questions essentielles de gouvernance.**  
 ”



## LA GOUVERNANCE EST AU CENTRE DES ENJEUX FINANCIERS ET EXTRA-FINANCIERS

PIERRE-HENRI LEROY ET LOÏC DESSAINT  
 PRÉSIDENT ET DIRECTEUR GÉNÉRAL  
 DE PROXINVEST

**Proxinvest a participé à la création de la Sicav Phitrust Active Investors, dont il préside le comité technique. Quel est, selon vous, l'intérêt de la Sicav Phitrust Active Investors France pour la place de Paris ?**

**Pierre-Henri Leroy :** Le premier intérêt de Phitrust Active Investors est d'être une force de propositions. En tant qu'agence de conseil de vote, Proxinvest se positionne toujours en réaction par rapport aux décisions des conseils d'administration sans avoir le mandat pour prendre l'initiative. En revanche, au sein de la Sicav, nous avons la possibilité de participer aux résolutions, d'être actifs dans les débats. Le second intérêt est de pouvoir regrouper plusieurs actionnaires autour d'une résolution précise. C'est clairement l'une des forces de la Sicav d'être perçue par les investisseurs comme un centre de gravité autour des questions essentielles de gouvernance stratégique. Enfin, la Sicav est un mode d'expression de professionnels dans les assemblées générales, où finalement, les investisseurs institutionnels ne s'expriment guère, sinon avec leurs votes ou en dehors de ce temps fort, lorsqu'ils vendent ou achètent un titre ! Aujourd'hui, il est plus que nécessaire que la Sicav devienne un instrument de place en faveur d'une meilleure gouvernance des entreprises cotées en France.

**Le paysage de la gouvernance a-t-il changé depuis quinze ans en France ?**

**Loïc Dessaint :** Le paysage a vraiment changé mais grâce à une politique de petits pas. Nous observons dans les conseils davantage

d'administrateurs indépendants, d'administratrices et des profils plus diversifiés. En un mot, les conseils sont mieux composés, plus équilibrés et ils travaillent mieux. En revanche, nous constatons aussi de vrais reculs du droit des actionnaires, avec la généralisation du droit de vote double ou un moindre respect des conventions réglementées. Enfin, il existe un meilleur contrôle de l'assemblée générale sur la rémunération des dirigeants, avec davantage d'explications, de transparence et de réflexions sur cette question éminemment délicate. Nous observons d'ailleurs une certaine normalisation des pratiques avec un resserrement des rémunérations autour de la médiane, même s'il existe toujours quelques cas hors sol. Globalement, nous assistons à une évolution plutôt positive de la qualité du dialogue entre dirigeants, conseils et actionnaires.

**Quelle est la spécificité de Proxinvest face aux autres « proxy advisors » ?**

**P.-H. L. :** Nous sommes la seule agence de conseil de vote française et même, avec nos partenaires européens, la seule agence européenne face aux anglo-saxons, comme ISS (*Institutional Shareholders Services*) ou Glass Lewis. Or, entre les Américains et nous, il existe de vraies différences culturelles quand il s'agit de voter notamment sur la question des rémunérations des dirigeants, mais aussi sur le terrain des critères ESG, avec une sensibilité plus forte des européens sur les questions climatiques et sociales. Notre objectif est d'émerger comme l'acteur européen en nous appuyant sur des partenaires locaux car il ne faut pas négliger les différences qui existent entre les pays européens, à la fois culturelles et juridiques. Nous essayons de définir des règles communes pour harmoniser par le haut les bonnes pratiques de gouvernance.

**Le développement de l'investissement socialement responsable (ISR) peut-il jouer un rôle dans l'amélioration des pratiques de gouvernance ?**

**L. D. :** Tous les pionniers de l'ISR en France sont déjà clients de Proxinvest ! Les investisseurs ne peuvent pas se revendiquer de l'ISR sans exercer leur droit de vote, ni participer à la vie de l'entreprise. La généralisation de l'ISR implique donc une généralisation de l'exercice du vote, et le recours aux agences de conseil pour bien exercer ce droit. Beaucoup d'investisseurs sont en effet démunis sur ces sujets à la fois très techniques, financiers et juridiques. Si la gouvernance reste un domaine encore à la marge de l'analyse ESG, les investisseurs se rendent compte qu'elle est au cœur des enjeux financiers et extra-financiers. C'est bien le conseil d'administration qui doit s'approprier et piloter les questions sociales et environnementales de l'entreprise.

**Quels ont été les dossiers les plus emblématiques que vous avez traités ces dernières années ?**

**P.-H. L. :** La bataille gagnée sur la limitation des droits de vote chez Vivendi reste encore dans nos mémoires. Même si elle n'a finalement pas été adoptée, la résolution avait obtenu plus de 50 % des votes. Mais le dossier le plus marquant à mes yeux reste Renault-Nissan. Phitrust a été le premier, et longtemps le seul, à questionner le groupe sur ses problématiques de gouvernance et de rémunération. Mais, nous n'avons pas réussi à convaincre malgré tout le travail accompli. C'est un échec sur lequel la place pourra tirer, je l'espère, des enseignements pour l'avenir. ■

# LES GRANDS THÈMES DE L'ENGAGEMENT :

Une gouvernance  
équilibrée pour  
accompagner  
la transformation  
des entreprises.

## EXERCER SES DROITS D'ACTIONNAIRES EN MATIÈRE ENVIRONNEMENTALE ET SOCIALE



TOTAL

# ENVIRONNEMENT TOTAL

Dans le sillage du naufrage du pétrolier Erika en 1999, Total devient le premier combat de Denis Branche et Pierre-Henri Leroy pour exiger du géant du CAC 40 un rapport sur les risques qu'il fait courir à l'environnement. Total est l'une des sociétés françaises qui collectionnent le plus grand nombre d'interventions d'actionnaires sur les problématiques sociales, sociétales et environnementales depuis les premières questions sur la présence du groupe en Birmanie (1994). En France, Phitrust pratique parfois cet exercice, même si ses initiatives concernent principalement les questions de gouvernance. Ces initiatives sont légalement plus difficiles à porter. La loi Pacte va sans doute faire bouger les lignes.

### Le contexte

De la loi NRE de 2001 à la loi dite de « Devoir de vigilance » en 2017, en passant par les engagements de transparence du Grenelle de l'environnement, les sociétés cotées doivent désormais identifier les risques environnementaux et en matière des droits de l'homme induits par leur activité directe et indirecte. Toutefois, ces engagements en faveur du climat ou de l'environnement n'avaient rien d'évident il y a quelques années encore. Phitrust a ainsi lancé en 2011 la première résolution environnementale en France, avec l'appui d'ONG qui sortaient ainsi de leur registre habituel. Les arguments contre des projets de sables bitumineux étaient à la fois écologiques et économiques. Ils mettaient également en exergue le devoir de transparence des sociétés. L'idée était bien de permettre une prise de conscience par les actionnaires des enjeux environnementaux.

### Les résolutions

En 2011, Phitrust tente de déposer, avec 20 actionnaires institutionnels, en partenariat avec l'association Greenpeace France et le National Resource Defence Council (États-Unis), un projet de résolution sur les risques environnementaux de l'exploitation des sables bitumineux au Canada. Mais le désistement, sans explication, de deux importants actionnaires de l'initiative collective

Performance de Total comparée au CAC 40 sur 10 ans (en base 100)



ne permettra pas d'atteindre le seuil légal de 0,5 % du capital permettant la présentation de la résolution à l'assemblée générale. Depuis la création de la Sicav, après 26 dépôts de résolutions aux AG des sociétés du CAC 40, c'était la première fois que des actionnaires retiraient leurs dépôts après les avoir présentés à la société émettrice dans le délai réglementaire.

### Les résultats

Malgré l'échec du dépôt de la résolution, la direction de Total s'est engagée à accepter les résolutions d'actionnaires qui auraient atteint le minimum légal et à être plus transparent sur les sables bitumineux, avant que le groupe annonce son retrait de deux projets en 2013. En 2016, le conseil d'administration de Total a décidé de compléter son rapport de gestion par la description des principaux risques et incertitudes auxquels le Groupe est confronté et en particulier ceux liés au changement climatique. L'initiative de Phitrust en 2011 a mis en lumière à la fois la perception systématiquement négative des sociétés cotées face à une résolution externe et la nécessité de séparer les activités de gestion d'actifs des autres activités financières pour éviter les conflits d'intérêts et garantir l'indépendance du gestionnaire d'actifs dans ses décisions d'investissement ou d'engagement actionnarial. Elle illustre aussi la limite de l'exercice des droits d'actionnaires en France. Enfin, elle montre l'importance d'un investisseur indépendant tel Phitrust qui peut se permettre de questionner les dirigeants et faire évoluer les pratiques sans néanmoins avoir une attitude d'activiste financier. La réglementation et l'essor de la finance responsable ont aujourd'hui réussi à faire bouger les lignes et à mettre l'environnement au cœur des priorités des grandes sociétés cotées.

### Projets et dépôts de résolution par Phitrust

- **2005, 2006, 2007** : Suppression de la clause statutaire de limitation des droits de vote
- **2009** : Suppression de la rémunération variable du Président
- **2011** : Modification des statuts pour obtenir l'information dans le rapport de gestion sur l'exploitation des sables bitumineux
- **2016** : Publication d'un rapport annuel sur la stratégie en matière de transition énergétique.

En 2017, 2018 et 2019, Phitrust questionne les sociétés du CAC 40 (31 sur 40) qui n'ont pas adhéré aux Science Based Target (SBT) pour préciser leurs stratégies de réduction d'émission de gaz à effet de serre. En tant qu'investisseur responsable, Phitrust estime en effet indispensable que les sociétés cotées contribuent aux engagements de réduction des émissions de GES, pris dans le cadre de l'Accord de Paris en 2015 à la suite de la COP21, pour que leurs activités soient alignées avec la trajectoire « 2 degrés ».

# QUESTIONNER LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS ET LA RESPONSABILITÉ DES ADMINISTRATEURS



RENAULT

## RÉMUNÉRATIONS RENAULT

Depuis 2006, date à laquelle Carlos Ghosn est nommé DG de Renault, Phitrust et Proinvest ont alerté les conseils d'administration, les actionnaires et les médias sur les questions de transparence des rémunérations et de concentration des pouvoirs au sein du Groupe Renault Nissan. Les actionnaires ont préféré ne voir que la dynamique industrielle, la vision de son dirigeant et le cours de Bourse. Le 19 novembre 2018, Carlos Ghosn a été appréhendé par les autorités japonaises qui lui reprochent une dissimulation de revenus et des abus de confiance, entraînant le groupe dans une grave crise de gouvernance à un moment critique pour l'industrie automobile

### Le contexte

Phitrust s'intéresse depuis longtemps à la transparence des rémunérations au sein du Groupe Renault. Dans une lettre adressée en 2006 à l'ancien Président du Conseil d'administration de Renault, Louis Schweitzer, Phitrust remet en question sa rémunération et le respect des conventions réglementées dans le cadre de la « Loi Breton ». À la suite de la crise financière de 2008, Phitrust exprime sa crainte concernant le projet de regrouper les fonctions de direction, finalement adopté en 2009. Une concentration de pouvoirs sans précédent puisque que Carlos Ghosn était déjà PDG de Nissan et DG de Renault. L'année suivante, Phitrust réclame que la totalité des rémunérations versées par l'Alliance Renault Nissan à Carlos Ghosn soit clairement indiquée par le document de référence.

