

Analyse

A large graphic of a human eye. The left side of the eye is in grayscale, while the right side is covered by a solid green oval. A red line, resembling a stock market chart, starts from the left, dips, rises, dips again, and then rises sharply into an arrow pointing towards the top right corner of the green oval.

Une décennie
d'activisme
actionnarial

**Comment inciter la
direction d'une entreprise à
adopter des pratiques
socialement responsables ?**

Réseau Financement
Alternatif

Ensemble, changeons la finance



FÉDÉRATION
WALLONIE-BRUXELLES

Sujet en pleine expansion, l'investissement socialement responsable (ISR) se définit comme toute forme d'investissement qui ne répond pas uniquement à des critères financiers, mais également à des préoccupations sociales, éthiques et environnementales. Ces préoccupations, l'investisseur peut y être attentif au moment précis où il décide de la destination des fonds qu'il souhaite investir, mais aussi pendant toute la durée de son investissement, grâce à l'activisme actionnarial. Bilan d'une décennie d'activisme.

1 Introduction

Promouvoir un cadre européen pour la responsabilité sociale des entreprises

Le 18 juillet 2001, la Commission européenne publiait son livre vert intitulé « Promouvoir un cadre européen pour la responsabilité sociale des entreprises » dans lequel elle considérait notamment que l'engagement dans l'activisme actionnarial est une option majeure offerte aux investisseurs pour inciter la direction d'une entreprise à adopter des pratiques socialement responsables.

De quoi s'agit-il ? Selon la Commission, l'activisme actionnarial consiste en la volonté des actionnaires d'améliorer le comportement éthique, social et/ou écologique d'une entreprise en favorisant le dialogue, en exerçant des pressions, en soutenant une gestion responsable et en votant aux assemblées générales annuelles. Et de considérer que « l'activisme actionnarial devrait prendre de l'ampleur à mesure que s'accroissent l'importance accordée à la gouvernance d'entreprise et le développement des fonds de pension. »¹ Est-ce que les résultats ont été à la hauteur des espérances ?

2 The CalPERS effect

Il y a, certes, des exemples qui fleurent bon l'imagerie d'Épinal, principalement de l'autre côté de l'Atlantique. Prenons le cas de CalPERS (*California Public Retirement System*), qui est le principal fonds de pension public américain, gérant la retraite des employés de l'État de Californie, pour un montant estimé, au 30 avril 2012, à plus de 236,8 milliards de dollars d'actifs².

Onze ans plus tôt, en février 2001, OXFAM lançait sa campagne mondiale « Cut the cost » à l'encontre de l'industrie pharmaceutique et des gouvernements des pays développés, accusés de mener - par l'intermédiaire de l'Organisation mondiale du commerce (OMC) - une guerre des médicaments larvée contre les pays les plus pauvres et de maintenir ceux-ci volontairement en état de sous-développement sanitaire, les politiques de prix et de brevets des groupes pharmaceutiques rendant

¹ COM/2001/0366 final.

² <http://www.calpers.ca.gov/index.jsp?bc=/investments/home.xml>.

Cut the cost

certaines médicaments considérés comme vitaux pour les pays pauvres (en particulier ceux destinés à lutter contre le sida, la dysenterie infantile, la tuberculose, la malaria...) inaccessibles aux pays du Sud.

Cette campagne s'est plus spécifiquement développée à l'encontre de la multinationale anglo-américaine GlaxoSmithKline (GSK) et l'un des résultats les plus spectaculaires fut atteint par celle-ci le 15 avril 2003, lorsque CalPERS a demandé à GSK, dont il était un actionnaire à hauteur de 0,66 % environ, de faciliter l'accès à des versions génériques de ses médicaments anti-sida. Dans un texte voté à l'unanimité par son comité d'investissement, le fonds de pension s'est en effet inquiété du « comportement d'entreprise » de GSK et a mentionné que son attitude face au sida pourrait entacher la réputation du groupe et nuire à la valeur de l'action. Et GSK, le 28 avril 2003, moins de quinze jours plus tard, d'annoncer une baisse du prix des médicaments anti-sida dans les pays pauvres, saluée comme il se doit par le conseil d'administration de CalPERS.³

Par ailleurs, dès 1987, CalPERS a lancé sa « Focus List » (liste de surveillance), qui identifie dans son portefeuille américain les sociétés dont la performance actionnariale et la gouvernance d'entreprise sont faibles, et s'est engagé à apporter des améliorations au niveau de leur administration. Un tel engagement exige, bien sûr, une analyse plus approfondie de la part de l'actionnaire, ce qui entraîne des coûts, soit en termes de temps consacré à la recherche, soit pour l'acquisition de services spécialisés dans l'exercice des votes par procuration.

Des études ont toutefois démontré les impacts positifs de l'exercice informé du droit de vote sur le rendement des entreprises. Le rendement additionnel dépasserait même de façon significative les coûts engendrés par l'exercice de ces droits⁴. Le fonds CalPERS a en tout cas 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 % ». De tels résultats tendent à démontrer le lien entre bonnes pratiques de gouvernance et valeur boursière⁵.

