

# ENGAGEMENT ACTIONNARIAL, UNE APPROCHE ISR PROMETTEUSE

FÉVRIER 2011



RECHERCHE **novethic**

---

© Novethic 2011

Toute reproduction intégrale ou partielle des contenus de ce document doit faire l'objet d'une autorisation de Novethic. Toute citation ou utilisation de données doit s'effectuer avec l'indication de la source.

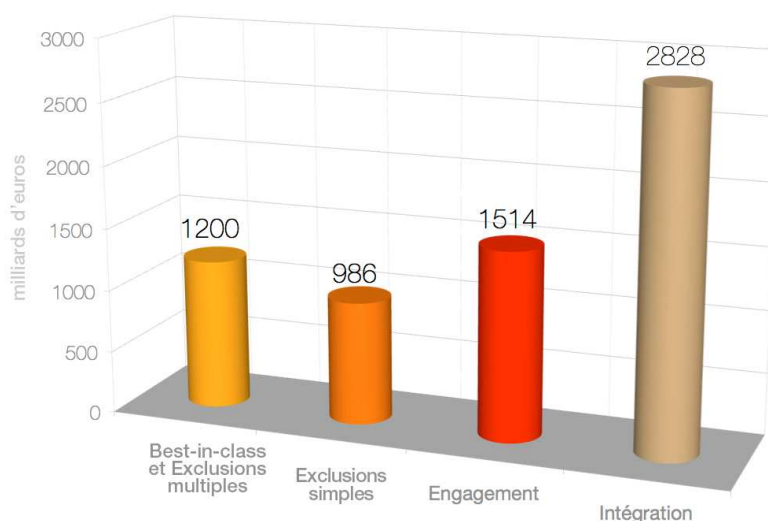
---

# Sommaire

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Introduction .....</b>  | <b>4</b>  |
| <b>I. Qu'est-ce que l'engagement ? .....</b>                                   | <b>5</b>  |
| Panorama des terminologies .....   | 5         |
| Définition .....   | 6         |
| <b>II. Des objectifs multiples .....</b>                                       | <b>7</b>  |
| Des motivations différentes selon les acteurs et le contexte .....             | 7         |
| Optimiser la valeur de long terme .....  | 7         |
| Maîtriser les risques de réputation .....                                      | 7         |
| L'engagement militant .....  | 7         |
| Un contexte porteur .....  | 8         |
| Des attentes de deux types .....   | 9         |
| Accroître la visibilité sur les risques .....                                  | 9         |
| Améliorer les pratiques des entreprises .....                                  | 10        |
| <b>III. Panorama des pratiques d'engagement .....</b>                          | <b>11</b> |
| Échanges avec les entreprises .....  | 11        |
| Identification de thèmes d'engagement .....                                    | 11        |
| Formulation des attentes aux entreprises .....                                 | 13        |
| Suivi dans le temps .....  | 13        |
| Transparence .....   | 14        |
| Publication de la politique d'engagement .....                                 | 14        |
| Communication sur les démarches .....  | 14        |
| Exercice des droits de vote .....  | 15        |
| Des sociétés de gestion françaises plutôt en avance .....                      | 15        |
| Des institutionnels aux pratiques variables .....                              | 17        |
| Pallier l'absence de votes à caractère environnemental ou social .....         | 19        |
| Participation aux assemblées générales .....                                   | 19        |
| Questions en assemblée générale .....  | 19        |
| Dépôt de résolution .....  | 20        |
| Réseaux et coalitions permettent de trouver des soutiens .....                 | 22        |
| Désinvestissement .....  | 23        |
| <b>IV. Des obstacles importants, mais surmontables .....</b>                   | <b>26</b> |
| Les entreprises contestent l'engagement actionnarial .....                     | 26        |
| Un soutien encore trop rare des sphères dirigeantes du secteur financier ..... | 27        |
| Des murailles de Chine fragiles .....  | 28        |
| En l'absence de mandat explicite, à qui incombe l'engagement ? .....           | 28        |
| Un coût aux bénéfices difficiles à valoriser .....                             | 29        |
| D'importantes ressources à mobiliser .....                                     | 29        |
| ... et une mesure des résultats délicate .....                                 | 29        |
| Intervenir au bon moment, un moyen de multiplier les chances de succès .....   | 30        |
| Difficultés techniques .....   | 30        |
| Agir localement .....  | 31        |
| <b>Conclusion .....</b>  | <b>32</b> |
| <b>Annexe .....</b>  | <b>33</b> |
| Taux de vote négatif aux assemblées générales 2009 .....                       | 33        |

# Introduction

Dans le domaine de l'ISR, lorsqu'on parle de pratiques d'engagement, les regards se tournent naturellement vers les investisseurs anglo-saxons ou scandinaves ; le terme « engagement », dans ce contexte, vient d'ailleurs d'une traduction approximative de son équivalent anglais. D'après l'enquête européenne sur l'ISR menée tous les deux ans par Eurosif, cette affirmation semble justifiée puisque les pays comptabilisant le plus d'encours soumis à une approche d'engagement sont le Royaume-Uni (830,1 mds€ en 2009), les Pays-Bas (307,5 mds€), la Norvège (195,2 mds€) et la Suède (118,8 mds€), loin devant la France (6,1 mds€). Au total, l'engagement totalise 1500 milliards d'euros en Europe, soit 30% des 5000 milliards comptabilisés en ISR, au sens large du terme.



## Poids des approches ISR en 2009 en Europe (Source : Eurosif European SRI Study 2010)

Pourtant, de nombreux investisseurs français affirment aujourd'hui faire de l'engagement ou initier de telles démarches. Ce sont ainsi 41% des encours ISR actions détenus par les investisseurs français en 2009 qui seraient gérés suivant une approche dite d'actionnariat actif selon l'enquête annuelle Novethic.

L'engagement actionnarial peut être vu comme une pratique complémentaire à la sélection ESG (sur des critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance) et à l'exclusion. Il est l'occasion de passer d'un contact avec les entreprises limité à la collecte d'information à un dialogue bidirectionnel où l'investisseur peut faire entendre son point de vue. Il peut compléter la sélection *best-in-class* qui retient les entreprises les « mieux-disantes » mais qui doivent malgré tout s'améliorer sur certains points. Il peut enfin s'associer ou se substituer aux exclusions normatives qui se basent sur l'identification de pratiques répréhensibles précises.

On peut cependant s'interroger sur la notion d'engagement que peuvent évoquer les investisseurs, en particulier français.

L'objet de cette étude est d'étudier ce concept d'engagement, en distinguant les pratiques et les difficultés rencontrées dans différents pays, principalement européens. Après avoir détaillé les aspects sémantiques, on expliquera quelles peuvent être les motivations des investisseurs à déployer de telles démarches ; on présentera ensuite les pratiques actuellement en vigueur, ainsi que les obstacles à leur essor. Cette analyse permettra de proposer des pistes de développement des approches d'engagement.

# I.

## Qu'est-ce que l'engagement ?

### Panorama des terminologies

Engagement, engagement actionnarial, actionnariat actif, activisme actionnarial, dialogue actionnarial... Autant de termes qui désignent les efforts des investisseurs visant à faire évoluer les pratiques des entreprises en s'inscrivant dans une logique d'actionnariat responsable. Mais ce florilège reflète le manque de consensus sur les termes employés et les pratiques qu'ils recouvrent.

Une revue des sites Internet ainsi que les entretiens menés avec plusieurs organisations (associations, sociétés de gestion, investisseurs institutionnels, agences de notation), permettent de distinguer les termes les plus utilisés : en français, ce sont « engagement » ou « engagement actionnarial » qui reviennent le plus souvent, suivis d'« activisme actionnarial » ; en anglais, c'est également « *engagement* » qui est plébiscité, devant « *active ownership* » et « *shareholder activism* ».

Cependant, des différences notables peuvent être observées selon le type d'acteur : alors que les associations de place et les ONG semblent employer indifféremment « engagement » et « activisme actionnarial », les sociétés de gestion s'interdisent généralement d'utiliser le terme « activisme actionnarial ».

Le succès du terme « **engagement** » est vraisemblablement lié à l'étendue des pratiques qu'il recouvre, de la recherche d'informations ESG (Environnementales, Sociales et de Gouvernance) directement auprès des entreprises à l'utilisation des droits d'actionnaire pour influencer leurs pratiques, en passant par un dialogue dans la durée avec la direction sur des problématiques de développement durable.

L'**actionnariat actif**, qui consiste pour la plupart des acteurs à faire usage de leurs droits d'actionnaires en assemblée générale, est un des volets intégrés dans l'approche plus large d'engagement.

Le terme « **activiste** » a quant à lui une connotation négative pour la majorité des acteurs financiers interrogés car il est employé pour désigner un « *raider* », c'est-à-dire un investisseur qui prend une position significative au capital d'une entreprise et cherche à influencer brutalement sa gouvernance et générer un profit à court terme. Ainsi, la société de gestion britannique F&C Investments, qui se définissait auparavant volontiers comme « *activiste* », préfère aujourd'hui être qualifiée de « *responsible owner* ».

De leur côté, les ONG sont beaucoup plus à l'aise avec le terme d'« **activisme** » qu'elles associent au militantisme en phase avec leur activité. Cette connotation militante peut également expliquer le peu d'appétence qu'ont les acteurs financiers pour ce terme.

### Définition

La définition adoptée par Novethic et qui sera utilisée dans cette étude est la suivante : l'engagement actionnarial désigne le fait pour un investisseur de prendre position sur des enjeux ESG et d'exiger des entreprises visées qu'elles améliorent leurs pratiques dans la durée. Ces exigences sont formulées via une démarche structurée comprenant un dialogue direct avec l'entreprise et un suivi dans le temps. L'investisseur peut utiliser plusieurs leviers de pression lorsque la démarche de dialogue s'avère infructueuse : une communication publique sur l'avancement du processus d'engagement et sur les insuffisances de l'entreprise dans le domaine extra-financier, un impact sur la gestion allant du gel de la position au désinvestissement, ainsi que l'exercice de ses droits d'actionnaire : questions en assemblée générale, refus des résolutions proposées, soutien ou dépôt de résolutions externes.

## II.

# Des objectifs multiples

L'intérêt des investisseurs pour l'engagement actionnarial répond à des motivations diverses, selon le type d'acteur et selon les sujets d'engagement.

## Des motivations différentes selon les acteurs et le contexte

### Optimiser la valeur de long terme

Pour beaucoup d'investisseurs institutionnels et de sociétés de gestion, l'objectif de l'engagement est avant tout de préserver ou d'améliorer la valeur de l'entreprise à long terme. Il doit permettre de corriger des problèmes existants, de prévenir des risques futurs ou encore de positionner l'entreprise sur des opportunités à venir.

La démarche d'engagement du fonds de pension californien CalPERS a ainsi pour objectif affiché de « permettre au fonds de respecter sa responsabilité fiduciaire de réaliser des performances durables ». Elle s'applique pour cela aux entreprises sous-performantes financièrement, en mettant l'accent sur les problèmes liés à la gouvernance (indépendance et diversité du conseil d'administration, rémunération...), mais également aux enjeux environnementaux et sociaux. Au Royaume-Uni, Hermes EOS, société de service dédiée à l'engagement actionnarial, adopte une approche similaire en ciblant les entreprises selon leur gouvernance et des paramètres financiers.

La récente mobilisation des actionnaires de BP et Shell, orchestrée par l'association FairPensions (voir encadré p.22-23), sur les risques liés à l'exploitation des sables bitumineux témoigne d'une prise de conscience croissante des risques financiers à long terme que certains enjeux extra-financiers peuvent présenter.

### Maîtriser les risques de réputation

Certains investisseurs, principalement institutionnels, pratiquent l'engagement pour se prémunir contre les risques de réputation. Dans ce cas, l'engagement peut s'inscrire dans la continuité d'une approche normative qui permet d'identifier les entreprises faisant l'objet d'allégations de violation de traités ou de normes internationales telles que les conventions de l'OIT.

Le Fonds de Réserve pour les Retraites (FRR) envoie chaque année des courriers à la direction d'entreprises présentant pour lui un risque de réputation important que son conseil de surveillance et son comité d'investissement responsable souhaitent prévenir. Le but est de demander des explications sur des accusations ou des faits observés et sur les mesures préventives à mettre en place dans une perspective de long terme. Pour identifier ces entreprises, le FRR s'appuie sur la recherche « *Convention Watch* » de l'agence d'analyse extra-financière EIRIS (voir encadré p.12) et dialogue avec ses pairs.