### Les résolutions

En raison de l'inaction de Renault, Phitrust décide de déposer dès 2010 une résolution sur la transparence des rémunérations de Carlos Ghosn, en particulier sur son salaire chez Nissan, dont Renault détient 43 %. Elle portait sur la modification des statuts et demandait à ce que les rémunérations versées par des filiales consolidées par mise en équivalence soient renseignées au même degré d'information que les activités pleinement consolidées. Puisque Renault consolide ses comptes avec Nissan, il était en effet

Performance de Renault comparée au CAC 40 sur 10 ans (en base 100)



curieux que Renault n'ait pas communiqué la rémunération de Carlos Ghosn chez Nissan, conformément au Code de commerce. Ces manquements graves et répétés aux devoirs d'information des actionnaires sont révélateurs de faiblesses de gouvernance.

### Les résultats

Phitrust a rapidement compris que ces préoccupations concernant la rémunération provenaient de la non-séparation des fonctions de direction, qui aurait dû être mise en place dès 2009. C'est pourquoi, à la suite d'initiatives répétées lors de dialogues, Phitrust soumet à Renault des projets de résolution en amont des AG de 2013 et de 2014 concernant la séparation des fonctions de direction de Carlos Ghosn, qui s'imposait compte tenu du développement international de Renault et des nombreux et complexes sujets à traiter par les dirigeants. Même si la séparation des pouvoirs n'est pas gage d'efficacité, il n'en reste pas moins que la concentration de tous les pouvoirs de décision sur une seule tête présente un risque potentiel, d'autant que les prérogatives d'un administrateur référent, au statut non reconnu en droit français, sont insuffisantes. Lors de l'Assemblée Générale de 2016, à la suite de l'entrée en vigueur de la loi Sapin II sur le « Say on Pay », Phitrust vote contre la résolution consultative concernant la rémunération de Carlos Ghosn. Avec 20 % du capital et 26 % des droits de vote, l'État français vote également contre et permet le rejet de la résolution, qui n'obtiendra que 45,88 % des votes des actionnaires. En revanche, lors de l'AG de 2017, malgré le vote de l'État français, cette même résolution est cette fois-ci approuvée de justesse à 53,05 %, et donc adoptée. Ces objections ont été nourries par le manque continu de transparence concernant le salaire de Carlos Ghosn, une préoccupation des actionnaires largement ignorée par Renault. Aujourd'hui, nous ne pouvons que constater les conséquences graves de cette concentration de pouvoir d'un seul homme, qui a entraîné sa chute. Certaines questions de gouvernance restent encore également à régler, notamment celle de la responsabilité des administrateurs anciennement présents au Conseil d'administration de Renault.

### Projets et dépôts de résolution par Phitrust

- **2011** : Publication dans le rapport de gestion de Renault de l'information sur les rémunérations des mandataires sociaux pour toute société consolidée (Nissan)
- **2013** : Modification de la structure de gouvernance de la société en conseil de surveillance et directeur
- **2014** : Modification de la structure de gouvernance de la société en conseil de surveillance et directeur
- **2019** : Fin par anticipation du mandat de M. Patrick Thomas comme membre du conseil d'administration de la société

## QUESTIONNER LES FUSIONS ENTRE ÉGAUX



ESSILORLUXOTTICA

# FUSIONS ENTRE ÉGAUX ESSILORLUXOTTICA

Depuis l'annonce en janvier 2017 du rapprochement « entre égaux » entre le fabricant de verres ophtalmiques Essilor International et le lunettier Luxottica, Phitrust a prévenu les dirigeants et les actionnaires d'Essilor que cette opération relevait d'une prise de contrôle rampante du groupe français par le holding familial de contrôle de Luxottica sans prime pour les minoritaires et sans clarté, ni équilibre sur la future gouvernance. Des alertes qui n'ont pas été entendues et qui se sont révélées justifiées lorsqu'une grave crise de gouvernance a éclaté. Le manque d'engagement de la plupart des investisseurs sur ces questions de gouvernance a sans doute permis à cette crise de s'aggraver.

### Le contexte

Ce qui s'annonçait comme une fusion « exemplaire » pour créer un leader mondial a vite connu des ratés dans la mise en place de la future gouvernance. Phitrust a multiplié les courriers et les contacts avec les dirigeants en amont des assemblées générales de 2017 et d'avril 2018 pour obtenir davantage de clarté sur la gouvernance. Au départ, le processus de mise en place d'une nouvelle gouvernance devait s'étaler sur deux ou trois ans pour assurer une transition harmonieuse entre deux groupes aux cultures différentes. Mais l'intention affichée par le fondateur de Luxottica et détenteur de 31 % des droits de vote du nouveau groupe, de nommer un de ses proches à la direction générale a brisé un fragile équilibre. En quelques mois, la gouvernance s'est retrouvée prise au cœur d'un conflit ouvert au sein de la direction du groupe, provoquant la chute du titre.

### Les résolutions

C'est dans un climat déjà tendu que Phitrust présente un projet de résolution lors de la première assemblée générale de la nouvelle entité, EssilorLuxottica, en novembre 2018. Cette résolution visait à

Performance d'EssilorLuxottica comparée au CAC 40 sur 10 ans (en base 100)



abaisser la limite d'âge du directeur général de 95 ans à 75 ans afin d'obtenir la séparation des fonctions de direction, trop concentrées dans les mains du PDG, Leonardo Del Vecchio, 83 ans, et d'éviter de futurs blocages. Si la résolution n'a pas réuni le seuil de capital nécessaire à son inscription à l'ordre du jour de l'assemblée générale, elle a cependant contraint le PDG d'EssilorLuxottica à préciser son intention de recruter un directeur général extérieur au groupe avant 2020. Lorsque Delfin, la holding de L. Del Vecchio, a finalement attaqué le Vice-Président exécutif devant la Chambre de commerce internationale (CCI) pour violation des accords de rapprochement, Phitrust et d'autres sociétés d'investissement ont proposé, en mai 2019, la nomination de deux administrateurs indépendants pour apporter des éléments modérateurs au sein du conseil d'administration.

### Les résultats

Face à une situation de crise à la direction, qui risquait de mettre en péril la fusion, Phitrust s'est toujours attaché à proposer des solutions d'apaisement en amont des assemblées générales. Un premier effet positif de ces résolutions a été de contribuer à ce que les parties trouvent un terrain d'entente provisoire. Dans le cadre de cet « accord de paix », il était aussi prévu de mettre fin à toutes les procédures judiciaires. Les scores obtenus sur les deux résolutions proposant des administrateurs indépendants ont été des signaux positifs, malgré la volte-face des actionnaires salariés et retraités d'Essilor. Insistant sur la nécessité d'un conseil d'administration plus indépendant et équilibré, ces projets de résolutions ont contribué à mettre fin au conflit ouvert, notamment la fin de la procédure d'arbitrage devant la CCI et la nomination au conseil du Directeur général d'Essilor. Toutefois, de nombreuses questions de gouvernance subsistent, notamment le poids du holding familial Delfin (Luxottica) au sein du conseil. Cette affaire montre à nouveau les limites des fusions « entre égaux », sans lancement d'offre publique. En outre, le rapprochement de sociétés sans actionnaire de référence (Essilor) avec une société ayant un actionnaire de référence familial (Luxottica) pose de fait un problème de contrôle. La solution passe notamment par la nomination d'administrateurs indépendants, pour éviter de nouveaux conflits ouverts. Notre expérience en France montre que 100 % des fusions entre égaux ont échoué... pour des questions de pouvoirs. ■

### Projets et dépôts de résolution par Phitrust

■ **2018** : Modification de la limite d'âge dans les statuts de 95 à 75 ans pour le DG en vue d'obtenir la séparation des postes de Président du CA et de DG.

■ **2019** : Propositions pour la nomination de deux administrateurs indépendants.

## FAIRE APPLIQUER LES PRINCIPES DE BASE DE LA GOUVERNANCE

vivendi

## DROIT DE VOTE VIVENDI

**En matière de mise en cause d'une gouvernance, Vivendi apparaît comme un cas d'école : mélange des genres, déséquilibre des pouvoirs, droits de vote doubles. Et rarement investisseurs engagés et agences de conseil de vote n'auront été si vent debout contre des résolutions présentées par le groupe depuis que Bolloré est significativement monté au capital en 2015. Depuis, le groupe est passé sous le contrôle de fait de la famille Bolloré alors même que la stratégie manque de clarté dans sa mise en œuvre. À l'issue de l'Assemblée générale 2018, Yannick Bolloré a succédé à son père à la tête du Conseil de surveillance, malgré ses fonctions de PDG de la filiale Havas.**

### Le contexte

Les pratiques de gouvernance de Vivendi sont régulièrement pointées du doigt. Il était régulièrement reproché à Vincent Bolloré d'assumer des fonctions de direction exécutive dans des filiales, voire d'assurer la direction effective du groupe, alors même qu'il se trouvait à la présidence du conseil de surveillance. Le manque d'indépendance du conseil, les rémunérations et, surtout, le maintien de droits de vote doubles ont été également régulièrement dénoncés comme un contrôle de fait par un actionnaire minoritaire, par des investisseurs, comme Phitrust, et des agences de conseil de vote. Aujourd'hui, c'est la nomination, en urgence en 2018, de Yannick Bolloré au poste de président du conseil de surveillance qui pose question. Ce mélange des genres en terme de gouvernance reste une source de préoccupation à l'heure où le groupe doit faire face à des enjeux stratégiques majeurs pour son avenir.

### Les résolutions

Dans le sillage de la loi Florange qui a sanctuarisé le droit de vote double, Phitrust, inquiet d'une éventuelle prise de contrôle de Vivendi par Bolloré sans payer de prime aux actionnaires, a proposé une résolution « une action, une voix » pour l'Assemblée générale extraordinaire de 2015. La résolution a rassemblé plus de la moitié des voix, sans toutefois atteindre les deux tiers nécessaires.

Performance de Vivendi comparée au CAC 40 sur 10 ans (en base 100)



En 2017, Phitrust et les agences de conseil de vote se sont opposés à la majorité des résolutions, alors même que le Haut comité du gouvernement d'entreprise, en charge de veiller au respect du code Afep-Medef, a critiqué la gouvernance du groupe. En 2019, Phitrust monte à nouveau au créneau avec un projet de résolution demandant la révocation par anticipation du mandat au conseil de surveillance de Yannick Bolloré, par ailleurs PDG de filiales, pour rétablir l'équilibre des pouvoirs au sein de Vivendi. Une résolution qui n'a pas été inscrite faute d'atteindre le seuil légal de 0,5 % du capital. Parallèlement, des questions écrites ont été adressées sur le projet d'Opra sur 25 % du capital de Vivendi qui permettrait au groupe Bolloré de franchir le seuil des 30 % sans lancer d'offre publique. Ces questions incluaient également une demande d'éclaircissement sur l'ensemble des conventions réglementées sur le groupe Bolloré, ses holdings ou ses filiales avec des entités du groupe Vivendi.

### Les résultats

Malgré tous ces efforts, les chances de faire évoluer la gouvernance de Vivendi sont faibles, le groupe Bolloré utilisant la notion de franchissement de seuil passif à plusieurs reprises. La position des actionnaires minoritaires ne peut être alors qu'une position de principe, toutes les initiatives non agréées par les dirigeants étant exclues, dans l'attente de résultats positifs apportés sur la gouvernance. Ces manquements aux principes de base de la gouvernance finiront par attirer l'attention d'un nombre croissant d'investisseurs institutionnels, de plus en plus engagés par des critères d'investissement socialement responsable. Le respect d'une gouvernance duale n'est pas une remise en question de l'actionnariat familial mais bien la recherche d'un équilibre des pouvoirs pour la bonne conduite des affaires.

### Projets et dépôts de résolution par Phitrust

- **2005** : Suppression de la clause statutaire de limitation des droits de vote
- **2015** : Maintien du droit de vote simple
- **2019** : Résolution demandant la fin par anticipation du mandat du Président du Conseil de surveillance en tant que membre du Conseil de surveillance. Gouvernance inversée : il est PDG de la filiale opérationnelle Havas et Président du Conseil de surveillance.