3 Bernard BAYOT, « Activisme actionnarial », dans *Hémisphères*, n° 25, juin 2004.

4 Kang, David L. (2000), *The Impact of Activist Institutional Investors on performance in Public Corporations: A Study of the U.S. Fortune 500, 1982-1994*, Working Paper, Harvard Business School ; Nesbit, Stephen, 1994, "Long-term Rewards from Shareholder Activism: A Study of the 'CalPERS' Effect", *Continental Bank Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 6: 75-80.

5 Dominique Blanc, Aela Cozic et Samer Hobeika, 2011, *Engagement actionnarial, une approche ISR prometteuse*, Novethic.

Quelles conclusions tirer de l'exemple de CalPERS ? D'abord, c'est la valeur de l'action de l'entreprise qui est le moteur du changement, soit qu'une atteinte à sa réputation soit susceptible d'en faire baisser le cours, soit que des décisions habiles en matière de gouvernance soient susceptibles de le faire monter. Ensuite, le gain économique que l'activisme actionnarial engendre est supérieur à la charge, parfois importante, qu'il suppose. En ce sens, le droit de vote représente un actif qu'il est possible de valoriser.

3 La réalité européenne

Au contraire de l'exemple de CalPERS, l'ordinaire européen semble bien peu enthousiasmant. Deux livres verts récents de la Commission européenne évoquent en effet un manque d'implication des actionnaires.⁶

Plusieurs raisons sont invoquées :

1. « certains modèles de rentabilité, basés sur la détention de portefeuilles de différents titres, conduisent à abstraire, voire à faire disparaître, la notion de propriété normalement associée à la possession de titres » ; on peut penser par exemple aux SICAV ;
2. « les coûts qui pèseraient sur les investisseurs institutionnels lorsqu'ils souhaitent s'engager activement dans la gouvernance de l'établissement financier peuvent contribuer à les dissuader, en particulier si leur participation est minime » ; ceci reviendrait à dire que le calcul de rentabilité de l'activisme actionnarial fait par CalPERS ne vaudrait qu'en raison de la taille de ce fonds de pension ;
3. « les conflits d'intérêts » ; ils peuvent survenir dans diverses situations comme l'exercice de fonctions ou activités incompatibles, telles que le conseil en investissement et la gestion de fonds d'investissement ou la gestion pour compte propre, l'incompatibilité dans l'exercice de mandats auprès de différents clients/établissements financiers ou encore l'incompatibilité entre l'établissement financier et ses actionnaires/investisseurs, en particulier lorsqu'il existe des participations croisées ou des liens commerciaux entre l'investisseur institutionnel (par exemple par le biais de sa société mère) et l'établissement financier dans lequel il investit. ;

⁶ *Le gouvernement d'entreprise dans les établissements financiers et les politiques de rémunération*, COM(2010) 284 final, Bruxelles, le 2 juin 2010, et *Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE*, COM(2011) 164 final, Bruxelles, 5 avril 2011.

4. « l'inexistence de droits effectifs pour exercer leur contrôle (comme l'absence de droit de vote en matière de rémunération des dirigeants dans certaines juridictions), le maintien de certains obstacles à l'exercice transfrontalier du droit de vote, des incertitudes quant à certaines notions juridiques (par exemple celle "d'agir de concert") et la divulgation d'informations par les établissements financiers trop complexes et peu lisibles par les actionnaires, en particulier en matière de risque ».

Dans le Livre vert de 2010, la Commission avait posé la question de savoir si les investisseurs institutionnels, dont les propriétaires et les gestionnaires d'actifs, devaient être tenus de publier leurs politiques de vote et leurs comptes rendus de vote. Une grande majorité des répondants s'est déclarée en faveur d'une telle règle, considérant que cette publication améliorerait l'information des investisseurs, optimiserait les décisions d'investissement des investisseurs finaux, faciliterait le dialogue des émetteurs avec les investisseurs et favoriserait l'implication des actionnaires. L'une des options actuellement envisagées par la Commission est par conséquent la création d'un cadre pour la transparence des politiques de vote et la publication d'informations générales sur leur mise en œuvre, dans le respect du principe de l'égalité de traitement des actionnaires.

C'est que, en effet, si j'achète par exemple une SICAV, comment puis-je savoir si et comment sont exercés les droits de vote liés aux actions détenues par celle-ci ? Aux États-Unis, la *Securities and Exchange Commission* (SEC), l'agence gouvernementale chargée de la régulation des marchés financiers, a adopté le 23 janvier 2003 une série de règles encadrant l'exercice du droit de vote en assemblée générale qui engendrent des obligations nouvelles dans le chef des gestionnaires de fonds de placement et des entreprises de conseil financier. Les premiers doivent rendre publiques leur politique et leurs méthodes de vote en assemblée générale et les seconds être en mesure de communiquer par écrit à leurs clients leur politique de vote en assemblée et leur fournir le détail des votes liés à leurs titres.