### L'engagement militant

L'adoption de démarches d'engagement dans une optique militante est plutôt l'apanage des ONG et associations. Elles ont trouvé dans l'engagement un moyen additionnel de contribuer à leur mission plus large : défense des droits humains, protection de l'environnement, réduction de la pauvreté, etc. Amnesty International utilise notamment ce levier, comme l'illustre l'exemple de Vedanta : après avoir publié un rapport sur les

## II. DES OBJECTIFS MULTIPLES

violations des droits des populations locales par l'entreprise minière dans l'État d'Orissa en Inde, Amnesty a contacté une soixantaine d'investisseurs et a dialogué avec plusieurs d'entre eux afin de les inciter à réaliser un engagement plus poussé. L'ONG a également posé des questions lors de l'assemblée générale et adressé une pétition à la direction.

Les syndicats et les représentants des actionnaires salariés initient également ce type de démarches pour défendre les droits des salariés. L'Union Internationale des Employés des Services (SEIU), qui accuse Sodexo de pratiques antisyndicales aux États-Unis, est par exemple intervenue lors de l'assemblée générale du groupe en 2010 pour interpeller ses actionnaires. Autre exemple, le comité central d'entreprise et le fonds Total Actionnariat France ont l'habitude de déposer des résolutions à l'assemblée générale de Total.

Du côté des investisseurs, la banque néerlandaise Triodos, qui se positionne comme une « banque durable », affiche une posture à cheval entre l'éthique et le militantisme. Améliorer les pratiques ESG des entreprises fait partie intégrante de ses objectifs d'investissement. L'éventuel impact financier de cette approche est considéré mais pas de façon prioritaire.

Excepté les acteurs comme Triodos, les objectifs des ONG sont très différents de ceux des investisseurs puisqu'ils ne recouvrent pas la préservation de la valeur actionnariale. Leur collaboration est cependant rendue possible par la convergence des intérêts des deux types d'acteurs. Ils peuvent ainsi conclure des partenariats pour mener des démarches d'engagement actionnarial. Celui initié par Greenpeace et NRDC avec Phitrust (voir encadré p.20) est à ce titre une première en France.

### Un contexte porteur

Selon les pays concernés, les pratiques des investisseurs en matière de vote et d'engagement sont également portées par le contexte réglementaire ou des initiatives volontaires.

En France, l'exercice des droits de vote par les sociétés de gestion et la transparence sur la façon dont ils sont exercés sont encouragés par la réglementation. Ceci explique que les pratiques de vote soient plutôt avancées en France en comparaison avec celles recensées à l'étranger. En effet, en amont de l'exercice des droits de vote, le règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF) impose aux sociétés de gestion françaises d'établir une politique de vote comprenant en particulier « les principes de vote selon les types de résolutions soumises aux assemblées générales ». Ensuite, conformément à l'article L.533-22 du Code monétaire et financier (12 avril 2007), les sociétés de gestion françaises ont l'obligation d'exercer les droits de vote attachés aux titres détenus par les OPCVM qu'elles gèrent et de rendre compte de leurs pratiques de vote ou, lorsqu'elles n'exercent pas ces droits, d'en expliquer les motifs. Rares sont aujourd'hui celles qui n'exercent pas leurs droits de vote, au moins à l'échelle nationale.

Au Royaume-Uni, le Financial Reporting Council a lancé en juillet 2010 le *UK Stewardship Code*. Ce code de conduite a, entre autres, pour mission d'améliorer les pratiques d'engagement des investisseurs auprès des entreprises. Il demande en particulier aux signataires de publier des politiques de vote, d'engagement et de prévention des conflits d'intérêts ; de réaliser un suivi des entreprises investies afin de déterminer quand il est nécessaire d'initier une politique d'engagement ; d'établir un guide d'action en cas de dialogue infructueux ; et enfin de réaliser un reporting régulier sur leurs activités de vote et d'engagement. Même si le *UK Stewardship Code* ne constitue pas une obligation



règlementaire et qu'il n'est pas exempt de critiques<sup>1</sup>, un nombre croissant d'investisseurs en sont signataires, déjà plus d'une centaine de sociétés de gestion aujourd'hui et près d'une vingtaine d'institutionnels, ce qui devrait accroître les pratiques de vote et d'engagement au Royaume-Uni ainsi que la transparence des investisseurs sur ces deux volets. Le Code pourrait par ailleurs avoir un impact sur les sociétés de gestion non anglaises via les appels d'offres auxquels elles répondent et les pousser ainsi à structurer leurs pratiques d'engagement. Notons enfin que ce Code, à la différence de la réglementation française, présente l'avantage de s'adresser tant aux sociétés de gestion qu'aux investisseurs institutionnels.

À l'échelle européenne, il ressort d'une consultation lancée en juin 2010 par la Commission Européenne sur la gouvernance dans les institutions financières qu'une grande majorité des répondants sont favorables, d'une part à ce que la publication des politiques et des rapports de vote des investisseurs soit rendue obligatoire, et d'autre part, à ce que les investisseurs adoptent un référentiel de bonnes pratiques, qu'il soit national, européen ou international. Si le *UK Stewardship Code* a souvent été cité comme modèle, la Commission Européenne réfléchit aujourd'hui à la possibilité d'un code européen afin d'éviter la multiplication de codes nationaux.

Enfin, la portée croissante des Principes pour l'Investissement Responsable (PRI) lancés par les Nations Unies favorise également les pratiques d'engagement des investisseurs conformément au deuxième principe des PRI que ses signataires s'engagent à mettre en œuvre : « Nous serons des investisseurs actifs et prendrons en compte les questions ESG dans nos politiques et pratiques d'actionnaires. »

### Des attentes de deux types

Quel que soit l'objectif recherché, l'engagement vis-à-vis des entreprises peut inclure des demandes d'amélioration des pratiques ESG, ou plus simplement des demandes de communication d'informations liées à des pratiques ou des enjeux ESG.

### Accroître la visibilité sur les risques

Les demandes d'investisseurs liées à la communication d'informations sont destinées à compléter leur analyse de l'entreprise et combler ainsi les lacunes du reporting RSE (ou ESG) fourni aujourd'hui par les entreprises. Cet argument est avancé par Aviva Investors, qui a recours à l'engagement lorsque les informations publiées par l'entreprise ne lui permettent pas de mesurer sa performance extra-financière.

Dans le même esprit, le Forum pour l'Investissement Responsable (FIR) a lancé, début 2010, une « plate-forme de dialogue ». Appelée CorDial pour « Corporate Dialogue », cette initiative devrait aboutir à la publication en 2011 de propositions autour de deux thématiques : l'évolution des politiques sociales des entreprises durant la crise et les assemblées générales. D'abord réticentes, une trentaine d'entreprises ont accepté de rencontrer les groupes de travail de CorDial organisés en binômes (un représentant de société de gestion et un représentant d'une autre partie prenante). Cette démarche présente l'avantage de faciliter la relation directe entre analystes ou gérants et opérationnels responsables des sujets ESG dans les entreprises. Les membres du FIR ont donc lancé CorDial dans une optique de recherche d'information sur les risques ESG des entreprises au-delà de leur communication publique. En revanche, CorDial ne se présente

---

<sup>1</sup> Voir à ce sujet l'analyse publiée par FairPensions : « UK asset managers' public disclosure practices on voting & engagement », décembre 2010

## II. DES OBJECTIFS MULTIPLES

pas comme une coalition d'actionnaires et n'a donc pas pour rôle de définir une politique de vote commune à ses membres ou de porter des projets de résolutions.

Certaines démarches d'engagement vont au-delà en exigeant que les informations demandées soient publiques. On peut citer à ce sujet la campagne « Say on pay » initiée par Ethos en Suisse (voir encadré p.24-25), qui exige la publication des rapports de rémunération des dirigeants ; ou encore celle de FairPensions, qui demande à BP et Shell la publication d'un rapport analysant les risques liés à l'exploitation des sables bitumineux. Ce type d'initiative permet d'attirer l'attention des autres actionnaires et parties prenantes de l'entreprise et peut, le cas échéant, conduire à des demandes d'amélioration des pratiques ainsi exposées aux critiques.

### Améliorer les pratiques des entreprises

Les démarches d'engagement visant l'amélioration des pratiques concernent le plus souvent en Europe des sujets de gouvernance. Ces dernières années, elles ont principalement porté sur la séparation des fonctions de président et directeur général, les liens entre la rémunération des dirigeants et la performance de l'entreprise, ainsi que l'indépendance des administrateurs.

Plus récemment, CCR Asset Management a lancé en 2009 le fonds CCR Actions Engagement Durable dont le champ d'engagement est plus large puisqu'il comprend la gouvernance mais aussi la stratégie de développement durable des entreprises, l'égalité des chances ou encore les droits humains. L'engagement a ainsi pour but « d'influencer et de constater des évolutions tangibles de pratiques en matière Éthique, Sociale, Environnementale et de Gouvernance ». L'analyse des pratiques ESG d'une entreprise est principalement utilisée pour nourrir des échanges avec sa direction lors d'entretiens dédiés à ces questions. Un reporting trimestriel détaillé identifie nominativement pour chaque entreprise en portefeuille les problématiques et les axes d'amélioration et décrit la teneur des entretiens effectués dans ce cadre (une quinzaine lors des second et troisième trimestres 2010).

### III.

## Panorama des pratiques d'engagement

Le processus d'engagement peut s'étaler sur plusieurs années et comprendre de multiples étapes, des demandes formulées aux entreprises par oral ou par écrit à l'utilisation des droits d'actionnaire, en passant par la communication publique. Le processus est rarement linéaire et les principales étapes identifiées et décrites ci-après interviennent dans des ordres différents selon les acteurs et selon les réactions des entreprises visées. La façon dont les investisseurs envisagent l'utilisation de ces moyens, en particulier de la communication publique et du dépôt de résolution, diffère grandement d'un acteur à l'autre. Enfin, si les sociétés de gestion françaises ont formalisé leurs politiques de vote, les démarches d'engagement structurées sont encore souvent l'apanage des investisseurs anglo-saxons ou scandinaves.

### Échanges avec les entreprises

#### Identification de thèmes d'engagement

En préalable à la formulation de demandes concrètes aux entreprises, une phase de recherche est nécessaire afin d'identifier les thèmes d'engagement et les pratiques problématiques pour chaque entreprise. Cette phase peut s'appuyer sur une recherche dédiée à l'engagement, comme c'est le cas au Government Pension Fund - Norway qui confie cette mission à une personne à temps plein, ou bien plus largement sur la recherche ISR existante. Chez certains acteurs comme Aviva Investors, F&C, Ethos ou encore Axa IM, une même équipe est en charge de la recherche extra-financière, de l'exercice des droits de vote et de l'engagement.

Durant leurs recherches, les analystes ISR sont généralement amenés à questionner l'entreprise sur certaines de ses pratiques ESG. Cette étape de recherche et d'analyse ESG, commune à toutes les approches ISR, permet ainsi d'initier le dialogue. Cependant, s'il constitue un premier pas, le dialogue ne peut être associé à de l'engagement que s'il comprend la formulation d'attentes d'amélioration auprès de l'entreprise.

Par ailleurs, plusieurs sources peuvent servir de base à la définition des sujets d'engagement et des entreprises à cibler. La société civile, à travers des ONG actives sur la thématique choisie ou des organisations syndicales informées sur les problèmes sociaux des entreprises, constitue une source importante.

Plusieurs rapports d'ONG environnementales pointant du doigt les effets néfastes de la production intensive d'huile de palme, en particulier la déforestation et son impact sur le changement climatique, ont par exemple permis d'alerter les investisseurs sur cet enjeu.

Ainsi, la société de gestion britannique F&C dialogue depuis 2002 avec des entreprises occidentales au sujet de leur chaîne d'approvisionnement en huile de palme et des banques finançant cette activité. Récemment, le rapport publié par Greenpeace a conduit F&C à intensifier sa démarche en 2010 en dialoguant directement avec plusieurs entreprises productrices en Indonésie et en Malaisie. Il a également poussé HSBC en 2010 à sortir de Sinar Mas, la principale entreprise incriminée par l'ONG.

### III. PANORAMA DES PRATIQUES D'ENGAGEMENT

Les agences de notation extra-financière sont elles aussi des sources d'information largement utilisées et peuvent proposer des services spécifiquement liés à l'engagement (voir encadré ci-dessous).

Des acteurs disposant de services d'engagement dédiés comme Hermes EOS et F&C consultent leurs clients pour connaître leur intérêt vis-à-vis d'un certain nombre de sujets.

La société de gestion suisse de Pury Pictet Turrettini & Cie S.A. base pour sa part son approche d'engagement sur le Global Compact. Adoptée pour deux de ses fonds, la démarche vise à inciter les entreprises à améliorer leur transparence sur les enjeux ESG, conformément aux dix principes du Global Compact.