“  
**Il sera sans doute plus facile de responsabiliser les actionnaires que de coordonner les lois à l'échelle européenne.**  
”

## **THOMAS BOURVEAU**

PROFESSEUR ASSISTANT À LA  
COLUMBIA BUSINESS SCHOOL  
DE NEW YORK

# LA LOI FLORANGE N'A PAS FAVORISÉ L'ACTIONNARIAT DE LONG TERME EN FRANCE

### **En 2014, un des objectifs de la loi Florange était de favoriser les actionnaires de long terme, avec la généralisation des droits de vote doubles. Cet objectif a-t-il été atteint ?**

La réponse est non. Qui sont, en effet, les actionnaires de long terme en France ? Faute d'un système de retraite par capitalisation, ce sont essentiellement les actionnaires étrangers. Leur part augmente régulièrement au capital des entreprises françaises cotées au SBF 250, d'environ 0,5 à 0,7 % par an. En revanche, elle a reculé de 3 % dans les sociétés qui se sont conformées aux dispositions Florange. À l'inverse, les sociétés qui ont conservé un droit de vote simple en rejetant en assemblée générale les dispositions de la loi Florange ont vu la part des investisseurs étrangers continuer à croître. Mais force est de constater que le droit de vote double concerne désormais les trois quarts des sociétés du SBF 120.

### **Quelles sont les conséquences, selon vous, de la loi Florange ?**

Elles sont contre-productives. Elles détournent les grands institutionnels étrangers, notamment les fonds de pension ou les fonds souverains, de la place de Paris. Nous avons constaté également que le coût marginal du capital des entreprises du SBF 250 avec des droits de vote doubles a augmenté, de l'ordre de 100 points de base. Les grands gagnants de cette loi sont les actionnaires de référence, essentiellement l'État et les actionnaires familiaux. Ces derniers ont plus facilement une majorité des voix, ou du moins une minorité de blocage, en général.

### **Cette loi a-t-elle dissuadé les fonds activistes d'agir ?**

Il existe en France une certaine confusion entre les actionnaires de long terme et les fonds activistes, qui sont finalement très peu nombreux. En réalité, pour compliquer la tâche de quelques fonds activistes, la loi a surtout réduit l'attractivité de la place de Paris.

### **Parcours**

Diplômé d'HEC, spécialisé dans l'impact des régulations sur les marchés financiers, Thomas Bourveau est le co-auteur d'une étude sur les effets de la loi Florange. Il enseigne depuis 2018 à la Columbia Business School dans le cadre d'un programme de MBA. Il est également Vice-Président du think tank Droit et Croissance, qui travaille sur les questions de gouvernance.

En outre, l'action des fonds activistes n'est pas forcément négative pour les entreprises. Après avoir étudié quelque 2 000 campagnes activistes aux États-Unis entre 1994 et 2010, il est apparu assez nettement un effet positif sur la productivité des entreprises ciblées et sur le cours de l'action. Il ne faut pas faire des généralités à partir de quelques exemples, qui peuvent en effet soulever des interrogations, comme à Florange.

### **La gouvernance est-elle une préoccupation aux États-Unis ?**

Il est clair que les aspects sociaux sont insuffisamment présents. Les débats autour de la gouvernance, mais aussi sur le rôle de l'entreprise dans la société, sont très actifs depuis quelques années. Ils sont véritablement ancrés dans la société civile, mais aussi dans les entreprises, les milieux universitaires, les investisseurs et les juristes. Il ne se passe pas un mois sans qu'une conférence sur ces sujets soit organisée à Columbia University ! Et toutes ces questions seront sans doute débattues lors de la prochaine campagne présidentielle, sous l'impulsion de la candidate Elizabeth Warren ou du fameux avocat Martin Lipton. C'est un réel changement dans la société qui est en train de s'opérer même s'il est encore bien trop tôt pour savoir sur quoi ces débats vont déboucher. Mais il existe désormais un consensus pour considérer que les externalités ne se corrigent pas avec un simple cours de Bourse.

### **Quelle est votre vision du rôle de l'actionnaire en France et en Europe ?**

Il est clair qu'il est beaucoup plus simple aux États-Unis de déposer des résolutions. Et si elles ne sont pas contraignantes, il est en pratique difficile de s'y opposer durablement. En France, il faut se prévaloir de 0,5% du capital et, si le débat progresse, c'est beaucoup plus lentement. Les grands institutionnels français ne participent pas vraiment au débat. Mais peut être que le développement de l'ISR est de nature à faire bouger les lignes. Compte tenu des spécificités culturelles et juridiques des pays européens, il sera sans doute plus facile de responsabiliser les actionnaires que de coordonner des lois à l'échelle européenne. La prise de conscience s'opère mais c'est une question d'horizon à cinq ou dix ans. ■





## L'ACTIONNAIRE EST DEVENU UN INVESTISSEUR

HUBERT RODARIÉ  
DIRECTEUR GÉNÉRAL DÉLÉGUÉ  
DU GROUPE SMA

### À quoi sert un actionnaire ?

Traditionnellement un actionnaire était un associé, mais à la fin des années 1990, pour les sociétés cotées le cadre conceptuel qui sous-tend le système financier actuel a changé. L'actionnaire est devenu un investisseur. Cette définition, entre autres, a motivé un changement profond des règles appliquées en Europe, notamment pour l'établissement des comptes des sociétés, avec les fameuses normes IFRS. En fait, cette définition de l'actionnaire comme investisseur n'a pas apporté grand-chose sur le fond. Mais les changements des normes ont eu un vrai impact. En effet, dans un premier temps, les normes IFRS qui privilégiaient une analyse évaluative en se concentrant davantage sur les comptes de bilan plus que sur l'analyse des flux, ont modifié et interagi sur le comportement, non seulement des dirigeants mais aussi de toutes les parties prenantes de l'entreprise, les stakeholders, actionnaires, salariés, fournisseurs, clients, États... Or ces parties prenantes si bien nommées, ne sont pas des bonnes fées qui veillent au développement de l'entreprise mais bien des acteurs qui veulent, chacun de leur côté, extraire du cash de l'entreprise. Ce fut d'autant plus facile que les IFRS mettent l'accent sur la valeur, concept qui n'est pas seulement lié aux performances de l'entreprise. Mais si, la personne morale fut alors la personne la moins défendue du système économique, on a observé depuis un certain retour sur ces tendances.

### Existe-t-il un problème de gouvernance en France ?

Le problème de la gouvernance, c'est tout d'abord le mot lui-même. Depuis vingt ans, nous sommes passés de la notion de direction d'une entreprise à celle de gouvernance. Autrement dit, d'une organisation fondée sur la compétence et la prise de responsabilité par une hiérarchie jugée légitime à une conception plus « machinique ».

“  
En tant qu'administrateur de la Sicav, quinze ans d'observation, quinze ans de débats, cela permet de rester en alerte.  
”

qui enferme l'humain dans un cadre prédéfini et contrôlé au terme d'une démarche d'autorégulation appliquée à l'entreprise. Dans les activités financières ce cadre est obligatoire. Cette dépersonnalisation est manifeste dans la réglementation européenne, car on n'y parle plus de responsables mais de fonctions. Le professionnalisme se réduit à l'application scrupuleuse de process, l'attention se concentre sur la forme plus que sur le fond des sujets traités. Contrairement à l'objectif d'avoir des entreprises plus responsables, nous n'avons plus que des organisations où plus personne n'est responsable.

### La dimension éthique d'une entreprise peut-elle être une réelle thématique d'investissement ?

Cette dimension éthique est très souvent présente dans la démarche d'investissement d'un particulier. Elle est moins spontanée chez les institutionnels. De fait, les premiers fonds éthiques en France sont paradoxalement apparus pour les particuliers en parallèle des transformations, par les professionnels, des paradigmes des marchés décrits ci-dessus qui réduisent les prises de responsabilité au bénéfice d'automatismes donc a priori sans besoin éthique. En France, ces fonds s'appuyaient sur la démarche de Geneviève Ferone et de Denis Branche d'analyse qualitative des relations des entreprises avec ses stakeholders. Puis le thème a été repris par le marketing des gérants et des services de communication des groupes. L'approche ISR, les modèles ESG qui ont suivi ont apparemment remplacé les États dans la définition du bien commun et du sens pour les entreprises en matière environnementale et sociale. Nous avons observé ainsi d'abord une multiplication des codes de bonne conduite, des chartes, des engagements, puis des réglementations qui rendent quasi obligatoire cette dimension.

### Que vous apporte votre investissement dans la Sicav Phitrust Active Investors ?

Ce qui m'intéresse, avant tout, est d'être en contact avec des personnes qui travaillent sérieusement, avec ténacité, sur les pratiques de direction des entreprises cotées, en lien avec l'univers de l'analyse extra-financière. Phitrust est à cet égard un observatoire efficace pour suivre toutes les thématiques de gouvernance et leurs évolutions. Le triptyque « direction générale-conseil d'administration-actionnaires » est sans cesse en évolution, en général sous le coup des réglementations ou des pratiques dans chaque entreprise. Et si je ne partage pas toutes les positions de Phitrust, comme son opposition des droits de vote doubles, alors que des fondations contrôlent des entreprises en Allemagne ou qu'il existe des actions sans droit de vote en Europe du Nord, dans un monde en évolution, il convient de garder un œil sur la façon dont les entreprises sont dirigées. Quinze ans d'observation, quinze ans de débats, cela permet de rester en alerte, c'est le point le plus important. ■

Solidement ancré dans le monde du BTP depuis 160 ans, le groupe SMA est aujourd'hui un acteur de référence du marché de l'assurance en France et en Europe. Il est constitué de deux sociétés d'assurance mutuelles pivots, SMABTP et SMAvie BTP ; chacune d'entre elles est la propriété collective de ses clients et agit dans leurs intérêts.

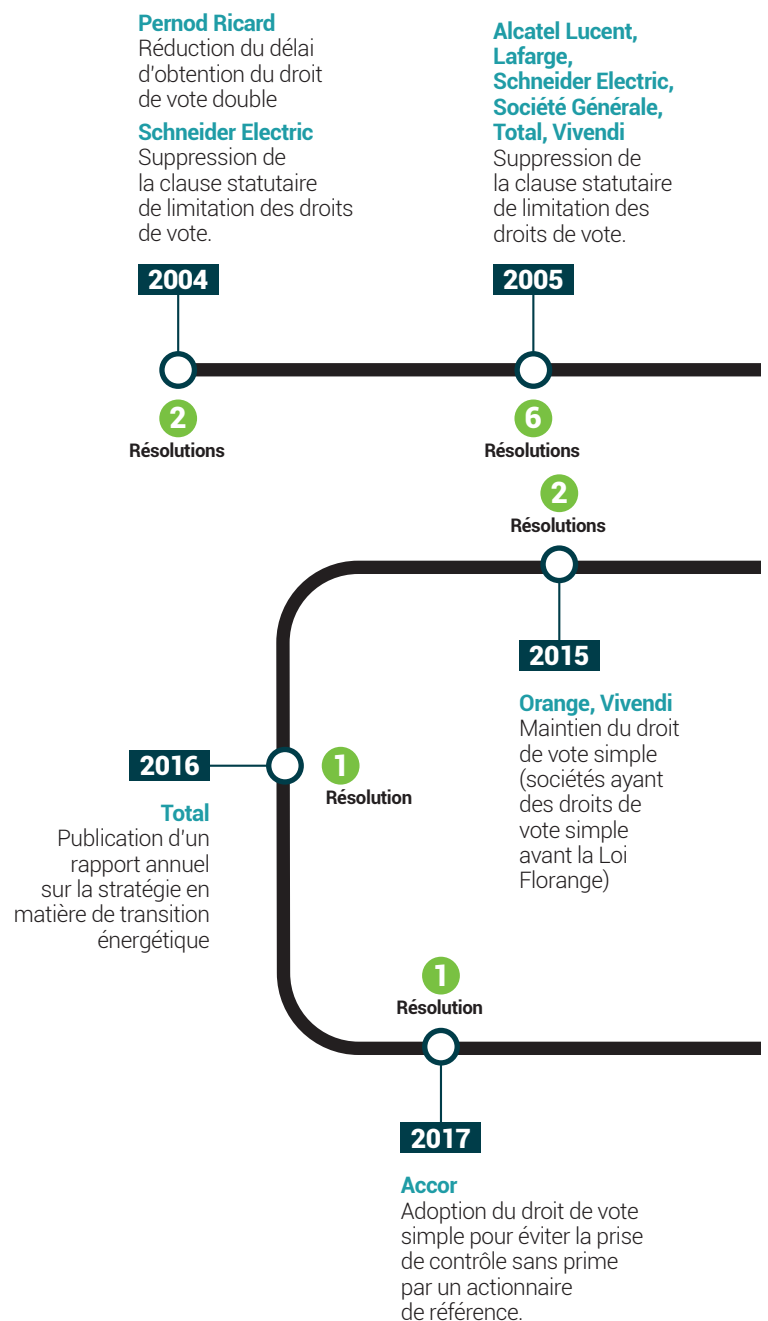
# 45 résolutions déposées depuis 2004

De nombreux sujets de gouvernance stratégique ont été abordés au cours de ces 15 années, avec un principe d'action clair : la transition du modèle d'affaires des entreprises passe par une gouvernance équilibrée, alignée et organisée pour porter ce changement. Les maîtres mots sont transparence, contrôle, responsabilité, équilibre et partage équitable de la valeur. Les sujets relatifs à l'environnement et au social ou sociétal sont de fait dépendants de l'organisation et de la mise en œuvre d'une gouvernance en ce sens qu'ils sont toujours ordonnés selon les décisions prises par le premier dirigeant et le conseil.

Plusieurs propositions ont été adoptées et mises en place par certaines entreprises à la suite de nos initiatives (création de comités spécialisés, nivellement des déclarations de franchissement de seuil, décalage de la date de versement des dividendes, ...). Ce travail de fond, qui s'inscrit dans une approche structurée dans la durée, démontre surtout qu'assumer sa responsabilité d'actionnaire actif demande vision de long terme, technicité, connaissance des sujets, relations de confiance et pugnacité pour faire avancer les thèmes clés.

## 2416 INITIATIVES PRIVÉES

présentées aux dirigeants et aux conseils d'administration des sociétés du CAC40



## 45 RÉSOLUTIONS EXTERNES

déposées depuis 2003  
dont 2 adoptées ayant  
modifié les statuts

## 43 INITIATIVES PUBLIQUES

(questions orales  
et écrites en assemblée  
générale)

## > 50% TAUX D'ACCEPTATION DE RÉSOLUTIONS PHITRUST

(Alcatel, Accor, Vivendi)  
Soutien de grands  
institutionnels français  
et étrangers (Calpers,  
TIA-CREF, PGGM)

**Alcatel Lucent,  
Lafarge,  
Pernod Ricard,  
Schneider Electric,  
Société Générale,  
Total**

Suppression de  
la clause statutaire  
de limitation des  
droits de vote.

2006

6

Résolutions

**Alcatel Lucent,  
Lafarge, Danone,  
Schneider Electric ,  
Société Générale,  
Total**

Suppression de  
la clause statutaire  
de limitation des  
droits de vote.

2007

6

Résolutions

**Alcatel Lucent**

Suppression de la clause  
statutaire de limitation  
des droits de vote et contrôle  
des actionnaires sur la  
rémunération en fonction  
du résultat net et  
des dividendes versés

**Saint Gobain**

Suppression du droit  
de vote double.

**Société Générale**

Séparation des fonctions  
de direction.

2008

4

Résolutions

**Total,  
Cap Gemini,  
Sanofi**

Suppression de  
la rémunération  
variable  
du Président.

2009

3

Résolutions

2  
Résolutions

2014

**Société Générale,  
Renault**

Modification  
de la structure  
de gouvernance  
de la société  
en Conseil  
de surveillance  
et Directoire

3  
Résolutions

2013

**Carrefour,  
Société Générale,  
Renault**

Modification  
de la structure  
de gouvernance  
de la société  
en Conseil  
de surveillance  
et Directoire

1  
Résolution

2012

**Société Générale**

Modification  
de la structure  
de gouvernance  
de la société en  
Conseil de surveillance  
et Directoire

2  
Résolutions

2011

**Renault**

Demande de publication  
dans le rapport de gestion de  
Renault de l'information sur les  
rémunérations des mandataires  
sociaux pour toute société  
consolidée (Nissan)

**Total**

Modification des statuts pour  
obtenir l'information dans le  
rapport de gestion sur l'exploitation  
des sables bitumineux

1  
Résolution

2010

**Société Générale**

Séparation statutaire  
des fonctions de  
Président du Conseil  
d'administration et  
de Directeur général

1  
Résolution

2018

**EssilorLuxottica**

Dépôt de résolution demandant la modification  
de la limite d'âge dans les statuts de 95 à  
75 ans pour le Directeur général afin d'obtenir  
la séparation des fonctions de Président du  
Conseil d'administration et Directeur général

4  
Résolutions

2019

**Renault**

Demande de la fin par anticipation du mandat d'administrateur du président  
du comité des rémunérations

**EssilorLuxottica**

Dépôt de deux résolutions afin de nommer deux administrateurs indépendants  
au Conseil d'administration

**Vivendi**

Résolution demandant la fin par anticipation du mandat du président du Conseil  
de surveillance (gouvernance inversée)

# ENJEUX POUR L'AVENIR :

Quelles nouvelles pistes  
pour l'engagement  
actionnarial ?



**Plutôt que contraindre, bloquer ou combattre les fonds activistes, il faudrait, selon moi, promouvoir les investisseurs de long terme, en leur donnant la capacité de jouer leur rôle.**



## L'ENGAGEMENT DE L'ENTREPRISE DANS UN CAPITALISME RESPONSABLE EST L'AFFAIRE DE TOUS

JEAN-DOMINIQUE SENARD  
PRÉSIDENT DE RENAULT,  
VICE-PRÉSIDENT DE NISSAN

**Co-auteur avec Nicole Notat du rapport « Entreprise et intérêt général », vous défendez la « raison d'être » de l'entreprise : un bien partagé qui engage toutes les parties prenantes.**

**Les actionnaires ont-ils un rôle à jouer dans cette démarche ?**

Leur responsabilité est de s'assurer que l'entreprise définisse une « raison d'être » conforme à sa stratégie et d'être en mesure de la nourrir. Cette tâche indispensable incombe aux organes délibératifs, notamment au conseil d'administration. Mais toutes les parties prenantes, au 1<sup>er</sup> rang desquelles les salariés, doivent être impliquées dans cette démarche ; sinon, ce serait juste du marketing... L'avenir de l'entreprise et son engagement dans un capitalisme responsable sont l'affaire de tous !

**La « raison d'être » permet-elle de redéfinir le rôle de l'actionnaire ?**

Selon moi, la « raison d'être » permet de remettre chacun dans son rôle ; certes les actionnaires détiennent les titres et sont, avec les salariés, au cœur de l'écosystème, mais ils ne sont pas pour autant « propriétaires » de l'entreprise au sens de l'ancien monde : elle appartient à de multiples parties prenantes, qui, grâce à la définition de la « raison d'être », partagent un destin commun, et c'est là sa force.

**Quel peut-être l'impact de la « raison d'être » sur l'engagement actionnarial ?**

Rappeler que la vocation d'une entreprise n'est pas uniquement de rechercher le profit mais aussi de prendre en compte les enjeux

environnementaux et sociaux inhérents à ses activités. La « raison d'être » influence donc les attentes des actionnaires, tant sur des objectifs financiers qu'extra-financiers. Or, nous sommes à un moment où la finance responsable commence à s'imposer, d'abord chez les investisseurs institutionnels. In fine, cette convergence entre « raison d'être » et Investissement Socialement Responsable (ISR) est au cœur de la généralisation du financement responsable que j'appelle de mes vœux : nous avons besoin de ces investisseurs responsables et qu'ils puissent évoluer dans un cadre réglementaire favorable.

**Êtes-vous favorable à la présence des salariés dans les conseils d'administration ?**

J'y suis très favorable parce qu'elle est constitutive de la « raison d'être » et notre rapport suggère plusieurs recommandations pour renforcer leur participation, aussi dans les sociétés de 500 à 1 000 salariés. Mais la France n'est pas l'Allemagne, pays de la « cogestion » : il convient d'avancer étape par étape, d'abord en fixant le nombre d'administrateurs salariés dans les conseils au niveau où nous l'avons suggéré dans le rapport écrit avec Nicole Notat, puis en faisant des bilans réguliers.

**Quel bilan tirez-vous de la présence et de la montée en puissance des administrateurs indépendants ?**

Selon mon expérience, ils jouent honnêtement leur rôle, qui est de plus en plus valorisé, et représentent une réelle force au sein des conseils. Le meilleur exemple que je puisse donner est celui de Nissan, où leur arrivée a complètement changé la donne sur le plan de la gouvernance, avec des réunions d'un très grand professionnalisme.

**Faut-il, selon vous, encadrer les fonds activistes ?**

Leur vocation est de forcer la performance économique à travers des recommandations que l'entreprise ne suit généralement pas. Ils sont l'expression d'un capitalisme financier dont l'objectif est de générer de la valeur le plus vite possible ; cela peut se comprendre, mais nous aurions tort de nous en contenter. De plus, que signifie « encadrer » ? Plutôt que contraindre, bloquer ou combattre les fonds activistes, il faudrait, selon moi, promouvoir les investisseurs de long terme, en leur donnant la capacité de jouer leur rôle. Alors, les fonds opportunistes, maintenus en position minoritaire, pourraient contribuer à créer de la valeur dans le concert d'un actionariat stable. L'important est de créer un cadre réglementaire européen pour favoriser le déploiement des investisseurs de long terme.

**L'automobile était hier synonyme de liberté ; aujourd'hui, elle est pointée du doigt comme une source de pollution et de dérèglement climatique. Quelle est, selon vous, la « raison d'être » d'un constructeur automobile ?**

Je me pose bien sûr la question pour Renault et l'Alliance. Nous lancerons ce chantier cette année après que la gouvernance du groupe aura été stabilisée. Comme président, j'ai parrainé le chantier de Michelin pour définir sa « raison d'être », dont la signature est « offrir à chacun une meilleure façon d'avancer ». Fruit de deux années de travail, elle recouvre à la fois l'innovation technologique, la mobilité durable en toute sécurité et, ce qui est très important, l'engagement de contribuer à l'épanouissement professionnel des salariés. Je n'imagine pas pour Renault et l'Alliance une « raison d'être » qui n'intègre pas la dimension technologique et la dimension humaine. C'est fondamental et conforme aux principes que je porte de responsabilité sociale et environnementale.