Enfin, l'outil « Engagement Clearinghouse » des PRI a pour vocation de permettre aux investisseurs d'attirer l'attention d'autres actionnaires sur des enjeux spécifiques sur lesquels ils pourront ensuite agir en commun.

#### **Les agences d'analyse extra-financière s'appuient sur leur recherche pour proposer des services d'engagement**

L'agence anglaise EIRIS a récemment formalisé son offre « ESG Engagement Service » dont l'objectif est d'accompagner les investisseurs dans leur démarche d'engagement autour de deux axes : concentrer l'engagement sur un aspect ESG clé tel que le changement climatique, la corruption, etc., ou cibler les entreprises faisant l'objet d'allégations de violation de normes internationales. Ce deuxième axe d'engagement s'inscrit dans la continuité d'un outil existant, « Convention Watch », permettant d'identifier ces entreprises et d'analyser la façon dont elles répondent aux allégations. À partir de cette analyse, EIRIS propose des recommandations que l'investisseur peut adresser aux entreprises.

En Suède, Ethix SRI Advisors propose un service similaire d'analyse, « Norm-based screening », qui identifie les entreprises coupables de violation d'une norme du Global Compact. Les résultats de cette analyse peuvent entre autres servir à sélectionner les entreprises ou les thèmes qui seront privilégiés dans le cadre d'un service plus large d'engagement et de dialogue avec les entreprises proposé par l'agence.

Les services des deux agences visent ensuite à accompagner les investisseurs dans la définition de leur stratégie d'engagement (dialogue privé, coalition, communication publique, etc.) et de leurs objectifs, ainsi que dans leur application. Elles assistent par exemple les investisseurs dans la rédaction de lettres envoyées aux entreprises, l'organisation de rendez-vous avec la direction, la possibilité de collaborer avec d'autres investisseurs, la rédaction de résolutions (Ethix), la production d'un reporting d'engagement, etc.

Dans chacun des cas, le recours aux services proposés par les agences d'analyse extra-financière permet aux investisseurs de baser leurs démarches sur des informations précises concernant les pratiques ESG des entreprises et de bénéficier d'un accompagnement tout au long du processus ; mais l'implication des investisseurs reste essentielle, les démarches étant réalisées en leur nom. Le développement de ce type d'offres au sein des agences est conditionné par celui d'une demande explicite des investisseurs qui reste très faible en France.

#### Formulation des attentes aux entreprises

Le plus souvent, les investisseurs font connaître leurs demandes d'amélioration des pratiques ESG lors de rencontres ou de contacts téléphoniques avec les dirigeants de l'entreprise ou avec des responsables opérationnels de la thématique qui les concerne (ressources humaines, environnement et sécurité, etc.). Ils peuvent profiter de réunions ou *roadshows* organisés par les entreprises, ou demander si nécessaire des rencontres spécifiques en tête à tête avec la direction de l'entreprise.

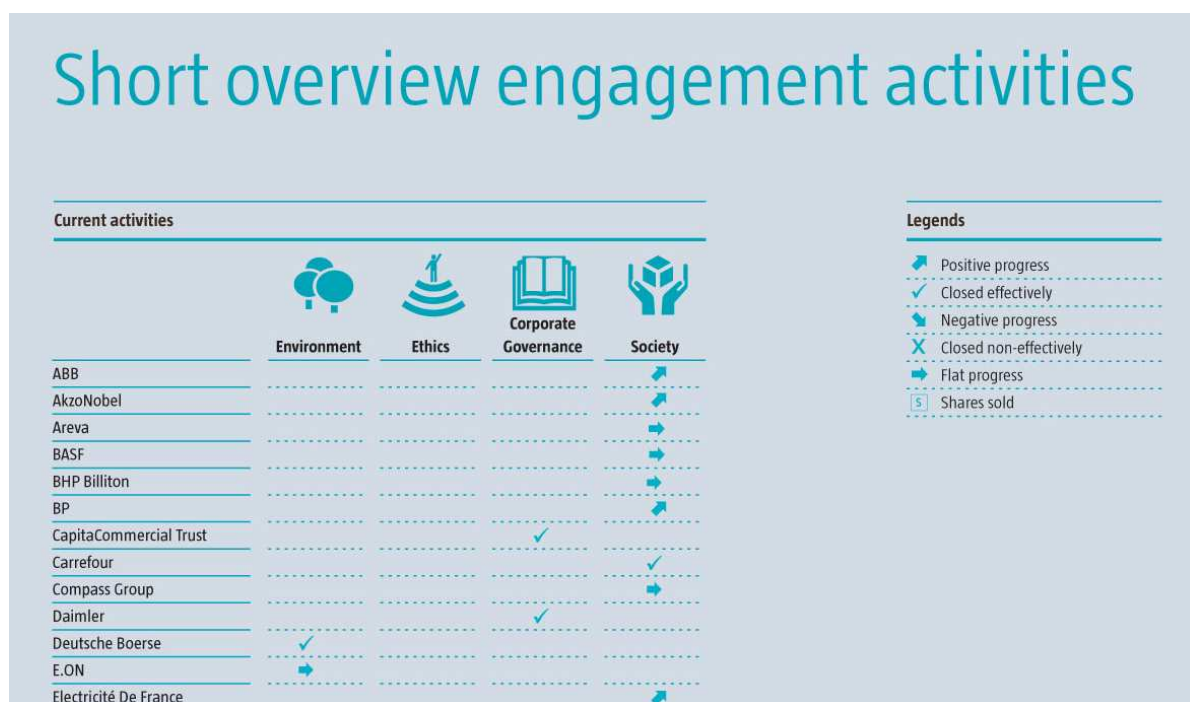
Des investisseurs comme Aviva Investors ou Ecofi Investissements envoient des lettres signées respectivement du président de la société de gestion et de son comité éthique et adressées directement au président ou au directeur général des entreprises afin qu'elles aient plus d'impact. L'envoi de courriers à la direction est une façon de rendre le dialogue plus « officiel » en exposant clairement les attentes de l'investisseur en matière d'amélioration des pratiques RSE de l'entreprise. Il n'intervient pas toujours en premier ressort, mais peut également constituer pour l'investisseur une « traçabilité » de sa démarche d'engagement. C'est le premier vecteur de communication utilisé par Robeco, dans 49% des cas, selon son reporting publié au dernier trimestre 2009.

D'autres investisseurs refusent au contraire de formuler leurs attentes aux entreprises à travers ce type de lettre, trouvant cette méthode trop directe.

#### Suivi dans le temps

Une fois la demande formulée à l'entreprise, l'investisseur doit pouvoir suivre dans le temps les réponses qu'elle y a apportées et déterminer les actions futures à entreprendre. Ce suivi peut être qualitatif et peut également s'accompagner d'indicateurs spécifiques lui permettant de mesurer plus précisément le succès de sa démarche.

Plusieurs sociétés de gestion étrangères publient ce type de suivi dans leur reporting. Aviva Investors décrit par exemple, dans un reporting trimestriel dédié à ses clients, les derniers contacts effectués dans le cadre des démarches d'engagement en cours, en précisant le sujet de l'engagement, les réponses apportées par l'entreprise et les mesures envisagées si les attentes ne sont pas complètement remplies. Dans son reporting trimestriel, Henderson Global Investors présente ses actions d'engagement par entreprise en les classant suivant l'état d'avancement de la démarche : « processus en cours », « engagement infructueux », « succès partiel », « succès significatif » ou « succès total ». Celui de Robeco présente un panorama plus synthétique, avec la liste des entreprises concernées par des démarches d'engagement et un indicateur visuel de l'état de la démarche pour chacune : évolution positive, neutre ou négative ; clôture de la démarche avec succès ou sans succès ; désinvestissement.



Extrait du rapport d'investissement responsable de Robeco (4<sup>e</sup> trimestre 2009)

## Transparence

### Publication de la politique d'engagement

La publication d'une politique d'engagement claire permet tout d'abord aux sociétés de gestion comme aux institutionnels d'être transparents vis-à-vis des entreprises sur les intentions de leur démarche et de s'y référer en cas de dialogue infructueux.

D'autre part, cette transparence renforce la crédibilité des démarches d'engagement des sociétés de gestion auprès de leurs parties prenantes et en premier lieu de leurs clients.

Par exemple, la société de gestion australienne Colonial First State Global AM présente dans sa politique de vote et d'engagement les grandes lignes de la démarche : l'identification des enjeux ESG pouvant faire l'objet d'engagement, à savoir ceux présentant des impacts matériels potentiels sur la rentabilité de l'entreprise ; le processus, centré sur des contacts directs avec l'entreprise ; les mesures prises en cas de réponse insatisfaisante de l'entreprise, qui peuvent aller de la dégradation de sa valorisation par la société de gestion à la vente des titres détenus.

Phitrust Active Investors découpe quant à lui sa politique en trois temps : le choix des initiatives, la présentation des propositions aux entreprises et l'intervention en assemblée générale. Ces trois étapes sont détaillées sur le site de la société de gestion, qui précise que les deux premières ne sont pas publiques et que la troisième n'intervient qu'en cas d'échec des contacts privés.

On constate ainsi aujourd'hui que les investisseurs les plus actifs en matière d'engagement sont aussi ceux qui ont les politiques d'engagement les plus structurées et transparentes.

### Communication sur les démarches

Pour les mêmes raisons d'opposabilité et de crédibilité, les investisseurs qui pratiquent l'engagement sont appelés à communiquer sur le déroulement et le résultat de leurs démarches. Cela peut également donner plus d'impact à la démarche, à l'instar de la

communication effectuée lors d'un désinvestissement : le fait de nommer les entreprises ciblées peut pousser celles-ci à être plus réceptives aux demandes des investisseurs. CalPERS a longtemps pratiqué cette politique de « *name and shame* » (littéralement « nommer et déshonorer »), et même si le fonds de pension favorise aujourd'hui le dialogue privé, il n'a pas hésité à attaquer publiquement Apple sur les modalités d'élection de son conseil d'administration. Certains investisseurs sont cependant réticents à nommer les entreprises concernées, voire plus généralement à communiquer sur leurs démarches, en vue de donner sa chance au dialogue privé.

En France, si certains acteurs commencent à communiquer sur leurs démarches, beaucoup restent réticents, notamment parce qu'ils assimilent communication publique et activisme. Le caractère informel et privé des discussions est jugé plus efficace car il permet non seulement d'établir une relation de confiance avec les entreprises mais également de donner une plus grande liberté d'expression à la société de gestion.

Edmond de Rothschild Asset Management (EdRAM) a choisi d'adopter exclusivement une démarche d'engagement pour le fonds Tricolore Rendement, un des plus importants fonds investis en actions d'entreprises de l'indice SBF120 avec un encours de 2,45 milliards d'euros fin 2010. Les entreprises dont les notes extra-financières sont les plus faibles font l'objet d'un engagement ciblé via le dialogue privé et l'exercice des droits de vote. EdRAM présente dans son reporting d'engagement quelques exemples de dialogues en cours sans mentionner le nom de l'entreprise concernée. Cette position adoptée par EdRAM est indiquée explicitement dans sa politique d'engagement : « EdRAM privilégie le dialogue constructif et une participation active à la politique de vote à l'activisme. »

Agicam, la société de gestion du groupe AG2R-La Mondiale, a quant à elle effectué un pas supplémentaire en publiant un premier reporting sur les actions d'engagement menées en 2009 qui nomme les entreprises ciblées. Même si la majorité des actions listées portent de façon générique sur un « dialogue sur les enjeux ESG du groupe » et conduisent à des résultats et des réponses de l'émetteur « difficilement mesurables », montrant ainsi que la démarche est encore trop récente pour publier des résultats concrets, le reporting fournit un bilan lisible des démarches d'engagement menées durant l'année.

Les sociétés de gestion comme F&C et Henderson citées précédemment, qui disposent d'un historique plus long en matière d'engagement, voient dans la communication non seulement un moyen d'avoir un impact sur les entreprises mais aussi une façon, via un reporting plus détaillé, de rendre compte de leurs activités à leurs clients.

## Exercice des droits de vote

Les assemblées générales des entreprises, auparavant considérées comme des « chambres d'enregistrement », connaissent aujourd'hui des taux d'approbation de résolutions parfois très faibles. Du côté des investisseurs, l'exercice des droits de vote est l'objet d'une attention grandissante, qui donne parfois lieu à des « tractations » en amont et en aval des assemblées générales.

## Des sociétés de gestion françaises plutôt en avance

En France, en raison de la réglementation, les pratiques des sociétés de gestion en matière d'exercice des droits de vote et de transparence sur leurs pratiques de vote paraissent assez avancées au regard des pratiques de leurs homologues britanniques par exemple.