**Quel est le rôle aujourd'hui d'un numéro un au sein de l'entreprise ?**

Très clairement, déterminer une vision et présider à l'établissement de la « raison d'être » de l'entreprise. Il doit ensuite être le garant de sa mise en œuvre, au-delà de la gestion de ses équipes, du management. Désormais, le rôle d'un dirigeant est beaucoup plus large, plus ancré dans l'exemplarité et lié à la capacité à déployer un management de qualité, capable d'engager toute l'entreprise. ■

# Les nouvelles pistes pour l'engagement actionnarial

**Montée de l'activisme actionnarial en France et en Europe, multiplication des plateformes d'engagement collaboratives, prises de parole publiques de plus en plus fortes des ONG et associations de citoyens, ... L'engagement actionnarial prend de l'ampleur. L'implication croissante des actionnaires s'inscrit dans une dynamique de démocratisation actionnariale, permise par la mobilisation des droits ouverts progressivement par le législateur.**

## **Se regrouper pour être mieux entendus**

Alors que la place de Paris s'interroge sur l'encadrement potentiel de l'activisme actionnarial – Rapport d'information relatif à l'activisme actionnarial de la Mission d'information de la Commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire, co-présidée par Eric Woerth, et Benjamin Dirx ; rapport sur l'activisme actionnarial du Club des juristes, rapport du HCGE et rapport de Paris Europlace – ... le rapport Proxinvest sur les assemblées générales montre qu'en réalité les assemblées générales des sociétés françaises restent très contrôlées : 57,6 % des droits de vote exercés au sein des 315 assemblées générales analysées par Proxinvest étaient dans la main d'actionnaires de référence (36 % dans le CAC 40). Peu étonnant alors que le pourcentage de résolutions rejetées ne soit que de 0,64 %.

Les investisseurs ont donc tout intérêt à agir collectivement pour faire entendre leur voix. Même si elles n'ont pas été adoptées, les résolutions déposées par Phitrust et Comgest pour la nomination d'administrateurs indépendants chez EssilorLuxottica ont obtenu un tel score que cela a provoqué un changement d'attitude des principaux intervenants.

## **Dissymétrie de l'information et coût...**

L'engagement a un coût qui reste un domaine peu financé par les investisseurs. Un coût à mettre aussi au regard de la durée moyenne de détention d'un titre en portefeuille, de la hausse de la gestion passive, de la baisse relative de la part détenue par les investisseurs institutionnels de long terme au capital des entreprises cotées. Même si beaucoup s'accordent à dire qu'une entreprise avec de bonnes pratiques ESG a plus de chance de délivrer des performances pérennes.

À l'instar de l'association française Ethique et Investissement fondée en 1983 qui promeut un dialogue constructif avec les entreprises, ou l'ICCR (Interfaith Center on Corporate Responsibility) qui milite pour les pratiques plus rigoureuses au sein des grandes entreprises américaines, toutes deux créées par des congrégations religieuses en recherche de placements éthiques, les praticiens aujourd'hui se regroupent et innove pour y remédier. On peut citer ainsi le développement de forums d'engagement collaboratif tels que le Centre d'échange de l'UN-PRI ou l'Institutional Investors Group on Climate Change (IIGC) ou encore le Climate Action 100+. Des ONG investissent ce terrain : Share Action, né d'une campagne menée par People & Planet en Grande-Bretagne utilise la puissance des réseaux sociaux pour mobiliser les citoyens actionnaires. Transition Pathway Initiative (TPI), créée en 2017 et soutenue depuis par 60 investisseurs représente 18 000 milliards de dollars d'actifs sous gestion. Cette initiative mondiale soutenue par des gestionnaires d'actifs, évalue la préparation des entreprises à la transition vers une économie sobre en carbone, soutenant les efforts de lutte contre le changement climatique.

Mais comme le souligne le président de l'Autorité des marchés financiers, Robert Ophèle, dans son discours lors de la dernière Conférence Droit & Croissance en octobre dernier « *On peut toutefois observer des écarts plus ou moins grands entre les intentions affichées via une adhésion à l'un ou l'autre de ces groupes et la réalité des engagements. Les recensements effectués par the Climate Majority Project ou par the Asset Owners Disclosure illustrent ces écarts avec, s'agissant des votes en assemblée, un soutien très limité aux résolutions déposées par des actionnaires en faveur de la maîtrise du risque climatique...* ». À titre d'exemple, les résolutions sur les stratégies climatiques des entreprises énergétiques portées par l'association hollandaise Follow This n'auront ainsi recueilli en 2017 « que » 6,3 % des votes actionnaires de Shell, 8,4 % chez BP et 12 % des votes des actionnaires non gouvernementaux chez Equinor.

Le décalage entre l'horizon de l'engagement en matière de RSE, investissement de moyen-long terme, et la performance financière de court-terme qui est attendue des émetteurs sur les marchés en serait-il la cause ? Ou les possibles conflits d'intérêts de certaines sociétés de gestion, filiales de banques ou de groupes d'assurances ? Ou encore les conflits potentiels au sein d'agences de proxy non indépendantes ?

#### **Loi Pacte : un élargissement du champ de l'engagement**

La loi Pacte et sa future application vont vers l'établissement d'un contre-pouvoir de nature à promouvoir un modèle de collaboration entre actionnaires et dirigeants. En :

- Élargissant l'objet d'une entreprise « gérée dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité » ;
- Permettant à des entreprises d'inscrire dans leurs statuts la « raison d'être » dont elles entendent se doter dans la réalisation de leur activité ;
- En renforçant le rôle du conseil d'administration sur les orientations de l'activité de la société conformément à son intérêt social et en prenant en considération ses enjeux sociaux et environnementaux ; Il prend également en considération la « raison d'être » de la société, lorsque celle-ci est définie dans les statuts ;
- Et enfin, en encourageant l'engagement actionnarial à long terme des investisseurs (élaboration et publication d'une politique d'engagement claire et rapport annuel sur la façon dont ils l'ont appliquée effectivement, volonté d'encadrer le prêt-emprunt de titres, ...).

La loi Pacte – et l'obligation pour chaque investisseurs d'expliquer clairement ses orientations d'engagement et de publier un rapport annuel – devrait remédier au manque de cohérence entre les déclarations d'intention et l'exercice concret de la responsabilité des actionnaires.

#### **Des administrateurs de plus en plus sollicités, la gouvernance au centre**

C'est aux administrateurs de définir ou, au minimum, de valider le cadrage stratégique de l'entreprise et, le cas échéant, de le porter dans une « raison d'être » présentée à l'assemblée générale si la société décide de la mettre dans ses statuts. En définissant

#### **Des freins culturels à lever**

- Des voix commencent déjà à s'élever parmi les investisseurs institutionnels : « Si la "gouvernance des parties prenantes" et la "durabilité" servent à masquer une mauvaise gestion ou à bloquer les changements nécessaires, l'économie dans son ensemble sera perdante » concluent-ils.
- De leurs côtés les dirigeants de grandes entreprises nationales et internationales voudraient faire baisser la pression sur des demandes récurrentes d'investisseurs, allant du changement climatique à la rémunération des dirigeants.

un intérêt social élargi et en créant ce concept de « raison d'être », la loi Pacte renforce la responsabilité du conseil dans la détermination de la stratégie. Or, cette compétence essentielle lui échappe souvent. Dans une enquête réalisée par McKinsey, 10 % seulement des administrateurs interrogés reconnaissent comprendre pleinement la dynamique de leur industrie et 21 % considèrent avoir une compréhension complète de la stratégie de leur société.

Une amélioration de la gouvernance d'entreprise facilitera la collaboration entre émetteurs et actionnaires actifs et engagés à une époque où les entreprises n'ont jamais eu autant besoin de pouvoir compter sur des parties prenantes solides et impliquées, dans un monde de plus en plus concurrentiel. La gouvernance est devenue un sujet incontournable. ■

#### **Les actionnaires ne sont pas des activistes**

Lors de la cérémonie du Grand Prix de l'AG 2019, le jury a exceptionnellement décidé de donner son Prix spécial, non à un émetteur mais à une coalition de 7 investisseurs menée par Comgest et Phitrust. Leur action : contribuer à résoudre la crise de gouvernance que connaissait le processus de fusion d'EssilorLuxottica, crise qui avait éclaté publiquement en mars 2019. Présenter des administrateurs indépendants fut une nouveauté pour Phitrust, un travail peu habituel pour des minoritaires. De nombreuses instances de la place y sont opposées, sans parler des dirigeants eux-mêmes qui ont toujours un faible niveau d'acceptation des avis et initiatives de leurs actionnaires. Cette initiative démontre qu'on ne peut dire qu'un actionnaire qui dépose une résolution avec d'autres est « contre » l'entreprise. Les dirigeants, élus par l'assemblée générale, et les actionnaires ont tout intérêt à nourrir ce dialogue de long terme.



**La question du consentement à payer pour mener des actions d'engagement comme pour l'information extra-financière demeure faible. Ne pas se regrouper, c'est prendre le risque de rater le virage de l'engagement et de la responsabilité.**



## PERMETTRE AUX ACTIONNAIRES DE JOUER LEUR RÔLE

ALEXIS MASSE  
PRÉSIDENT DU FORUM POUR  
L'INVESTISSEMENT RESPONSABLE (FIR)

### **Pensez-vous que la finance responsable soit une réalité aujourd'hui ?**

Il existe naturellement du marketing mais les pratiques sont objectivement en train de changer. Les encours de finance responsable augmentent vite. Les actions d'engagement ne sont pas encore assez développées mais elles sont devenues un passage obligé. Les sociétés de gestion ou les investisseurs institutionnels doivent désormais produire un rapport d'engagement et donc se poser la question des messages qu'ils souhaitent porter auprès des émetteurs. L'effet est donc bien réel même s'il est encore difficile d'en mesurer les conséquences sur les entreprises.

### **Les critères sociaux ne risquent-ils pas d'être les parents pauvres de l'approche ESG ?**

Ils le sont effectivement souvent, même si les préoccupations sociales sont relayées par les investisseurs engagés qui incitent les entreprises à prendre la mesure de leur responsabilité sociale. Par exemple, le devoir de vigilance, qui contraint les entreprises à prévenir, y compris auprès de leurs sous-traitants, les risques d'atteinte aux droits de l'homme, a suscité beaucoup de scepticisme des émetteurs lors de son adoption en 2017. Le fait que des investisseurs, notamment au sein du FIR, soient mobilisés sur le sujet a pu contribuer à convaincre les entreprises soucieuses de RSE de s'emparer de cet outil pour améliorer, année après année, leur approche du problème. Tout n'est pas parfait, loin de là, mais les choses avancent, en tout cas pour les leaders.

### **Comment intégrer le volet social dans l'approche ISR ?**

La grande difficulté est que, contrairement au carbone, qui permet au moins de comparer les entreprises entre elles, quel que soit le secteur, il n'existe que très peu d'indicateurs sociaux partagés par les entreprises ou les investisseurs pour évaluer la qualité des pratiques.

Le Forum pour l'Investissement Responsable a été créé en 2001 à l'initiative de gestionnaires de fonds, de spécialistes de l'analyse sociale et environnementale, de consultants, de syndicalistes, d'universitaires et de citoyens. Depuis, ils ont été rejoints par des investisseurs.

En France, il existe les bilans sociaux mais, à l'échelle internationale, les données restent très lacunaires et les comparaisons difficiles. Nous sommes aujourd'hui à un stade où il faut initier sur le terrain social ce qui a été fait pour l'environnement avec le carbone, c'est-à-dire mettre en place des mesures standardisées pour inciter les entreprises à adopter de meilleures pratiques sociales.

### **Quel rôle peuvent avoir les actionnaires sur les questions sociales ?**

Il est clair que les aspects sociaux sont insuffisamment présents dans les questionnaires adressés par les investisseurs aux émetteurs. Or, il existe un réel besoin de dialogue entre les actionnaires et les entreprises sur les questions sociales, particulièrement dans les secteurs qui présentent des risques sociaux. Nous organisons au sein du FIR des réunions entre des investisseurs et la société civile pour permettre à chacun de s'informer. Récemment, à l'initiative d'une fédération syndicale internationale, nous avons ainsi organisé un point sur les problèmes sociaux rencontrés dans le monde par le groupe Teleperformance. De même, un représentant des salariés de Carrefour a exposé les ressorts du mouvement social qui a eu lieu au sein du groupe, qui n'est pourtant pas la pire enseigne du secteur en matière sociale. Même chose chez TechnipFMC qui a connu une vague de suicides. Il existe une prise de conscience sur le fait qu'une entreprise est un projet collectif et que si les salariés n'adhèrent plus au projet, c'est le risque d'une perte de valeur à moyen et long terme.

### **Les investisseurs institutionnels français sont-ils des actionnaires engagés ?**

Dans les classements internationaux sur les bonnes pratiques ISR, trois caisses de retraite publiques se distinguent : le Fonds de réserve des retraites (FRR), l'ERAFP et l'IRCANTEC. Et depuis deux ans, les partenaires sociaux se sont mis d'accord pour que les réserves du nouveau régime unique Agirc-Arrco soient gérées de façon responsable. C'est bien la preuve que la démarche se diffuse et que les partenaires sociaux ont joué leur rôle. C'est désormais aux autres investisseurs institutionnels de prendre le relais afin de massifier la démarche et de tirer la place de Paris vers le haut. Le monde de l'assurance peut en particulier saisir les obligations de la loi Pacte pour aiguillonner à son tour la place.

### **Quelle importance accordez-vous à la défense des actionnaires minoritaires ?**

Notre approche n'est pas tant de défendre le droit des minoritaires que de permettre aux actionnaires engagés de jouer leur rôle en faveur du développement durable et d'exercer leurs droits, y compris par le dépôt de résolutions. Le droit français est extrêmement malthusien. Il permet difficilement de déposer une résolution (avec un seuil requis de 0,5% du capital), et dans le même temps les conseils ont la grande faculté d'écarter les projets de résolution. Nous proposons au FIR par exemple que 100 actionnaires puissent se réunir pour pouvoir déposer une résolution ESG. Reste que la question du consentement à payer pour mener des actions d'engagement comme pour l'information extra-financière demeure faible. Nous avons donc besoin de mutualisation, d'actions communes pour pouvoir faire plus à un coût maîtrisé. Ne pas se regrouper, c'est prendre le risque de rater le virage de l'engagement et de la responsabilité.



“  
Pour avoir plus de poids,  
et déposer le cas échéant des  
résolutions, nous recherchons en  
permanence des partenaires qui  
partagent nos valeurs.”



## LES QUESTIONS SOCIALES ET ENVIRONNEMENTALES, AU CENTRE DE NOS PRÉOCCUPATIONS

JEAN-PIERRE COSTES  
PRÉSIDENT DE L'IRCANTEC (INSTITUTION  
DE RETRAITE COMPLÉMENTAIRE DES  
AGENTS NON TITULAIRES DE L'ÉTAT  
ET DES COLLECTIVITÉS PUBLIQUES)

### Que veut dire, pour vous, être un actionnaire actif ?

Deux principes guident notre approche socialement responsable. Tout d'abord, nous intégrons les critères ISR dans toutes les classes d'actifs de notre portefeuille. Concrètement, nous travaillons à respecter les engagements de la conférence climatique COP 21 de Paris, c'est-à-dire à aligner nos portefeuilles sur une trajectoire de réchauffement climatique limité à 2 degrés. Ceci nous a conduit à mener une politique de désinvestissement dans les énergies fossiles. Ensuite, être effectivement un actionnaire engagé. Depuis 2013, notre conseil d'administration définit une politique de vote en assemblées générales. Bien sûr, pour avoir plus de poids, et déposer le cas échéant des résolutions, nous recherchons en permanence des partenaires qui partagent nos valeurs. Dans ce cadre nous travaillons régulièrement avec Phitrust. Notre démarche se veut à la fois simple et pragmatique, sans sacrifier bien évidemment les performances.

### Quelles sont vos priorités en matière de vote lors des assemblées générales ?

La question sociale est l'une nos préoccupations centrales quand nous devons nous prononcer sur les stratégies menées par les entreprises. Nous nous efforçons d'identifier les risques sociaux et nous assurons pour cela un dialogue avec les partenaires sociaux en amont des assemblées générales. La question des

rémunérations des dirigeants est également un point essentiel. Nous nous opposons systématiquement à toute demande de rémunération supérieure à 100 fois le SMIC, qui constitue, selon nous, un seuil maximum socialement tolérable. Nous encourageons également la parité dans les conseils d'administration. Enfin, nous approuvons les comptes quand les entreprises répondent à leurs engagements environnementaux ou de transition énergétique.

### Pensez-vous que les caisses de retraite peuvent jouer un rôle d'aiguillon sur la place de Paris en matière de gouvernance et de développement durable ?

Quand j'ai commencé à sensibiliser l'Ircantec aux thèmes de l'engagement et de l'investissement socialement responsable, j'avais l'impression de me battre contre la terre entière. Sur un chemin qui s'annonce difficile, il est nécessaire de chercher des partenaires. C'est pourquoi je me suis rapproché de Phitrust et que j'ai demandé à l'agence Vigeo un audit sur notre portefeuille. Les résultats ont été un choc : nos investissements ne respectaient même pas les engagements internationaux de la France ! Et j'ai immédiatement pensé que nous si nous ne modifions pas nos pratiques, nous irions au devant des problèmes. Aujourd'hui, ce n'est plus une question : notre engagement est voté à l'unanimité de nos 66 administrateurs. Et j'ai la conviction que si les caisses de retraite arrivent à exprimer leurs valeurs, elles pourraient peser sur les sociétés de gestion qu'elles mandatent. Les choses bougent lentement mais elles bougent. L'engagement ISR de l'Agirc-Arrco pourrait accélérer le processus. Le Fonds de réserve des retraites (FRR) et l'ERAFP ont des démarches similaires. Reste encore à convaincre une quarantaine de caisses... Finalement, nous avons une culture commune et nous avons tout à gagner à nous enrichir mutuellement sur les thématiques de gouvernance et d'investissement durable. ■

L'Institution de retraite complémentaire des agents non titulaires de l'État et des collectivités publiques gère un portefeuille de réserves financières de 12 milliards d'euros, dont 43 % investis en actions. Elle a mis en place une démarche ISR depuis 2009 et mesure l'impact climat de ses investissements depuis trois ans.

# FÉDÉRER LES ACTEURS EN FRANCE ET EN EUROPE :

Promouvoir un  
engagement pour  
plus d'impact.



## S'ENGAGER AU NIVEAU EUROPÉEN

DOMINIQUE BIEDERMANN  
ANCIEN PRÉSIDENT DE LA FONDATION  
ETHOS

### Quelles sont selon vous les grandes évolutions dans les pratiques d'engagement actionnarial depuis 20 ans ?

Il y a une vingtaine d'années, seule une minorité d'actionnaires institutionnels exerçaient leurs droits d'actionnaires de manière consciente et conformément à des directives bien établies. De plus, la majorité de ceux-ci se contentaient d'exercer leurs droits de vote. Au final, peu d'actionnaires actifs engageaient le dialogue avec les instances dirigeantes des sociétés et les sujets de dialogue portaient essentiellement sur des thèmes de gouvernance d'entreprise. Aujourd'hui, le contexte a bien changé avec toujours davantage d'actionnaires ouverts au dialogue, sur des thématiques non seulement de gouvernance, mais également environnementales et sociales. De plus, le dialogue ne se fait plus forcément à titre individuel, mais de manière groupée avec d'autres actionnaires partageant les mêmes préoccupations.

### Quelles sont les principales différences entre l'engagement tel que pratiqué en Europe et celui dans les pays anglo-saxons ?

Il me semble qu'en Europe continentale et au Royaume-Uni, nous avons davantage la culture d'un dialogue d'influence alors qu'en Amérique du Nord c'est souvent un dialogue de confrontation qui prévaut. Chez nous, les actionnaires actifs sont prêts à discuter et à proposer des compromis avec une prise en compte progressive de leurs revendications. Outre Atlantique, la confrontation aboutit quasiment systématiquement à la présentation d'une résolution d'actionnaires en assemblée générale. Il faut cependant reconnaître que depuis le lancement des Principes pour l'Investissement Responsable (PRI) en 2006, de plus en plus d'investisseurs actifs utilisent la plateforme d'information mutuelle mise à disposition par cette association. Cela a comme effet de réunir rapidement les investisseurs institutionnels préoccupés par certaines problématiques, quelles que soient leurs origines géographiques.

“  
Il est important que les acteurs européens se mobilisent pour faire passer leur point de vue dans le cadre d'un dialogue d'influence, face à l'emprise anglo-saxonne.  
”

Ethos, Fondation suisse pour un développement durable, regroupe actuellement 231 caisses de pension et fondations d'utilité publique, gérant des avoirs totaux d'environ 255 milliards de francs. Créée en 1997, la Fondation Ethos a pour but de promouvoir l'investissement socialement responsable (ISR).

### Pourquoi faut-il renforcer la capacité des acteurs européens ?

En général, les grandes sociétés cotées européennes qui ont un actionnariat dispersé ont une majorité de leur capital en mains d'investisseurs anglo-saxons, en particulier américains. Les européens se retrouvent ainsi souvent minoritaires chez eux. Dans une telle configuration, il est d'autant plus important que les acteurs européens se mobilisent pour faire passer leur point de vue dans le cadre d'un dialogue d'influence, face à l'emprise anglo-saxonne.

### En quoi l'engagement sur la gouvernance des entreprises est-il utile au bon fonctionnement d'une place financière ?

Les pratiques de bonne gouvernance constituent souvent les prérequis pour un bon fonctionnement d'une entreprise dans une perspective de création de valeur à long terme. Les thèmes dominants comme la composition équilibrée et le bon fonctionnement du conseil d'administration, un système de rémunérations fondé sur des critères de performance transparents et exigeants, ou l'existence d'une structure du capital égalitaire, sont des conditions de base pour les actionnaires actifs. Dans une telle configuration, les risques de dysfonctionnement et la prise de pouvoir par des actionnaires orientés à court terme se trouvent sensiblement réduits. De plus, une bonne gouvernance offre généralement plus de chances de succès au dialogue sur les sujets environnementaux et sociaux. ■

### Des agences de conseil de vote... surtout anglo-saxonnes

Si ce marché est désormais dominé par les acteurs anglo-saxons, telles Glass Lewis ou ISS, certains acteurs indépendants européens ont décidé de regrouper leurs forces de recherche avec la création de la joint-venture Expert Corporate Governance Service (ECGS). Les structures de gouvernance et les droits des actionnaires varient considérablement selon les marchés européens ou non européens, selon la loi, la réglementation et les traditions culturelles. La poursuite d'une politique cohérente de vote par procuration ou d'engagement de gouvernance d'entreprise sur tous les marchés peut donc être difficile. La mission d'ECGS est de fournir des recherches et des conseils harmonisés qui reflètent les circonstances locales.

# Développer une expertise française et européenne d'engagement

**Nous vivons une période charnière, de remise en question multiple. La mondialisation, et le bouleversement majeur de l'ordre géopolitique et économique qu'elle entraîne, a certes des conséquences positives sur la croissance. Mais elle a aussi généré de fortes inégalités qui se traduisent aujourd'hui par un sentiment majeur de rupture. Rupture également engendrée par l'excès de financiarisation de notre économie, avec une tension forte entre la décisive exigence d'investissement à long terme pour accompagner la transition des entreprises, et la demande de création de valeur à court terme portée par des investisseurs, qui pour beaucoup ont oublié qu'ils étaient aussi des actionnaires.**

## **Pas d'entreprises responsables sans actionnaires engagés et actifs**

Si toutes les attentions se portent aujourd'hui vers les entreprises, si on leur demande de rester compétitives tout en étant responsables, en assumant leur raison d'être, il faut qu'elles puissent s'appuyer sur des actionnaires tout aussi responsables et de long terme. Les investisseurs institutionnels, notamment face aux questions climatiques et sociales, ont pris conscience de la nécessité d'être des actionnaires actifs et constructifs. Les entreprises doivent s'y adapter et les considérer en les écoutant et en leur donnant la parole. Ces mêmes actionnaires seront alors présents auprès des directions générales et des conseils d'administration en cas de difficultés, s'ils ont été précédemment entendus.