### III. PANORAMA DES PRATIQUES D'ENGAGEMENT

Ainsi, la plupart des sociétés de gestion françaises publient sur leur site Internet leur politique de vote, comprenant en particulier le périmètre d'exercice des droits de vote et les positions de la société de gestion sur les résolutions les plus couramment soumises au vote des actionnaires, et ce de façon plus ou moins détaillée. Certains acteurs comme EdRAM vont plus loin en publiant une politique de vote détaillée, y compris sur les résolutions portant sur l'environnement, le social et les parties prenantes, peut-être parce qu'ils anticipent leur apparition dans les assemblées générales françaises.

À l'instar de la politique d'engagement, une politique de vote permet de fixer un cadre de décision vis-à-vis des émetteurs mais aussi des clients. La politique de vote est également pour certains investisseurs l'occasion d'initier le dialogue avec les entreprises en amont des assemblées générales. Au début de chaque année, F&C envoie par exemple un courrier aux présidents de toutes les entreprises investies en présentant la société de gestion, en adressant sa politique de vote et pour certaines d'entre elles, des questions ESG propres à l'entreprise. Les émetteurs sont invités à réagir sous quelques semaines en cas de désaccord avec la politique présentée.

De plus en plus d'investisseurs français communiquent également, généralement au cas par cas, leurs intentions de vote aux entreprises en amont des assemblées générales. Selon l'enquête de l'Association Française de Gestion financière (AFG) sur *l'Exercice des droits de vote par les sociétés de gestion en 2009*, cette pratique concerne 40% des sociétés de gestion. Depuis 2006, Amundi a ainsi mis en place un processus de « dialogue actionnarial » consistant à avertir en amont de l'assemblée les entreprises dont certaines résolutions pourraient entraîner un vote négatif. Une lettre d'alerte est envoyée aux entreprises concernées afin d'initier un dialogue sur les problématiques décelées. Cette procédure, qui concernait au départ les sociétés du SBF120, a depuis été élargie à une centaine d'entreprises européennes. 133 lettres d'alerte ont ainsi été envoyées pour les assemblées générales de 2010 et plus de la moitié d'entre elles ont donné lieu à un dialogue avec l'entreprise. Les informations supplémentaires fournies sur les résolutions, les engagements pris par les entreprises, voire les modifications des résolutions qui ont pu en résulter ont conduit Amundi à changer ses intentions de vote pour environ un tiers des cas de dialogue.

L'examen plus minutieux des résolutions explique sans doute la croissance du vote contestataire : ainsi, selon le rapport Proxinvest sur les assemblées générales 2009 des sociétés françaises et européennes, le taux de désapprobation moyen des actionnaires est passé de 4,84% sur le CAC 40 en 2008 à 5,90% en 2009. De plus, c'est en France que le nombre de résolutions rejetées est le plus important en Europe. Alors qu'un taux d'approbation de 90% peut déjà représenter un mauvais score, certains renouvellements d'administrateurs de Total en 2009 ont par exemple été approuvés à des scores historiquement bas : 56,38% pour Michel Pébereau, 57,27% pour Anne Lauvergeon, etc.

Toujours selon l'enquête de l'AFG, ses membres ont, en moyenne, voté contre 18% des résolutions auxquelles ils ont participé. Sur ce taux de vote contre, quelques sociétés de gestion se distinguent : Phitrust Active Investors a par exemple rejeté 42,3% des résolutions proposées, Ecofi Investissement 34% et Meeschaert AM 33,3% (voir annexe p.33).

En revanche, mis à part Meeschaert AM qui publie sur son site Internet le détail de ses votes pour chaque assemblée générale, les rapports de vote des sociétés de gestion françaises ne comprennent pour la plupart que des données statistiques moyennes. Sur ce point, les sociétés de gestion britanniques, notamment sous l'impulsion du *UK Stewardship Code*, sont beaucoup plus précises. Si la publication de l'ensemble des votes rend l'information illisible pour les sociétés de gestion votant à plusieurs milliers



d'assemblées générales chaque année, quelques investisseurs ont adopté un modèle de reporting plus clair comportant des informations ciblées. Chaque trimestre, le rapport de vote d'Henderson Global Investors détaille par exemple les résolutions pour lesquelles la société de gestion britannique a voté contre ou s'est abstenue ainsi que ses votes concernant les résolutions d'actionnaires, en précisant pour chacune d'entre elles les motifs de ses votes. CCR AM réalise un reporting du même niveau de détail pour son fonds ISR. Amundi a fait un pas dans ce sens en mentionnant dans son rapport d'exercice des droits de vote 2009 certaines résolutions d'actionnaires soutenues par la société de gestion et représentatives de son activité sur les thématiques ESG.

#### Des institutionnels aux pratiques variables

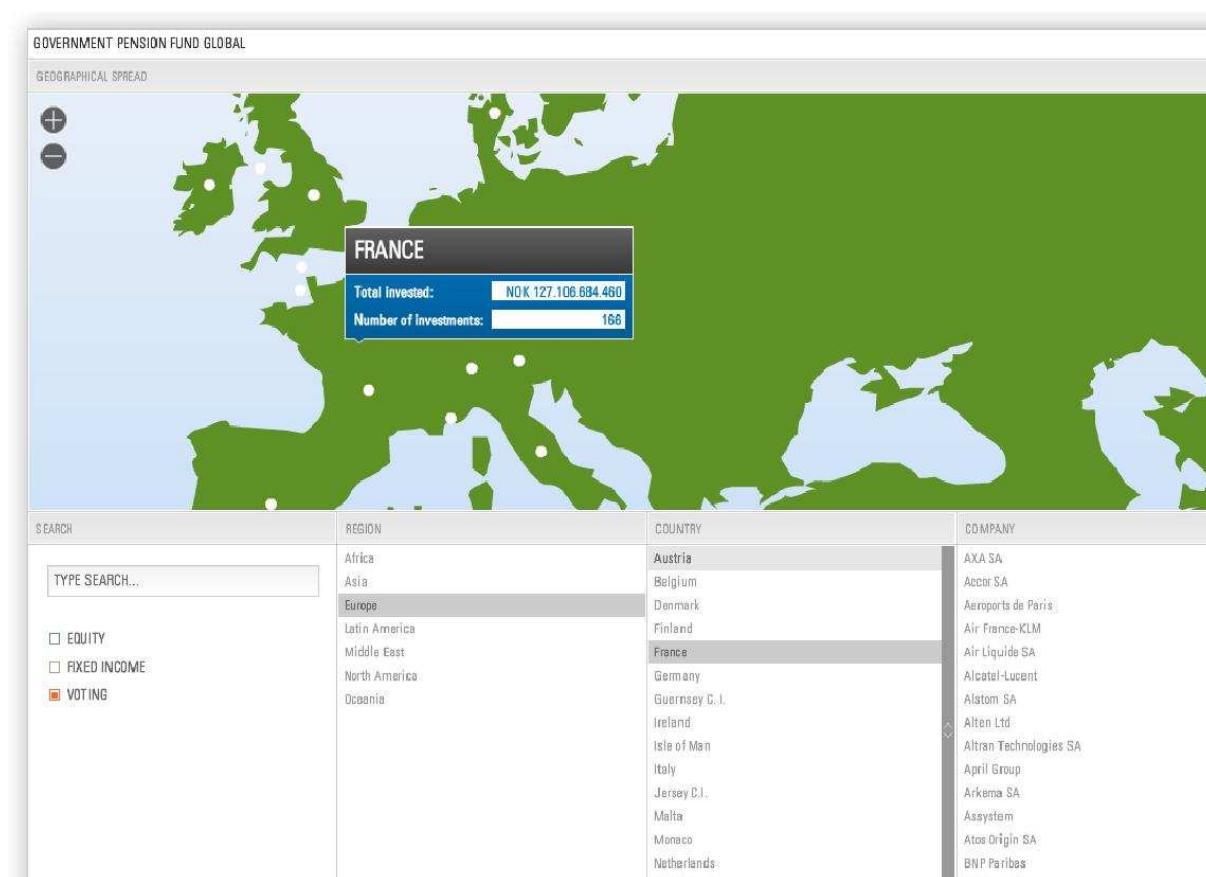
Alors que les pratiques de vote, encouragées par le contexte réglementaire et les initiatives de place, semblent de plus en plus structurées dans les sociétés de gestion, on peut s'interroger sur la façon dont les institutionnels, qui ne sont pas soumis aux mêmes obligations que les sociétés de gestion, s'intéressent à l'exercice de leurs droits de vote.

En ce qui concerne la gestion interne, aucun institutionnel français ne communique précisément sur ce volet et il est donc difficile de connaître la teneur de leurs pratiques. Quelques acteurs ont pourtant instauré des procédures de suivi de leurs votes, à l'instar de CNP Assurances qui s'est fixé pour objectif de dialoguer avec au moins 10% des entreprises dont une résolution fait l'objet d'une intention de vote négative.

Pour ce qui est de la gestion déléguée, les institutionnels semblent pour la plupart suivre la politique de vote de la société de gestion mandatée. Le Fonds de Réserve pour les Retraites (FRR), dont l'exercice des droits de vote est effectué par ses gérants, fait ici figure d'exception. Le FRR dispose en effet d'une politique de vote publique et actualisée chaque année qu'il communique à ses gestionnaires. Il vérifie également, via une plateforme de vote, leurs intentions de vote avec une vigilance accrue s'agissant de ses plus fortes détentions. Le cas échéant, le FRR coordonne les intentions de vote dans le but de les harmoniser. L'expérience du FRR a néanmoins montré la difficulté de coordonner les votes des gestionnaires mandatés, d'autant que les délais impartis sont généralement très courts.

Au Royaume-Uni et dans les pays scandinaves en revanche, plusieurs institutionnels comme le fonds pétrolier norvégien publient en détail l'ensemble de leurs votes par assemblée générale sur leurs sites Internet. PGGM, le gestionnaire d'actifs du fonds de pension néerlandais des professionnels de la santé, dispose également d'un site dédié à l'exercice de ses droits de vote. On y retrouve le détail de ses votes depuis 2008, par assemblée générale et par résolution. Certaines résolutions sont accompagnées de commentaires justifiant la position de vote de PGGM. Plusieurs fonds de pension britanniques publient également sur leur site Internet les différents rapports de vote fournis par leurs gérants délégués.

### III. PANORAMA DES PRATIQUES D'ENGAGEMENT



Site Internet du Norwegian Government Pension Fund – Global dédié aux participations et au vote. La liste des résolutions et les décisions de vote s'affichent en sélectionnant les entreprises listées.

**PGGM** Weet wat je waard bent.

SEARCH

**Proxy Voting Results**

**Societe generale**

Ticker: SOGN Security ID: F43638141  
Meeting Date: 25/5/2010 Meeting Type: Annual/Special  
Record Date: 20/5/2010

| #                        | Proposal  | Mgt Rec | Vote    | Notes |
|--------------------------|---|---------|---------|-------|
| <b>Ordinary Business</b> |   |         |         |       |
| 1                        | Approve Financial Statements and Statutory Reports  | For     | For     | None  |
| 2                        | Approve Allocation of Income and Dividends of EUR 0.25 per Share  | For     | For     | None  |
| 3                        | Approve Stock Dividend Program  | For     | For     | None  |
| 4                        | Accept Consolidated Financial Statements and Statutory Reports  | For     | For     | None  |
| 5                        | Approve Auditors' Special Report Regarding Ongoing Related-Party Transactions   | For     | For     | None  |
| 6                        | Approve Ongoing Additional Pension Scheme Agreements for Daniel Bouton, Philippe Citerne, Didier Alix, and Severin Cabannes   | For     | Against | Notes |
| 7                        | Approve Additional Pension Scheme Agreement for Jean-Francois Sammarcelli   | For     | For     | None  |
| 8                        | Approve Additional Pension Scheme Agreement for Bernardo Sanchez  | For     | For     | None  |
| 9                        | Approve Non-Compete Agreement for Philippe Citerne  | For     | Against | Notes |
| 10                       | Renew Severance Payment Agreement for Frederic Oudea  | For     | Against | Notes |
| 11                       | Approve Ongoing Non-Compete Agreement for Frederic Oudea  | For     | Against | Notes |
| 12                       | Reelect Robert Castaigne as Director  | For     | For     | None  |
| 13                       | Reelect Gianemilio Osculati as Director   | For     | For     | None  |
| 14                       | Elect one Director  | None    | None    | Notes |
| 15                       | Authorize Repurchase of Up to 10 Percent of Issued Share Capital  | For     | Against | Notes |
| <b>Special Business</b>  |   |         |         |       |
| 16                       | Authorize Issuance of Equity or Equity-Linked Securities with Preemptive Rights up to Aggregate Nominal Amount of EUR 460 Million; and/or Capitalization of Reserves of up to EUR 550 Million | For     | Against | Notes |
| 17                       | Authorize Issuance of Equity or Equity-Linked Securities without Preemptive Rights up to Aggregate Nominal Amount of EUR 138 Million  | For     | Against | Notes |
| 18                       | Authorize Board to Increase Capital in the Event of Additional Demand Related to Delegation Submitted to Shareholder Vote Under Items 16 and 17   | For     | For     | None  |
| 19                       | Authorize Capital Increase of up to 10 Percent of Issued Capital for Future Acquisitions  | For     | For     | None  |
| 20                       | Approve Employee Stock Purchase Plan  | For     | Against | Notes |
| 21                       | Authorize up to 4 Percent of Issued Capital for Use in Stock Option Plan  | For     | Against | Notes |
| 22                       | Authorize up to 4 Percent of Issued Capital for Use in Restricted Stock Plan  | For     | Against | Notes |
| 23                       | Approve Reduction in Share Capital via Cancellation of Repurchased Shares   | For     | For     | None  |
| 24                       | Amend Articles 4, 6, 7, 14, 15, 18, 19, 20, and 21 of Bylaws to Remove All References to Preferred Stock (Class B) Subscribed by SPPE   | For     | For     | None  |
| 25                       | Authorize Filing of Required Documents/Other Formalities  | For     | For     | None  |

Site Internet de PGGM dédié au vote

#### Pallier l'absence de votes à caractère environnemental ou social

En l'absence de résolutions environnementales et sociales, en particulier en Europe, de nombreux investisseurs interrogés font valoir qu'il est difficile d'utiliser leurs droits de vote pour inciter les entreprises à mieux prendre en compte ces volets.

Aviva Investors a décidé de contourner cette difficulté et de ne pas attendre que ce type de résolutions fassent leur apparition dans certaines assemblées générales en votant contre les résolutions soumises au vote des actionnaires. Au second semestre 2010, Aviva a en effet voté contre 38 résolutions et s'est abstenu sur 28 autres portant sur l'approbation des comptes annuels. Ce nombre est élevé mais Aviva précise que la société de gestion refuse d'approuver les comptes d'une entreprise pour pointer un désaccord sur ses pratiques ESG. Lorsque les comptes annuels ne sont pas soumis au vote en assemblée générale, Aviva refuse le quitus aux administrateurs ou s'oppose à leur renouvellement. Nombre d'investisseurs considèrent que s'opposer à l'approbation des comptes est « violent », d'autres doutent de l'efficacité d'une telle démarche. Pourtant, même si Aviva préférerait voter des résolutions ad hoc, cette méthode a un impact non négligeable sur les entreprises. En expliquant précisément les motifs de ces votes, environ 40% d'entre eux entraînent sous un an un changement de pratique de la part des entreprises.

#### Participation aux assemblées générales

##### Questions en assemblée générale

Les actionnaires des entreprises françaises, sans restriction de détention de capital, peuvent poser des questions écrites avant l'assemblée générale ou orales pendant les débats. Alors que le dialogue préalable a généralement lieu avec des responsables opérationnels de l'entreprise, ce type de questions permet d'interpeller davantage son conseil d'administration, notamment sur ses pratiques ESG. Les dirigeants gardent cependant la possibilité de sélectionner les questions écrites si celles-ci sont nombreuses, et maîtrisent également les réponses publiques qu'ils donnent à l'assemblée générale.

Si les investisseurs français interrogés sont dans l'ensemble assez sceptiques sur la portée de ces questions, plusieurs acteurs étrangers y ont recours régulièrement. Robeco publie par exemple sur son site Internet le texte intégral des questions posées en assemblée générale et la réponse apportée par l'entreprise. Même si Triodos envoie au préalable à l'entreprise les questions qu'elle a l'intention de poser à son assemblée générale pour lui laisser le temps d'y répondre et que ceci donne parfois lieu à un dialogue direct avec l'entreprise, la banque tient à poser ses questions en assemblée générale afin d'en informer les autres actionnaires. Pour Hermes EOS, la dernière assemblée générale de la Société Générale a été l'occasion de montrer son désaccord sur le refus de séparer les fonctions de président et de directeur général. À l'assemblée générale 2010 de France Telecom, plusieurs questions écrites et orales ont été posées sur les émissions de gaz à effet de serre, l'emploi des seniors ou encore les indicateurs de performances sociales.

Cependant, l'entrée des questions RSE en assemblée générale, dont le nombre a peu évolué ces cinq dernières années selon Martial Cozette du CFIE, reste encore très timide en France. Pourtant, lors d'une conférence de l'ORSE en octobre dernier, Daniel Lebègue relevait que les enjeux ESG avaient suscité un fort intérêt lors des assemblées générales 2010. Toujours d'après Martial Cozette, confirmé par Loïc Dessaint, de Proxinvest, si les questions ESG ne sont pas tellement plus nombreuses, elles sont en tout cas mieux

### III. PANORAMA DES PRATIQUES D'ENGAGEMENT

préparées par les actionnaires et plus précises, de quoi leur donner davantage d'impact lors des assemblées.

#### Dépôt de résolution

Selon l'article L.225-105 du Code de commerce, les actionnaires représentant 5% du capital de l'entreprise ont le droit de demander l'inscription de projets de résolutions à l'ordre du jour de l'assemblée générale des sociétés dont le capital est inférieur à 750 000 euros. Au-delà, le seuil est dégressif en fonction du capital de l'entreprise et s'établit à 0,5% du capital pour les plus grandes capitalisations boursières françaises. Une fois portées à l'ordre du jour, ces résolutions sont soumises au vote des actionnaires et le résultat des votes est contraignant.

Le seuil de dépôt explique en partie que dans les faits, peu de résolutions externes sont déposées en France, excepté par Phitrust Active Investors (voir encadré ci-dessous), et que la plupart des résolutions votées sont proposées par les entreprises.

#### **Phitrust Active Investors dépose la première résolution d'actionnaires environnementale en France**

Comme les autres sociétés de gestion françaises, Phitrust dialogue avec les entreprises sur des questions ESG, participe aux assemblées générales et exerce ses droits de vote. En revanche, son processus d'engagement ne s'arrête pas là : « Si les initiatives privées ne donnent pas de résultat convaincant, des initiatives publiques sont envisagées. » Phitrust pose ainsi régulièrement des questions en assemblée générale et a déposé plus de vingt résolutions en 6 ans, le soutien d'autres investisseurs lui permettant de réunir le capital nécessaire. Ces résolutions portaient jusqu'ici exclusivement sur la gouvernance, sujet privilégié par Phitrust, en particulier sur le droit des actionnaires, la séparation des fonctions de président et de directeur général, l'indépendance des conseils d'administration, la transparence des rémunérations des dirigeants, etc. Pour la première fois en France, Phitrust souhaite déposer, avec le soutien d'autres investisseurs, une résolution environnementale à l'assemblée générale de Total le 13 mai 2011, en partenariat avec Greenpeace France et Natural Resources Defense Council, une association de défense de l'environnement basée aux États-Unis. Dans la lignée des résolutions déposées par FairPensions au Royaume-Uni aux assemblées générales de BP et Shell, celle-ci devrait demander à Total de publier davantage d'informations sur les risques environnementaux et sociaux relatifs à ses projets d'exploitation des sables bitumineux au Canada et leur impact financier à long terme.

Aux États-Unis, le seuil de dépôt est bien plus faible et les résolutions externes sont de ce fait courantes. En effet, les actionnaires détenant 2000 dollars d'actions depuis au moins un an peuvent soumettre une résolution. En revanche, les résolutions sont seulement consultatives et il n'est pas rare que les actionnaires présentent une résolution identique à deux assemblées consécutives lorsque la réponse de la direction leur semble insuffisante. Dès lors, certains investisseurs considèrent que le succès des résolutions d'actionnaires aux États-Unis ne se mesure pas grâce au taux de vote obtenu mais plutôt au nombre de résolutions retirées avant l'assemblée générale suite à une réponse positive de l'entreprise concernée.

De nombreuses résolutions sont ainsi déposées par des sociétés de gestion et des investisseurs institutionnels, mais aussi des organisations religieuses. L'Interfaith Center on Corporate Responsibility (ICCR), qui regroupe différentes congrégations et fonds

religieux aux États-Unis, a ainsi déposé plus de 300 résolutions pour la seule année 2010 et dialogué avec près de 250 entreprises sur des sujets aussi variés que les droits humains, le changement climatique, la gouvernance ou encore la transparence sur les produits dérivés. Une issue satisfaisante leur a permis de retirer une douzaine de résolutions avant les assemblées générales.

Au Royaume-Uni, les règles diffèrent encore puisque 100 actionnaires détenant au moins 100£ chacun ou un actionnaire détenant 5% des droits de vote peuvent déposer une résolution. Certaines résolutions, comme le vote du rapport de rémunérations sont consultatives, tandis que d'autres sont contraignantes.

Enfin en Suisse, les actionnaires qui détiennent des actions totalisant une valeur nominale de 1 million de francs peuvent requérir l'inscription d'un objet à l'ordre du jour. Cependant, le Code suisse de bonne pratique pour le gouvernement d'entreprise encourage les entreprises à modifier leurs statuts afin d'abaisser ce seuil. Ceci implique que les actionnaires souhaitant exercer leurs droits obtiennent une modification des statuts de l'entreprise lorsque ce seuil est trop élevé.

Outre la variété des contextes réglementaires, les investisseurs ne perçoivent pas tous le dépôt de résolution de la même façon. Alors que pour certains c'est la dernière étape du processus d'engagement lorsque tous les autres moyens d'actions ont été utilisés, d'autres investisseurs, comme le Climate Advocacy Fund (voir encadré ci-dessous) ou CalPERS utilisent au contraire le dépôt de résolution pour initier le dialogue. Parmi les 32 résolutions liées à la gouvernance déposées par CalPERS en 2007 et 2008, 25 ont été retirées avant l'assemblée générale suite à une réponse positive des entreprises concernées.

Ces exemples, comme celui de FairPensions (voir encadré p.22-23) montrent qu'une résolution n'a pas toujours besoin d'être approuvée par la majorité des actionnaires ni même d'être inscrite à l'ordre du jour pour avoir un impact. Étant donné le pourcentage de capital nécessaire parfois élevé pour déposer une résolution, le seul dépôt de résolution atteste l'importance de l'enjeu de la résolution pour une partie des actionnaires.

#### **Climate Advocacy Fund, l'engagement initié par un dépôt de résolution**

Créé en juillet 2010 par la société de gestion Australian Ethical Investment en partenariat avec The Climate Institute, le Climate Advocacy Fund a pour objectif d'inciter les plus grandes entreprises australiennes à mieux prendre en compte les risques liés au changement climatique via le dépôt de résolutions. Australian Ethical Investment a ciblé quatre entreprises parmi les plus émettrices de CO<sub>2</sub> auprès desquelles elle a déposé des résolutions.

Les assemblées générales de deux d'entre elles, Paladin Energy Limited et Aquila Resources Limited, ont eu lieu en novembre 2010. Dans les deux cas, la résolution déposée demandait la publication d'informations détaillées sur les émissions de carbone de l'entreprise permettant aux investisseurs de mieux évaluer sa stratégie et ses perspectives. Les deux sociétés ont communiqué à l'ensemble de leurs actionnaires les projets de résolution mais ont refusé de les inscrire à l'ordre du jour de leurs assemblées générales. Elles se sont néanmoins engagées à publier davantage d'informations sur leurs émissions de carbone, en 2011 pour Aquila Resources et en 2012 pour Paladin Energy.



## Réseaux et coalitions permettent de trouver des soutiens

Les investisseurs sont régulièrement amenés à coordonner leurs démarches d'engagement, d'une part pour en réduire les coûts et d'autre part pour augmenter l'impact potentiel de leur action. Un engagement moins onéreux et plus efficace peut ainsi passer par des démarches collaboratives, qui tirent leur influence accrue du nombre de participants et du poids de leurs encours.



Les PRI (Principes pour l'Investissement Responsable) encouragent les investisseurs à « participer à des initiatives d'engagement concertées ». Pour les aider, le « PRI Engagement Clearinghouse » est une plateforme en ligne permettant aux signataires de trouver des soutiens à leurs résolutions, de former ou de participer à des coalitions d'actionnaires. Selon Ethos, l'utilisation des outils mis en place par les PRI a contribué au succès rencontré par ses résolutions dans le cadre de la campagne « Say on pay » (voir encadré p.24-25). Pour d'autres investisseurs, le nombre élevé de participants et la densité des informations fournies via cette plateforme rendent les démarches d'engagement lentes et plus complexes.