## **Défendre une vision européenne du capitalisme**

Face aux attitudes conquérantes anglo-saxonnes et chinoises, l'approche européenne de gestion des entreprises responsables, avec une gouvernance et une mission visant à réconcilier les parties prenantes, est bien différente par nature de celle des États-Unis et de la Chine. Elle est un enjeu fondamental d'indépendance pour la

France et ses partenaires européens, qui ont une occasion unique de rebondir et reprendre la main.

Or, force est de constater que depuis quelques années, on observe :

- Une forte baisse de l'actionariat individuel : de 7,1 millions il y a dix ans – un record historique –, le nombre d'actionnaires personnes physiques serait retombé à 3 millions, dont une baisse record depuis fin 2008. La France scelle son appartenance au club des sept pays européens dont les actionnaires individuels pèsent moins de 10 % de la capitalisation boursière.
- Un désengagement progressif des investissements en actions par les institutionnels européens particulièrement depuis 2010, au profit de leurs concurrents américains et asiatiques. Avec le risque de biais pas toujours favorables aux intérêts des entreprises françaises et européennes. Et avec des acteurs qui portent une vision autre de la gouvernance que celle que nous souhaitons promouvoir en Europe et qui mènent un dialogue restreint avec les émetteurs, les autorités et les autres investisseurs.
- La mainmise également par des acteurs anglo-saxons sur l'activité des agences de conseil de vote (qui risquent d'imposer des normes « générales », sans prendre en compte les spécificités des entreprises et des pays. (Ex: modèle *Pay For Performance* (P4P) d'ISS pour les rémunérations de dirigeants). Leur modèle économique peut aussi être à l'origine de conflits d'intérêts.

## **Faciliter les approches collaboratives efficaces en France et en Europe pour obtenir plus d'impact sur des initiatives ESG**

L'indépendance nécessaire des entreprises françaises et européennes vis-à-vis du monde anglo-saxon – et la garantie de pouvoir mener une approche européenne de l'engagement auprès de celles-ci – passent par des investisseurs « engagés » sur les questions de gouvernance. Ils ne peuvent l'être qu'avec des acteurs et des agences de conseil de vote indépendants compte tenu de l'existence naturelle de potentiels conflits d'intérêts entre compagnies d'assurances, banques et leurs filiales gestionnaires d'actifs. ■■■

**Le développement d'une expertise française et européenne d'engagement est urgente. Phitrust, en étroite collaboration avec Proxinvest, tous deux indépendants, porte cette idée auprès des investisseurs institutionnels privés et publics. Promouvoir, face aux enjeux sociaux et climatiques, une vision de l'entreprise comme objet collectif, implique une collaboration rapide des acteurs concernés pour développer un pôle solide de vote et d'engagement.**

# **S'ENGAGER POUR FAIRE QUOI ?**

**Et si on parlait  
de la responsabilité  
des actionnaires.**

# S'engager pour plus d'impact

**L'objectif de tout investisseur qui veut faire de l'engagement actionnarial, est d'obtenir que les entreprises visées améliorent leurs pratiques ESG dans la durée, voire qu'elles fassent évoluer leur modèle d'affaires pour répondre aux enjeux sociaux et environnementaux. Le législateur a donné récemment aux actionnaires les moyens de s'assurer de la bonne conduite des entreprises (loi Pacte, article 173 de la loi sur la transition énergétique et la croissance verte).**

## **Pourquoi les grandes entreprises ?**

Les grandes entreprises sont devenues des acteurs puissants, voire même pour certaines, les plus puissants de notre société. La manière dont elles sont gouvernées est un sujet central. Par l'impact de leurs activités au niveau mondial, elles sont devenues des acteurs incontournables dans la recherche de solutions aux défis sociaux et environnementaux. La façon dont elles intègrent ces enjeux à leur réflexion stratégique est un indicateur clés pour les investisseurs, actionnaires, et parties prenantes.

## **Pourquoi la gouvernance stratégique ?**

La gouvernance représente un enjeu croissant et central pour les entreprises. D'elle dépendent les déclinaisons en termes d'environnement, d'implication sociale et du respect des équilibres entre les diverses parties engagées avec l'entreprise, garants de sa réussite à long terme.

## **Un engagement actionnarial responsable : oui mais jusqu'où ?**

L'engagement actionnarial, s'il veut être efficace, ne peut s'exercer sans un fort devoir de responsabilité. Cela implique une position d'actionnaires investisseurs de long terme, un dialogue approfondi et constructif au niveau stratégique avec les équipes dirigeantes et membres des conseils d'administration, l'exercice de ses droits de vote en assemblée générale, ...

**Mais ce devoir de responsabilité peut et doit aussi pouvoir passer par un exercice plus actif et « engageant », s'il reste fondé sur des principes clairement édictés. Il est possible de créer de la valeur grâce à une confrontation constructive avec les dirigeants d'entreprises cotées.**

## **Le dialogue, une étape d'action indispensable**

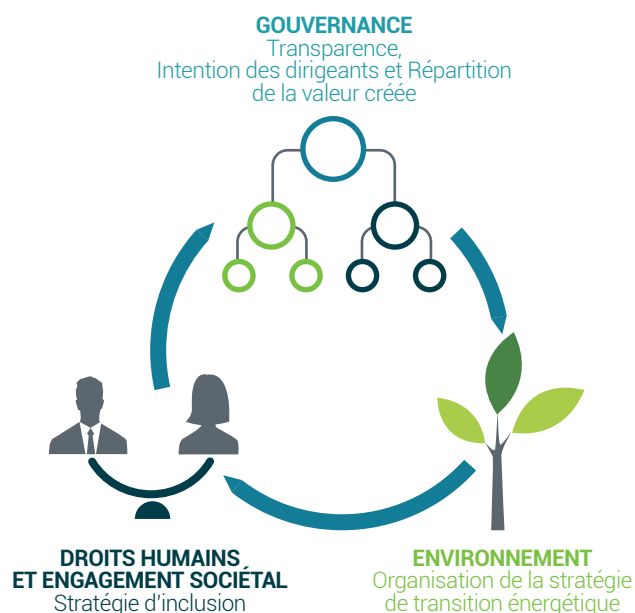
La démarche de Phitrust est éminemment constructive. Notre dialogue se situe au niveau stratégique de l'entreprise, avec des échanges directs renseignés et suivis avec les dirigeants et les présidents des conseils d'administration que nous rencontrons depuis 15 ans. Ce dialogue prend des formes multiples : entretiens, lettres, questions écrites en AG, si nécessaire, communication publique sur l'avancement du processus d'engagement et sur les insuffisances de l'entreprise dans le domaine extra-financier, et enfin, dépôts de résolutions. Il s'agit d'une montée en puissance progressive d'un dialogue mené en direct jusqu' à l'action publique. Chaque étape doit être respectée.

## **Assumer sa responsabilité sur le long terme**

Certains incluent dans une stratégie d'engagement le désinvestissement d'une position au capital d'une entreprise qui ne suivrait pas ses exigences. Face au désinvestissement, nous pensons que l'engagement tel que Phitrust le pratique s'impose comme la stratégie la plus efficace pour transformer les pratiques ESG. Nous estimons que le rôle d'actionnaire responsable se joue sur le long terme. La transition des entreprises, si elle est essentielle, prendra du temps ; c'est un enjeu à porter collectivement. Nous nous interdisons au sein de la Sicav tout prêt de titres ne participant pas ainsi à la multiplication des produits dérivés qui n'ont qu'un objectif financier, déconnecté de la réalité économique des entreprises.

**Forte de ses principes et de son indépendance, Phitrust est ainsi la seule société de gestion en France à assumer son rôle d'actionnaire actif et constructif en ayant déposé plus de 45 résolutions externes en 15 ans, en lien avec ses orientations de vote.**

En modifiant le Code civil, la loi Pacte vient donner un cadre à une tendance de fond. Un véritable mouvement de transformation est à l'œuvre. Les actionnaires, qui ont compris que le changement de stratégie est essentiel, sont prêts à prendre ce virage. ■



### Trois principes d'actions pour un exercice responsable de l'engagement actionnarial

- Détenir les titres des entreprises sur le long terme.
- Ne pas faire de prêt de titres.
- Dialoguer avant de lancer toute action publique, avec les dirigeants et les parties prenantes des entreprises.

On parle beaucoup de la responsabilité des entreprises, notamment à l'égard de ses parties prenantes et de la société. Mais quid de celle des actionnaires à l'égard de l'entreprise ? Si on veut pouvoir mener un dialogue efficace avec les dirigeants d'une société, il faut détenir ses titres et connaître l'entreprise et son projet dans la durée.

Le sujet concerne bien la responsabilité des actionnaires à l'égard de l'entreprise. De nombreux codes de gouvernance ont été édités dans le monde, mais très rares sont ceux qui, à l'exemple du code français Middenext osent une définition de cette responsabilité : l'actionnaire « incarne 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 ». Cette responsabilité se traduit par trois droits : le vote aux assemblées générales, le droit d'information et le droit aux dividendes. Pour participer à la définanciarisation des entreprises, la loi Pacte peut être l'occasion de réaffirmer ce rôle essentiel des actionnaires. Il n'y a pas d'entreprise responsable sans une responsabilité partagée de toutes ses parties prenantes, actionnaires compris.

### Des orientations de vote clairement posées

#### ■ Les droits des actionnaires en Assemblée générale

Favoriser la démocratie actionnariale à travers le respect du principe « une action – une voix ». Suppression des droits de vote doubles, qui ne favorisent que les actionnaires souhaitant prendre le contrôle de la société.

#### ■ Le Conseil d'administration ou Conseil de surveillance

La séparation des pouvoirs, l'indépendance du conseil et de ses comités, et le respect du droit des actionnaires minoritaires. Le questionnement sur la raison d'être de l'entreprise.

#### ■ Rémunération, association des dirigeants et salariés au capital

La transparence et l'équité pour l'ensemble des rémunérations des dirigeants et des salariés.

#### ■ L'affectation du résultat et l'utilisation des fonds propres

La gestion raisonnée des fonds propres dans une optique moyen à long terme.

#### ■ L'évolution du capital

L'intégrité des comptes et de l'information. Responsabilité des commissaires aux comptes.

#### ■ Impact environnemental

L'importance d'une stratégie prenant en compte le changement et dérèglement climatique. Adhésion à l'initiative des Sciences Based Targets afin de fixer des objectifs scientifiques concrets de réduction des gaz à effet de serre.

#### ■ Impact social

La nécessité d'avoir des pratiques sociales de qualité avec les salariés, et d'avoir un regard sur celles de toutes les parties prenantes. Mise en place d'un plan de vigilance. Respect des droits humains et de la diversité. Prévention des risques contre l'esclavage moderne.

#### ■ Éthique des affaires

Charte éthique, procédure de contrôle et engagement effectif contre la corruption. Gestion et protection des lanceurs d'alerte en interne et en externe. Contrôle et gestion des pratiques dans la chaîne d'approvisionnement.