Les investisseurs, sans forcément se mettre en avant, peuvent également apporter leur soutien à une autre entité, dont certaines sont citées dans cette étude comme le Climate Advocacy Fund, Philtrust ou encore Ethos. Encore une fois, une telle approche leur permet de réduire le coût matériel (analyse et pilotage de l'engagement) et leur exposition (investisseurs préférant un dialogue indirect avec les entreprises) tout en apportant du poids à l'engagement.

### FairPensions réussit à mobiliser toutes les parties prenantes

Basée au Royaume-Uni, l'ONG FairPensions a pour objectif de promouvoir l'ISR auprès des fonds de pension et des gestionnaires d'actifs en publiant des recommandations, des guides pratiques, etc., et en menant des campagnes ciblées. Une dizaine d'ONG internationales (Amnesty International, Greenpeace, Oxfam, WWF, etc.), de syndicats, d'organisations religieuses et même une agence de notation extra-financière (EIRIS) sont membres de FairPensions et apportent leur soutien à ses campagnes. Créée en 2005, FairPensions a déjà mené plusieurs campagnes en mobilisant le pouvoir d'actionnaire d'importants investisseurs pour exiger des entreprises une amélioration de leurs pratiques. FairPensions incite également les bénéficiaires individuels à écrire à la caisse de retraite dont ils dépendent pour lui demander de devenir un investisseur responsable.

En 2010, la campagne « *Tar sands: counting the costs* » a bénéficié d'une exposition médiatique et d'une mobilisation sans précédent au Royaume-Uni de fonds de pension, d'ONG, de syndicats mais aussi de personnalités politiques. Le soutien de grands investisseurs a permis à FairPensions de déposer deux résolutions demandant à Shell et BP de publier des données sur les risques environnementaux, sociaux et financiers liés à leurs projets d'exploitation des sables bitumineux au Canada. En avril 2010, 15% des actionnaires de BP ont voté pour cette résolution et 11% des actionnaires ont fait de même lors de l'assemblée générale de Shell en mai. Si ces taux d'approbation peuvent paraître faibles, ils sont à relativiser. D'une part, bien que ces deux résolutions n'aient pas obtenu un taux de vote suffisant pour être approuvées, ce dernier est néanmoins élevé pour une



résolution d'actionnaires portant sur les risques environnementaux. D'autre part, la forte mobilisation qui a permis le dépôt de ces résolutions a poussé BP et Shell à multiplier les réunions avec les investisseurs pour expliquer leurs projets et à améliorer leur transparence sur leur implication dans les sables bitumineux. Les compléments d'information qu'ont obtenus certains investisseurs durant ces échanges les ont amenés à voter contre la résolution à l'assemblée générale ou à s'abstenir. Sur le site Internet de FairPensions, Karina Litvack de F&C, explique par exemple que la société de gestion, malgré son intérêt pour cette résolution, s'est finalement abstenue de voter, « en reconnaissance de l'amélioration considérable de la transparence de BP sur son implication dans les sables bitumineux au Canada ».

Pour d'autres investisseurs, les efforts de transparence sont encore insuffisants mais la campagne a mis en lumière les risques liés à l'exploitation des sables bitumineux et son succès montre que la mobilisation des parties prenantes peut « faire bouger les lignes ».

En France, il n'existe pas d'ONG équivalente coordonnant des résolutions d'actionnaires mais la situation pourrait évoluer. Plusieurs ONG dont le CCFD – Terre Solidaire et Amnesty International France réfléchissent aujourd'hui à la création d'une coalition qui permettrait d'initier des démarches d'engagement actionnarial communes, dans la continuité de leurs activités de plaidoyer visant à influencer les décisions des acteurs politiques ou économiques.

## Désinvestissement

L'engagement actionnarial est un processus de longue haleine et le désinvestissement est considéré par l'ensemble des investisseurs comme le dernier recours lorsque tous les autres leviers ont échoué.

Cela étant, lorsque l'investisseur décide de vendre ses titres, mettant ainsi fin à la démarche d'engagement, il peut donner du poids à cette décision et alerter les autres actionnaires en communiquant publiquement sur les raisons de ce choix. Dans le cadre de sa démarche d'engagement auprès de Publicis, Phitrust Active Investors a ainsi posé une question en assemblée générale concernant le mode de financement de la retraite du dirigeant du groupe de communication sur lequel il avait publiquement lancé l'alerte

auparavant. En l'absence de réponse satisfaisante de la direction de Publicis, la société de gestion a publié un communiqué de presse le 4 juin 2010, qui décrit cette démarche et se conclut ainsi : « Compte tenu de l'ensemble de ces éléments de gouvernance, et appliquant en cela notre discipline de gestion, nous avons décidé de vendre l'intégralité de notre ligne d'actions Publicis ».

L'entreprise est d'autant plus sensible au désinvestissement public quand l'investisseur représente une part significative de son capital ou qu'il s'agit d'un investisseur de taille importante. En 2006, la décision du Norwegian Government Pension Fund – Global d'exclure le géant américain de la distribution Wal-Mart pour violation grave et répétée des droits de l'homme et des droits du travail n'est pas passée inaperçue.

Néanmoins, les désinvestissements pour cause de démarches d'engagement infructueuses sont rares, notamment en France, et encore moins communiqués publiquement. La réponse au code de transparence AFG-FIR du fonds CCR Actions Engagement Durable donne un aperçu de la politique d'engagement de la société et il y est fait mention de la sortie de l'entreprise du portefeuille en cas de dialogue infructueux « sur une période de temps raisonnable ». À l'instar de la démarche menée par EdRAM, le processus d'engagement reste jusqu'ici prudent sur la suite donnée aux dialogues infructueux. Pour la société de gestion suisse de Pury Pictet Turrettini & Cie S.A., la démarche d'engagement, initiée il y a quatre ans, est encore trop récente pour envisager la vente des titres d'une des entreprises ciblées.

#### **Ethos : Engagement collaboratif des investisseurs suisses**

Créée en 1997 par deux caisses de pension suisses pour promouvoir l'ISR, la Fondation Ethos a vu ses soutiens se multiplier rapidement et regroupe aujourd'hui une centaine d'institutionnels suisses représentant plus de 90 milliards d'euros. La Fondation Ethos opère par le biais de la société Ethos Services créée en 2000. Depuis plusieurs années, Ethos est ainsi connu pour le succès de ses résolutions d'actionnaires dont quelques exemples sont présentés ci-dessous. Leurs deux campagnes emblématiques sont « Stop Chairman-CEO » qui vise la séparation des fonctions de président et de directeur général et « Say on pay » ayant pour objectif de soumettre le rapport des rémunérations au vote consultatif de l'assemblée générale (ce qui n'est pas obligatoire en Suisse, contrairement au Royaume-Uni et plus récemment aux États-Unis).

##### **« Stop Chairman-CEO »**

Son premier fait d'arme a été obtenu contre Peter Brabeck qui cumulait les fonctions de président et de directeur général de Nestlé. Ethos et cinq grandes caisses de pension suisses ont présenté, en 2005, une résolution demandant la modification des statuts pour empêcher le cumul de ces deux fonctions qui obtint un fort soutien des actionnaires avec 36% de votes « pour », 13% d'abstention et 51% de votes « contre ». Même si la résolution n'a pas été approuvée, M. Brabeck a immédiatement annoncé qu'il comprenait le message de ses actionnaires et qu'il s'engageait à quitter sa fonction de directeur général dans les deux ans. De plus, le conseil d'administration de Nestlé a accepté d'engager une révision des statuts de la société et sondé tous ses actionnaires afin de recueillir leur avis sur l'évolution de sa gouvernance. À l'assemblée générale 2006, une résolution interne a demandé aux actionnaires de donner mandat au conseil d'administration de Nestlé pour un projet de révision de ses statuts. Cette résolution a été approuvée à plus de 98% par les actionnaires. De nouveaux statuts ont ainsi été votés en 2008, un nouveau directeur général a été nommé et Peter Brabeck n'a conservé que sa fonction de président du conseil d'administration.



## « Say on pay »

Dans le cadre de la campagne « Say on pay » lancée en 2008 auprès des cinq plus grandes sociétés cotées en Suisse, quatre d'entre elles ont accepté de mettre à l'ordre du jour un vote consultatif sur leur rapport de rémunération. Seul le conseil d'administration de Novartis a refusé, en 2009, et la résolution d'Ethos a alors obtenu 31% de soutien. L'entreprise pharmaceutique a accepté en 2010 de mettre à l'ordre du jour un vote similaire. Au total, vingt sociétés suisses ont soumis leur rapport de rémunération au vote des actionnaires en 2010 et d'après Ethos, treize autres ont prévu de le faire en 2011.

## Rôle des dirigeants de la banque UBS dans la crise

Ethos a présenté une résolution à l'assemblée générale 2008 de la banque UBS pour demander un contrôle spécial suite aux pertes colossales dues à la crise des « subprimes ». La résolution a été soutenue à hauteur de 45% par les actionnaires. Le dialogue entre Ethos et UBS a donc abouti à un compromis : UBS a accepté de communiquer de façon plus transparente sur les rapports d'enquête portant sur la situation financière de la banque et sa réponse face à la crise des « subprimes ».

En 2010, Ethos a recommandé de voter contre la décharge des exercices précédents des anciens dirigeants de la banque, notamment jugés responsables des pertes importantes de la banque engendrées par des opérations spéculatives. L'assemblée générale les a suivis, refusant cette décharge à plus de 52% pour l'exercice 2007 mais les nouveaux dirigeants d'UBS n'ont toujours pas décidé de poursuivre leurs prédécesseurs.

## Ethos Engagement Pool

Ethos Services mène un dialogue privé auprès des 100 plus grandes entreprises suisses au nom d'une soixantaine d'institutionnels suisses regroupés au sein de l'« Ethos Engagement Pool ». Les membres de ce regroupement définissent chaque année les thèmes sur lesquels portera le dialogue avec les entreprises et reçoivent un reporting annuel sur les actions menées et les résultats obtenus. Le « dialogue discret » mené par Ethos doit permettre de nouer une relation de confiance avec les dirigeants d'entreprise qui a pour objectif de les sensibiliser aux enjeux ESG et de créer de la valeur à long terme pour les actionnaires.



**Ethos Engagement Pool — EEP**

|   |  |
|---|--|
| <p>Mandaté par un nombre croissant de caisses de pension, l'Ethos Engagement Pool mène un dialogue discret et efficace avec les sociétés cotées en Suisse pour améliorer leur gouvernance, ainsi que leur responsabilité environnementale et sociale.</p> <p>L'Ethos Engagement Pool permet de participer de manière active, conjointement avec d'autres investisseurs institutionnels, au développement de l'économie suisse. Le dialogue discret avec les instances dirigeantes des sociétés cotées est efficace. Il permet d'engager un processus d'amélioration dont profitent toutes les parties prenantes de l'entreprise. Cette forme de dialogue fait partie intégrante d'une stratégie d'investissement à long terme. Elle contribue à créer de la valeur actionnariale.</p> | <p>Engager le dialogue discret avec les instances dirigeantes des sociétés suisses</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Sensibiliser les sociétés à la bonne gouvernance, ainsi qu'à la responsabilité sociale et environnementale, ceci en vue d'engager un processus d'amélioration</li> <li>Augmenter la valeur à long terme pour les actionnaires, ainsi que les autres parties prenantes</li> </ul> <p><b>Ethos —</b><br/>Un engagement qui joint les actes à la parole</p> |
|---|--|

En quelques années, la Fondation Ethos s'est transformée en une organisation incontournable sur la gouvernance des sociétés et un acteur de poids face aux entreprises suisses.

## IV.

# Des obstacles importants, mais surmontables

En théorie, l'engagement actionnarial doit être un processus structuré et complémentaire à d'autres démarches d'investissement responsable. Il répond à une logique d'investissement à long terme dont bénéficieraient aussi les entreprises en améliorant leurs pratiques et en gérant mieux certains risques. De nombreux acteurs impliqués de façon plus ou moins structurée sur l'engagement actionnarial témoignent cependant des difficultés pratiques et politiques importantes qui nécessitent une conviction forte et un processus bien établi pour être surmontées.

### Les entreprises contestent l'engagement actionnarial

La montée en puissance des votes contestataires en assemblée générale a conduit certains émetteurs à travailler pour circonscrire le contre-pouvoir que peuvent constituer leurs actionnaires.