# Investir pour agir

Alors que, en tant qu'actionnaire minoritaire, les possibilités de faire changer les pratiques ESG des entreprises sont limitées - et la menace de sortir de l'investissement en vendant ses titres n'a pas d'impact - l'influence de Phitrust est réelle et concrète. Elle repose sur 4 leviers spécifiques et différenciants : (1) dialoguer de façon systématique et constructive directement avec les présidents ou directeurs généraux, (2) déposer des résolutions et poser des questions écrites avant les assemblées générales, (3) s'appuyer sur les medias pour alerter les investisseurs et le grand public, (4) être présent à toutes les assemblées générales des sociétés du CAC 40 et voter systématiquement.

Depuis plus de 15 ans, Phitrust a mené plus de 2 400 initiatives privées présentées aux dirigeants et aux conseils d'administration des sociétés du CAC 40 et a déposé 45 résolutions externes (dont 2 adoptées ayant modifié les statuts des entreprises concernées). Phitrust s'est imposé comme un acteur de référence de la place parisienne et un des fonds les plus influents, engagé pour une transformation de long terme, malgré des encours limités.

- Initiatives privées : construire un dialogue avec les dirigeants et les présidents des conseils d'administration (lettres, entretiens, dialogues, rapports d'information...).

- Initiatives publiques : réunions d'investisseurs, relations avec la presse, questions écrites, orales et dépôts de résolutions en assemblées générales...

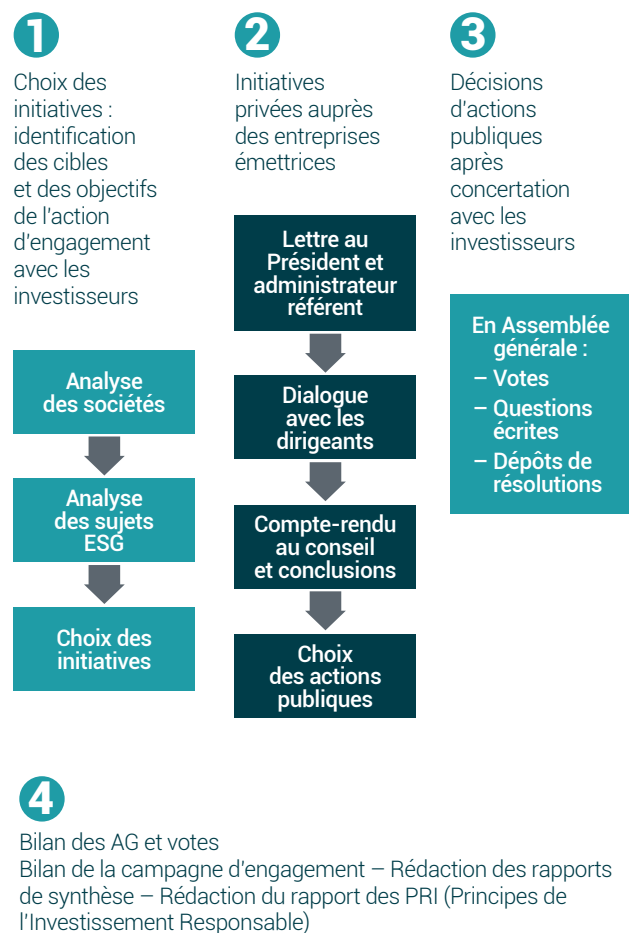
## Rôle central du conseil d'administration de la Sicav : une gouvernance engageante !

Le conseil d'administration de notre Sicav d'engagement réunit nos investisseurs. Il a un rôle essentiel dans la stratégie d'engagement actionnarial, à côté du comité technique (réunissant les équipes de gestion et celles de Proxinvest).

Les membres du conseil participent à l'élaboration des campagnes d'engagement actionnarial, bénéficient d'un reporting détaillé et d'éléments d'alertes en amont sur les principaux sujets : l'analyse des modes de prise de décision, le pouvoir des directeurs exécutifs, la nomination et la rémunération des administrateurs et dirigeants, l'élaboration des stratégies, et notamment l'intégration des enjeux

environnementaux et sociaux, le pilotage de la performance, la conformité aux règlements légaux, comptables, fiscaux ou propres à l'entreprise. Et depuis la loi Pacte, sur la définition de la mission ou la raison d'être de l'entreprise.

## L'IMPORTANCE DU DIALOGUE AVEC LES ENTREPRISES, AVANT TOUTE ACTION PUBLIQUE





# 15 ans et plus que jamais d'actualité

## PHITRUST ACTIVE INVESTORS FRANCE

**La Sicav PAI France est un outil d'engagement actionnarial permettant de questionner les dirigeants et faire levier sur la gouvernance stratégique des entreprises du CAC 40 et donc sur leurs pratiques environnementales et sociales. Toutes les entreprises du CAC 40 sont donc présentes en portefeuille.**

**Les sur- et sous-pondérations reflètent notre analyse de leur gouvernance stratégique et de leur responsabilité sur les sujets ESG. La Sicav est aussi un produit financier permettant d'investir à long terme sur le marché des actions françaises avec un risque très limité par rapport à sa classe d'actifs.**

### **Des prises de positions, reflets de notre stratégie d'engagement**

Des études ont montré que les progrès de gouvernance induisent à terme une meilleure valorisation des sociétés. À l'inverse, des dysfonctionnements dans la gouvernance de grandes sociétés européennes ont fortement pesé sur leur valorisation boursière. La Sicav cherche donc à identifier les progrès de gouvernance et les initiatives qui pourraient être menées auprès des sociétés du portefeuille pour l'améliorer et à terme participer à révéler une meilleure valorisation boursière.

La Sicav a défini son propre référentiel de gouvernance qui s'appuie notamment sur les principes retenus par les grands investisseurs institutionnels et la plupart des référentiels publiés.

La gestion vise à surpondérer les sociétés respectant les meilleurs standards mondiaux de gouvernance et qui sont réactives aux initiatives de leurs actionnaires, et à celles menées par Phitrust.

À l'inverse, les sociétés dont la gouvernance n'évolue pas positivement et qui sont peu réactives aux initiatives de la Sicav sont sous-pondérées dans le portefeuille.

### **Des performances en ligne avec celles du CAC 40 dividendes réinvestis, avec un risque contenu**

La gestion de la Sicav Phitrust Active Investors France est dite « à gestion indicielle étendue » (CAC 40). Elle est essentiellement investie en actions entrant dans la composition de l'indice CAC40. Le portefeuille est exclusivement composé d'actions de sociétés européennes cotées à Paris. La Sicav a pour objet la quasi réplication de l'indice par l'achat de titres dans des proportions semblables et avec un suivi constant des modifications de la composition de l'indice de référence. Son objectif est de respecter un écart de suivi (tracking error) annuel maximal de 1% entre l'évolution de sa valeur liquidative et celle de l'indice CAC40 dividendes réinvestis.

La Sicav applique donc sa méthodologie de gestion quantitative de traitement de l'information extra-financière avec un risque contenu (écart de suivi annuel moyen d'environ 1,5%). Le traitement de cette information se fait en trois étapes :

- la prise en compte des principaux événements de gouvernance des sociétés de l'indice CAC 40,
- la quantification et l'analyse de l'impact de ces événements de gouvernance,
- une allocation stratégique qui conduit à la sur/sous-pondération de chaque titre de la Sicav et à la sélection d'un portefeuille optimal. ■

# REMERCIEMENTS

À TOUS CEUX QUI DEPUIS 15 ANS  
ONT SOUTENU, INVESTI ET AGI  
AVEC PHITRUST

## ■ Les actionnaires passés et présents de la Sicav Phitrust Active Investors France

## ■ Les investisseurs qui nous ont soutenus dans le dépôt de résolutions

Dans ces initiatives publiques, nous avons été soutenus par de nombreux investisseurs professionnels français, qu'ils soient institutionnels ou « asset managers ». De même, plusieurs fonds de pension ou « asset managers » anglo-saxons, voire australiens et d'Europe continentale nous ont soutenus. Pour des raisons bien compréhensibles, on ne peut les citer tous dans cette publication. Il faut noter que les investisseurs ayant acheté des parts de la Sicav sont de facto impliqués dans nos dépôts de résolution, mais de manière confidentielle, sans qu'ils aient à se dévoiler publiquement.

## ■ Partenaires engagement

- CDP (Carbon Disclosure Project)
- ECGS (Expert Corporate Governance Service)
- ETHOS
- ICGN (International Corporate Governance Network)
- PRI (Principles For Responsible Investment)
- PROXINVEST

## ■ Partenaires institutionnels

- AF2i (Association français d'investisseurs institutionnels)
- AFG (Association française de la gestion financière)
- ETHIQUE ET INVESTISSEMENT
- FIR (Forum pour l'Investissement Responsable)

## ■ Ceux qui nous inspirent

- L'ADAM (Association de défense des actionnaires minoritaires) et sa présidente Colette Neuville
- Geneviève Ferone, fondatrice de la première agence de notation extra-financière en France
- Stephen Davis, Associate Director of the Harvard Law School Programs on Corporate Governance and Institutional Investors
- L'association Droit & Croissance
- NOVETHIC
- L'ICCR (Interfaith Center on Corporate Responsibility)

## ■ Et tous ceux qui ont accepté de participer à cette publication

- Dominique Biedermann, ancien Président de la Fondation Ethos, membre du Conseil d'administration de la Sicav Phitrust Active Investors France
- Thomas Bourveau, professeur assistant à la Columbia Business School, Vice-Président de Droit & Croissance,
- Jean-Pierre Costes, Président de l'Ircantec
- Loïc Dessaint, Directeur général de Proxinvest
- Pierre-Henri Leroy, Président de Proxinvest
- Alexis Masse, Président du Forum pour l'investissement responsable (FIR)
- Hubert Rodarie, Directeur Général délégué du groupe SMA, membre du Conseil d'administration de la Sicav Phitrust Active Investors France
- Jean-Dominique Senard, Président de Renault, Vice-Président de Nissan

« Le présent document n'a aucune valeur contractuelle et il est produit à titre purement indicatif. La responsabilité de la société Phitrust ne peut pas être engagée sur la base des déclarations et informations contenues dans le présent document. La société Phitrust ne saurait être tenue responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur la base de ces déclarations et informations. La SICAV Phitrust Active Investors France est agréée par l'Autorité des Marchés Financiers. Les informations contenues dans le présent document ne constituent pas une invitation, un conseil ou une recommandation à souscrire et il est recommandé à tout investisseur désireux de souscrire aux actions de la SICAV Phitrust Active Investors de préalablement contacter son conseiller habituel afin de bénéficier d'un conseil adapté notamment à sa situation personnelle et ses objectifs d'investissement. Le Document d'Information Clé pour l'Investisseur et le prospectus de la SICAV sont disponibles sur le site internet: [www.phitrust.com](http://www.phitrust.com). La société de gestion Phitrust est agréée en France et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers. »

Directeur de la publication : Olivier de Guerre – Conception/rédaction : Stéphanie de Beaumont, Éric Benhamou (avec l'appui documentaire réalisé par Geoffroy Nouailhetas-Baneth) – Photo d'Olivier de Guerre par Olivier Braive – Création graphique : Philippe Lagorce, [lagorce11@gmail.com](mailto:lagorce11@gmail.com) – Éditeur : Phitrust, société anonyme au capital de 3 019 930,12 €, immatriculée au RCS de Paris n° B 420 505 307 et dont le siège social est situé au 7, rue d'Anjou, 75008 Paris. Impression : Imprimerie Setig Abelia – Ce document est imprimé sur papier Munken Polar Rough. Février 2020.



# PHITRUST

Investir pour agir

7 rue d'Anjou – 75008 Paris – 01 55 35 07 55  
[www.phitrust.com](http://www.phitrust.com)

 [phitrust@phitrust.com](mailto:phitrust@phitrust.com)

 <https://twitter.com/Phitrust>

 <https://www.linkedin.com/company/phitrust/>