Étant entendu que l'opposition publique en assemblée générale, exprimée au travers du vote, constitue un signal négatif à éviter autant que possible, les émetteurs travaillent de plus en plus en amont des assemblées pour comprendre les attentes des investisseurs les plus actifs, répondre autant que possible à leurs interrogations concernant les résolutions, voire modifier leurs projets de résolutions afin de s'assurer d'un vote favorable à l'ensemble des résolutions à l'ordre du jour. Ce dialogue revêt plusieurs formes : certains émetteurs, comme Shell qui s'en prévaut publiquement, organisent des *roadshows* de gouvernance pour rencontrer leurs principaux investisseurs internationaux, tandis que d'autres s'adjoignent les services de sociétés de conseil spécialisées afin de connaître la position des investisseurs sur certaines résolutions. De telles démarches se sont beaucoup développées au Royaume-Uni depuis l'obligation du vote sur les rapports de rémunération et semblent se démocratiser aujourd'hui en France. Elles sont généralement considérées comme constructives, même si certains investisseurs n'acceptent de dialoguer qu'en direct avec la direction de l'entreprise.

On constate par ailleurs, et c'est le plus préoccupant, une réaction plus marquée lorsqu'aucun accord n'est trouvé en amont de l'assemblée générale. Les plus grands institutionnels le confirment : pour tenir une position de vote tant qu'aucune modification de la résolution n'est acceptée par l'entreprise, il faut avoir l'appui des plus hautes instances dirigeantes de sa maison faute de quoi les entreprises font leur possible pour user de leur pouvoir de dissuasion.

Les récents refus d'inscription à l'ordre du jour de résolutions proposées par les actionnaires et satisfaisant théoriquement aux critères règlementaires montrent que la souveraineté de l'assemblée générale est mise à mal par certaines entreprises, en particulier en France. Elles cherchent d'autant plus à stopper ces résolutions qu'elles ont un caractère contraignant en France.

En 2009, Phitrust Active Investors, via la SICAV Proxy Active Investors, a ainsi essuyé trois refus d'inscription de résolutions à l'ordre du jour des assemblées générales de

Sanofi-Aventis, de Cap Gemini et de Total, tous rédigés dans les mêmes termes. Ces résolutions demandaient l'approbation de la rémunération du président non exécutif par les actionnaires. De même, en avril 2010, le conseil d'administration de la Société Générale a refusé de mettre à l'ordre du jour un projet de résolution demandant la séparation des fonctions de président et de directeur général. Dans chacun des cas, Phitrust avait pourtant réuni, grâce au soutien d'autres investisseurs, le quota de droit de vote représentant 0,5% minimum du capital de ces entreprises. Cette situation a mis en lumière une forme de vide juridique non pas sur les dispositions techniques permettant de déposer une résolution mais sur la nature des sujets pouvant faire l'objet d'une consultation des actionnaires.

Les investisseurs français et étrangers déplorent cette situation assez atypique et propre au contexte français. Comme le mentionne Karina Litvack de F&C, dont l'équipe initie des démarches d'engagement auprès de 600 entreprises dans le monde entier, « le débat avec les entreprises françaises est souvent moins fluide et peut rapidement devenir très crispé. C'est notamment le cas lorsque, plutôt que d'enclencher un dialogue constructif, les discussions dérapent sur des dépôts de résolutions, ce qui fait très vite basculer les échanges sur le terrain juridique ».

La remise en cause du rôle des actionnaires par les entreprises concerne également l'actionnariat salarié. En 2009, un fonds d'épargne salariale de Total, Total Actionnariat France, réunissant environ 3% du capital, a déposé trois résolutions dont l'une demandant « une nouvelle procédure de désignation de l'administrateur salarié actionnaire ». Ces résolutions ont été portées à l'ordre du jour et ont été soutenues à hauteur de 18% en moyenne. En outre, Bruno Henri, le président du Conseil de surveillance du fonds Total Actionnariat France, n'avait pas invité les représentants de l'entreprise à participer au vote dudit Conseil, exprimant le vote du fonds à chacune des résolutions proposées à l'assemblée générale. Total a clairement marqué son intention de sanctionner ce type d'initiative en poursuivant Bruno Henri et en lui réclamant la somme de 44 000€. Déboutée en première instance, l'entreprise a fait appel.

Si l'engagement actionnarial peut aboutir à des résultats, il nécessite du temps, en témoignent les pratiques déployées à l'étranger comme celles de la Fondation Ethos en Suisse. Pour Jean Laville, son directeur adjoint, « le sérieux et la continuité d'une activité d'engagement actionnarial, avec la presse en recours si besoin, sont les moyens d'acquérir une légitimité et une crédibilité auprès des entreprises sur les sujets ESG et de dépasser les simples effets d'annonce » ; il conclut : « aujourd'hui, les entreprises deviennent demandeuses de l'expertise développée par Ethos ».

#### **Un soutien encore trop rare des sphères dirigeantes du secteur financier**

Pour la quasi-unanimité des acteurs, à l'exception notable du Climate Advocacy Fund, le dialogue privé constitue toujours la première étape de leur engagement actionnarial. Lorsque cette étape est insuffisante, deux grands types de réaction se dessinent : d'un côté, des acteurs jugés indépendants dont la démarche d'engagement est formelle et appuyée par la gouvernance sont prêts à utiliser le relais public pour aller au bout de leur démarche et obtenir un changement de l'entreprise ; de l'autre, des acteurs davantage exposés aux conflits d'intérêts et qui préfèrent poursuivre le dialogue privé, au risque de ne jamais obtenir gain de cause.

##### Des murailles de Chine fragiles

Lorsque les gérants défendent la discrétion des démarches d'engagement, en particulier en France, un certain décalage entre la réalité des faits et la communication publique présentée dans les rapports de vote ressort rapidement. Même si l'absence de conflits d'intérêts des sociétés de gestion y est toujours mentionnée, les sociétés de gestion qui dépendent d'un grand groupe bancaire ne sont pas à l'aise lorsqu'il s'agit de mener un engagement vis-à-vis d'une entreprise cliente de ce groupe. S'il existe en théorie une muraille de Chine entre la gestion et les autres activités bancaires, elle n'empêche pas des contacts entre dirigeants d'entreprises et d'institutions financières. Facteur aggravant, les investisseurs institutionnels, pourtant exempts de ce type de conflits d'intérêts sur le papier, adoptent souvent un positionnement tout aussi prudent.

La raison précise avancée par les investisseurs est généralement la crainte de rompre la relation de confiance qu'ils entretiennent avec les entreprises. La prudence est telle que même lorsqu'il s'agit de communiquer sur un engagement infructueux auprès d'une entreprise finalement désinvestie, la plupart des investisseurs préfèrent s'abstenir au motif qu'une telle communication pourrait braquer d'autres entreprises avec lesquels un dialogue est en cours.

Cependant, les démarches d'engagement actionnarial, y compris celles utilisant un relais public ou opérant sur le ton de la confrontation existent. C'est le cas notamment des sociétés comme F&C, Hermes EOS ou Phitrust Active Investors.

##### En l'absence de mandat explicite, à qui incombe l'engagement ?

Les investisseurs institutionnels justifient souvent l'absence ou la faiblesse de leurs pratiques d'engagement par le fait que leur gestion est déléguée et que les droits actionnariaux sont transférés à leurs gestionnaires. De leur côté, les gestionnaires arguent ne pas pouvoir entreprendre de telles démarches sans mandat explicite de leurs clients. La réflexion montante au niveau européen sur l'obligation pour les investisseurs de clarifier la façon dont ils entendent exercer leurs droits d'actionnaire devrait permettre de remédier à cette situation.

L'exercice des droits de vote et l'engagement nécessitant des ressources importantes, la demande des investisseurs institutionnels permettrait de mobiliser dans les sociétés de gestion le déploiement de moyens ad hoc.

D'ailleurs, en spécialisant leur activité sur l'engagement actionnarial, les acteurs comme Hermes EOS et F&C au Royaume-Uni, Phitrust en France ou encore Ethos en Suisse, mettent fin au renvoi de responsabilité entre investisseur institutionnel et gestionnaire, tout en instituant un modèle économique permettant de dédier les ressources nécessaires à leurs démarches d'engagement. Chez F&C par exemple, le service d'engagement peut être souscrit indépendamment d'une délégation de gestion. Ce type de structure, où les moyens alloués à l'engagement sont finalement mutualisés entre plusieurs acteurs institutionnels, présentent en outre l'avantage de minimiser les risques de conflits d'intérêts tout en multipliant le levier potentiel des actions d'engagement, du fait de la taille des actifs représentés.

Enfin, certaines difficultés juridiques ne permettent pas toujours aux institutionnels de transmettre des consignes de vote à leurs gérants. L'ERAFP (Établissement de la Retraite Additionnelle de la Fonction Publique, fonds de pension public à la française dont la gestion est 100% ISR) l'explique ainsi dans son rapport annuel ISR 2009 : « L'exercice des droits de vote est délégué aux six sociétés de gestion, qui votent selon leurs propres principes. Il est également à noter que le fait d'investir au travers de fonds communs de

placement (FCP), implique que l'ERAFF ne peut pas juridiquement imposer aux gérants de principes de droits de vote contraires à leurs propres principes. »

La solution viendra peut-être de Suisse. Une initiative récente et originale mise en place par UBS vise à limiter le risque de conflit d'intérêts tout en promouvant le devoir d'actionnariat actif des investisseurs institutionnels. La banque helvétique vient ainsi de lancer le service gratuit « *UBS Voice* » permettant aux investisseurs qualifiés investis dans ses fonds de placement d'exprimer leurs préférences de vote pour les trente plus grandes capitalisations suisses. L'information sur l'ordre du jour de l'assemblée générale est communiquée par le gérant à l'investisseur en amont et la direction du fonds exerce ensuite les recommandations de vote émises par son client pour les titres qui lui appartiennent.

### Un coût aux bénéfices difficiles à valoriser

#### D'importantes ressources à mobiliser...

« Les coûts sont faciles à définir, l'impact l'est beaucoup moins. » Rosl Veltmeijer de Triodos Investment Management résume ainsi l'un des obstacles les plus souvent mentionnés par les acteurs de l'engagement. Récolter et analyser l'information, en interne ou via une agence d'analyse extra-financière, s'adresser à un nombre parfois important d'entreprises, assurer le suivi des engagements, exercer les droits de vote à une multitude d'assemblées générales... nécessitent en effet de mobiliser des ressources importantes. Plusieurs stratégies permettent de limiter ces coûts. D'une part, la plupart des acteurs comme le FRR disposent de ressources généralement limitées à une ou deux personnes qu'ils complètent avec les services d'acteurs externes pour effectuer quelques actions d'engagement chaque année. En 2010, les deux fonds de pension britanniques Railways Pension Trustee (Railpen) et Universities Superannuation Scheme (USS) ont choisi d'établir une politique de vote commune et de mutualiser leurs moyens pour l'exercice des droits de vote et l'engagement. D'autre part, les sociétés comme F&C ou Hermes EOS disposent d'équipes de 20 à 30 personnes dédiées à la pratique de l'engagement, ce qui leur permet d'appréhender simultanément un grand nombre d'entreprise dans le monde entier.

#### ... et une mesure des résultats délicate

Les acteurs de l'engagement sont unanimes sur la difficulté de mesurer le résultat de leurs démarches. D'une part, le bénéfice financier n'est ni immédiat, ni personnel. L'investisseur à l'initiative de l'engagement en supporte le coût mais n'en est pas le seul bénéficiaire puisque, outre l'environnement et la société, les autres investisseurs détenant des actions des entreprises concernées retirent le même bénéfice de long terme, sans aucun coût en ce qui les concerne. Ce problème peut cependant être atténué par des approches collaboratives.

D'autre part, il est difficile de déterminer le degré de succès de l'engagement en termes d'impact sur les pratiques ESG des entreprises parce que le processus s'inscrit dans la durée et parce que plusieurs investisseurs peuvent initier des démarches d'engagement similaires auprès d'une même entreprise. Dans son Code de Transparence, Allianz Global Investors apporte une réponse qui se veut pragmatique : « Une activité d'engagement est considérée comme fructueuse si le dialogue avec l'émetteur a pu être établi et si les éléments apportés par l'émetteur permettent à l'équipe ISR de prendre une décision sur le maintien ou non de l'émetteur dans l'univers d'investissement socialement responsable ». Des sociétés comme F&C ont su établir le suivi de leur activité dans le

#### IV. DES OBSTACLES IMPORTANTS, MAIS SURMONTABLES

temps en communiquant à leur client sur l'ensemble du processus d'engagement. Lorsque les pratiques de l'entreprise deviennent conformes aux attentes exprimées, F&C considère que l'entreprise a passé un « *milestone* » qui constitue une sorte d'unité d'amélioration, et permet chaque trimestre de faire le point sur les résultats des démarches d'engagement. De son côté, Amundi présente dans son rapport de vote une mesure du « taux d'impact » de ses pratiques de dialogue qui représente le rapport entre les dialogues initiés et ses changements d'intentions de vote consécutifs à cet engagement.

Le fonds CalPERS est le seul à avoir mesuré statistiquement l'évolution de la performance boursière des entreprises auprès desquelles il s'est engagé. Les derniers résultats publiés en 2010 illustrent ainsi « the CalPERS effect » : « pendant les cinq années précédant leur entrée sur la « Focus List », les entreprises avaient une performance annuelle moyenne 30,1% en-dessous de leurs pairs ; mais cinq ans après le début de l'engagement, elles surperformaient au contraire le benchmark de 2,4% ». Ils tendent ainsi à démontrer le lien entre bonnes pratiques de gouvernance et valeur boursière.

#### Intervenir au bon moment, un moyen de multiplier les chances de succès

En période de difficultés financières, de restructuration, de plan social, etc., les entreprises sont soucieuses de conserver leurs investisseurs. Ces situations constituent donc pour les investisseurs une occasion de faire entendre leurs demandes.

Hermes EOS précise par exemple qu'une sous-performance persistante ou une succession de « *profit warnings* » sont souvent plus favorables aux démarches d'engagement que les périodes fastes. En effet, les actionnaires se retrouvent alors en position de force pour faire valoir un recadrage de la stratégie d'entreprise, y compris de la stratégie RSE. Dans une optique proche, CalPERS a récemment fait évoluer sa politique d'engagement vis-à-vis des entreprises sous-performantes, en renforçant les contacts directs et d'éventuels dépôts de résolution.

#### Difficultés techniques

Une fois dépassés les obstacles « politiques » et économiques, des difficultés techniques demeurent. La plus fréquemment mentionnée est celle du poids de l'investisseur cherchant à émettre des attentes auprès d'une entreprise : d'une part il faut pouvoir justifier d'une certaine représentativité pour susciter l'écoute de l'entreprise et d'autre part, le dépôt de résolution en assemblée générale implique statutairement de détenir une quantité d'actions importante de l'entreprise. Deux cas de figure peuvent se présenter : soit l'investisseur dispose lui-même d'une part du capital suffisante, à l'instar du Norwegian Government Pension Fund - Global ou du fonds Tricolore Rendement d'EdRAM qui est significativement présent dans le capital des grandes entreprises françaises<sup>2</sup>, soit les démarches d'engagement sont pilotées par des petites structures susceptibles de mobiliser des investisseurs de poids, de les faire collaborer et de porter la communication publique autour de ces initiatives comme FairPensions, Ethos ou encore Phitrust.

Une autre difficulté concerne la diversité des droits actionnariaux selon les pays, qu'il s'agisse de déposer une résolution ou même simplement d'exercer son droit de vote. La consultation lancée par le Commissaire européen au Marché intérieur et services Michel Barnier sur le projet de modification de la Directive sur le droit des titres visant à

---

<sup>2</sup> Le reporting du fonds Tricolore Rendement spécifiait par exemple qu'il détenait plus de 0,2% du capital de Total SA à fin 2010.



harmoniser les législations européennes est susceptible d'apporter des améliorations à l'avenir. Il ressort du document de référence de la Commission que cette dernière reconnaît d'emblée l'opacité liée à la longueur de la chaîne des intermédiaires financiers concernant l'exercice du droit de vote et a pour ambition à peine cachée de faciliter juridiquement les votes transfrontaliers.

#### Agir localement

En attendant de telles évolutions réglementaires, Phitrust concentre ses ressources limitées sur les entreprises du CAC40. En Suisse, Ethos dialogue et dépose des résolutions auprès de sociétés suisses en grande majorité. Australian Ethical Investment, via le Climate Advocacy Fund, cible les plus grandes entreprises australiennes pour les inciter à mieux prendre en compte les risques liés au changement climatique.

Cette idée d'agir avant tout sur les entreprises nationales a un sens. En effet, si l'on observe les chiffres, en 2007, les investisseurs français détenaient près de 60% du marché coté français. Le poids des investissements nationaux mais aussi les difficultés de vote transfrontalier, la connaissance du marché et de la législation locale, ou encore la proximité géographique, voire la culture commune avec les dirigeants des entreprises cibles sont autant de facteurs d'efficacité des pratiques d'engagement auprès des entreprises de même nationalité.

Reste pour élargir la démarche à l'étranger le recours à des sociétés spécialisées ou à des réseaux d'échanges entre pairs sur les pratiques de vote. C'est ce que tente de faire le



rassemblement de mutuelles et coopératives européen Euresa via son initiative Euresactiv' qui vise à mutualiser les moyens de recherche ESG, d'exercice des droits de vote et d'engagement. Dans chaque pays, un « chef de file » communique par exemple au réseau ses analyses et ses recommandations de vote lorsque d'autres membres sont actionnaires de la même entreprise.

Aux Pays-Bas, le réseau Eumedion a été créé en 2006 par des investisseurs institutionnels détenant plus de 1000 milliards d'euros dans le but d'améliorer la gouvernance des sociétés néerlandaises. Celui-ci fournit des informations sur les assemblées générales ainsi qu'une plateforme d'échange sur les initiatives menées par ses membres auprès des entreprises et des pouvoirs publics.

Plus largement encore, des initiatives comme l'outil « Engagement Clearinghouse » des PRI permettent aux investisseurs de participer à l'étranger à des démarches d'engagement collaboratif sur des sujets ou face à des législations qu'ils ne maîtrisent pas parfaitement.

De l'aveu des personnes impliquées, de telles collaborations sont cependant toujours assez longues à mettre en œuvre car elles nécessitent une solide confiance entre les participants.

# Conclusion

Le développement de l'engagement actionnarial depuis une décennie n'a pas encore permis de construire un consensus sur les définitions et les moyens d'action qu'il recouvre, à l'instar de ce que l'on constate plus généralement pour l'ISR. De plus, la connaissance des pratiques d'engagement actionnarial et l'intérêt porté à de telles démarches varient fortement d'un pays à l'autre. Aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans certains pays du Nord de l'Europe, l'engouement est déjà fort tandis qu'en France, de nombreux acteurs demeurent réticents, même si la situation semble évoluer.

L'état des lieux que constitue cette étude vise donc à clarifier les concepts et à encourager les investisseurs intéressés par ce type de démarche à structurer leurs pratiques et à les articuler le mieux possible avec leurs autres approches ISR.

En effet, les processus ISR qui se sont le plus développés ces dernières années, notamment la sélection de type « *best-in-class* » en France, peinent parfois à démontrer leur impact sur les pratiques ESG des entreprises. A contrario, les démarches d'engagement actionnarial, lorsqu'elles sont menées avec méthode et constance, peuvent conduire à des changements significatifs dans les entreprises. Il semble donc cohérent de compléter une approche d'investissement responsable par une démarche d'engagement. Ainsi, les entreprises ouvertes au dialogue et proactives sur les questions ESG peuvent légitimement être privilégiées pour l'investissement tandis que celles refusant de mieux maîtriser leurs risques extra-financiers face aux demandes appuyées de leurs actionnaires devraient a priori être écartées des portefeuilles.

Dès son lancement en 2009, la mention « Engagement » du Label ISR Novethic a été conçue pour encourager les pratiques d'engagement structuré en complément d'autres approches appliquées aux fonds ISR, démarche quasi-absente des fonds ouverts français disponibles à ce moment-là. De fait, aucun fonds n'a obtenu cette mention en 2009 et un seul a finalement été retenu en 2010, ce qui confirme le relatif manque de maturité des démarches d'engagement en France. À l'exception de la société Phitrust qui a fait de l'engagement son cœur de métier, les autres acteurs impliqués manquent, à ce stade, d'historique pour pouvoir donner des preuves publiques de résultats concrets. Or, pour obtenir une labellisation ISR mention Engagement, il faut pouvoir arguer d'une démarche réussie et communiquer auprès des tiers. L'enjeu est en effet crucial car la démonstration de l'impact des démarches d'engagement est aussi le moyen de les légitimer vis-à-vis des donneurs d'ordres, notamment les investisseurs institutionnels, ce qui est d'autant plus indispensable qu'elles requièrent des ressources importantes et un soutien politique fort.

Si les pratiques d'engagement actuelles peuvent encore progresser, il est indéniable que le vote en assemblée générale prend de plus en plus d'importance pour les investisseurs et que le dialogue entre actionnaires et entreprises sur des enjeux ESG s'organise progressivement.



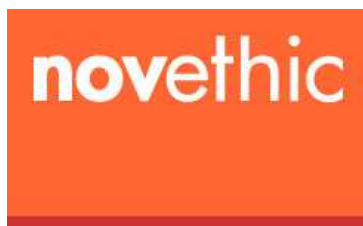
# Annexe

## Taux de vote négatif aux assemblées générales 2009

Le tableau ci-dessous présente les taux de vote négatif des principales sociétés de gestion et institutionnels actifs en ISR en France lorsque ceux-ci sont disponibles. L'hétérogénéité des données provient en partie du fait que les périmètres de vote diffèrent fortement d'un acteur à l'autre.

| Sociétés de gestion                    | Contre | Abstention | Remarques                     |
|--|--------|------------|-------------------------------|
| <b>AGICAM</b>                          | 26,9%  | 3,4%       |                               |
| <b>Amundi</b>                          | 18,0%  |            |                               |
| <b>Aviva Investors</b>                 | 22,8%  | 2,5%       |                               |
| <b>CCR AM</b>                          | 4,8%   |            | Périmètre France              |
| <b>Covea Finance</b>                   | 16,9%  | 0,1%       |                               |
| <b>Dexia AM</b>                        | 11,6%  | 8,0%       |                               |
| <b>Ecofi Investissements</b>           | 34,0%  |            |                               |
| <b>Edmond de Rothschild AM</b>         | 31,9%  | 0,1%       | Périmètre France              |
| <b>F&amp;C Investments</b>             | 10,0%  | 4,0%       | 19% sur le périmètre France   |
| <b>Fédéris Gestion</b>                 | 24,2%  | 0,9%       | 25,8% sur le périmètre France |
| <b>HSBC Global AM</b>                  | 17,6%  | 3,0%       |                               |
| <b>Interexpansion</b>                  | 24,3%  |            | Périmètre France              |
| <b>LFP-Sarasin AM</b>                  | 6,0%   |            |                               |
| <b>Macif Gestion</b>                   | 32,0%  | 6,0%       |                               |
| <b>Meeschaert AM</b>                   | 33,3%  |            |                               |
| <b>Natixis AM</b>                      | 11,1%  | 0,2%       | 13,4% sur le périmètre France |
| <b>Phitrust AI</b>                     | 42,3%  | 1,4%       |                               |
| <b>Robeco-SAM</b>                      | 7,8%   | 1,6%       |                               |
| <b>Allianz Global Investors France</b> | 24,6%* |            | 26,2% sur le périmètre France |
| <b>BNP Paribas IP</b>                  | 22,0%* |            |                               |
| <b>CM-CIC AM</b>                       | 20,2%* |            | 25,4% sur le périmètre France |
| <b>Groupama AM</b>                     | 26,0%* |            | 30% sur le périmètre France   |
| <b>La Banque Postale AM</b>            | 20,9%* |            |                               |
| Institutionnels                        | Contre | Abstention | Remarques                     |
| <b>ERAFP</b>                           | 20,0%  |            |                               |
| <b>FRR</b>                             | 13,0%  | 2,0%       |                               |

\*Sociétés de gestion agréant les statistiques de vote « contre » et les abstentions.



## **Engagement actionnarial, une approche ISR prometteuse**

Une étude réalisée par Dominique Blanc, Aela Cozic et Samer Hobeika,  
centre de recherche ISR de Novethic.

Filiale de la Caisse des dépôts, Novethic est un centre de recherche et d'expertise sur l'Investissement Socialement Responsable (ISR) et un media expert sur le développement durable.

Créé en 2001, Novethic est aujourd'hui l'unique source de statistiques sur le marché français de l'ISR. Le centre de recherche ISR analyse d'un point de vue quantitatif et qualitatif les grandes évolutions de l'ISR en France et y consacre des études thématiques. Depuis 2009, Novethic labellise les fonds ISR disponibles sur le marché français.

### **Novethic**

56, rue de Lille – 75007 PARIS

Tel : +33 (0)1 58 50 98 14 – Fax : +33 (0)1 58 50 00 30

E-mail: [info@novethic.fr](mailto:info@novethic.fr)

[www.novethic.fr](http://www.novethic.fr)

**GROUPE**



**Caisse  
des Dépôts**