L'objectif poursuivi par la SEC est double : permettre aux épargnants d'avoir connaissance de l'usage que font les gérants des droits de vote attachés aux titres détenus par les fonds dont ils sont actionnaires, d'une part, et pousser les gérants à exercer leurs droits de vote dans le meilleur intérêt des actionnaires du fonds, d'autre part. Les actionnaires sont ainsi mieux à même d'apprécier les politiques de vote des fonds d'investissement et des entreprises de conseil financier, notamment sur des questions primordiales de *corporate governance* et d'impacts sociaux et environnementaux, et donc de faire pression, le cas échéant, pour infléchir ces politiques. Chez nous, rien de tel n'existe encore.

4 Bonnes pratiques

Il y a toutefois de bonnes pratiques à signaler pas très loin de chez nous. C'est le cas du Fonds de réserve pour les retraites (FRR) qui, en France, a pour mission de contribuer au financement des déficits du régime général de retraites. Le montant de ses actifs était de 33 milliards d'euros au 31 décembre 2009. Dès son lancement en 2003, le FRR a entendu affirmer son identité d'investisseur public de long terme soucieux de prendre en compte les facteurs extrafinanciers ou ESG (environnementaux, sociaux et de gouvernance d'entreprise) dans la gestion de ses investissements.

En outre, le FRR a publié, le 10 février 2005, les lignes directrices en matière d'exercice des droits de vote que doivent suivre ses gestionnaires. Celles-ci font l'objet d'un réexamen annuel par le Conseil de surveillance du FRR. La version de février 2011 prévoit notamment que, dans le cas où des résolutions seraient présentées, soit à l'initiative du conseil d'administration, soit à l'initiative d'actionnaires, sur des sujets de nature sociale, éthique ou environnementale, il conviendrait de les analyser au regard des principes suivants, propres au FRR ou auxquels il a adhéré :

Exiger des entreprises une amélioration de leurs pratiques

1. Les Principes du Pacte mondial⁷ :
 1. les droits de l'homme ;
 2. le droit du travail ;
 3. l'environnement ;
 4. la lutte contre la corruption.
2. Les Principes en matière d'investissement socialement responsable du FRR tels qu'ils ont été adoptés par le Conseil de surveillance du FRR et publiés sur son site (www.fondsdereserve.fr) :
 1. respecter les droits de l'homme et les droits fondamentaux du travail ;
 2. développer l'emploi en améliorant la qualité de la gestion des ressources humaines ;

⁷ Il s'agit d'un ensemble de dix principes qui engagent, sur base volontaire, les entreprises signataires à respecter et promouvoir, dans leurs stratégies et opérations, le respect des droits de l'homme, les normes du travail, l'environnement et la lutte contre la corruption (www.unglobalcompact.org).

3. assumer ses responsabilités en matière d'environnement ;
4. respecter le consommateur et les règles de fonctionnement du marché.

Ces lignes directrices en matière d'exercice des droits de vote rappellent par ailleurs que le FRR a adhéré aux Principes d'investissement responsable de l'ONU⁸, a signé le *Carbon Disclosure Project*⁹, et soutient l'initiative pour la transparence dans les industries extractives¹⁰.

Cet exemple nous confirme dans l'idée que ce sont les investisseurs institutionnels d'une certaine taille qui sont susceptibles d'engager les ressources nécessaires à une politique efficace d'activisme actionnariale. C'est ce qu'ont constaté une dizaine d'ONG internationales (Amnesty International, Greenpeace, Oxfam, WWF, etc.), de syndicats, d'organisations religieuses et même une agence de notation extrafinancière qui se sont regroupés, en 2005, au sein de l'ONG FairPensions, basée au Royaume-Uni.

Celle-ci vise à 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. C'est ainsi que FairPensions publie annuellement un rapport dans lequel elle indique si les sociétés de gestion exerçant une activité au Royaume-Uni mettent à la disposition du public un document expliquant comment elles intègrent les questions environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) dans leurs investissements et, si c'est le cas, la mesure dans laquelle les informations divulguées sont satisfaisantes. Ce rapport évalue également les pratiques d'engagement actionnarial de ces sociétés de gestion.

Par ailleurs, FairPensions a déjà mené plusieurs campagnes en mobilisant le pouvoir d'actionnaire d'importants investisseurs pour exiger des entreprises une amélioration de leurs pratiques. C'est le cas récemment d'une campagne qui vise la pollution du delta du Niger par la société Shell et ses conséquences graves sur les habitants,

-
- 8 Lancés en 2006 sous l'égide de l'UNEP-FI et du Global Compact, les Principes pour l'Investissement Responsable visent à intégrer les problématiques environnementale, sociale et de gouvernance (ESG) dans la gestion des portefeuilles d'investissement (www.unpri.org).
 - 9 Lancé en 2000, le *Carbon Disclosure Project* (projet de publication volontaire des émissions de dioxyde de carbone – CO₂) regroupe des centaines d'investisseurs institutionnels. L'objectif du projet est de fournir à ses membres des informations essentielles et souvent difficiles à obtenir concernant la stratégie en matière de changement climatique et d'émissions de gaz à effet de serre des entreprises dans lesquelles ils investissent, et ce, afin de leur permettre d'évaluer les risques et opportunités liés aux changements climatiques. Pour récolter ces informations, le CDP, par le biais de ses membres, mène chaque année une enquête sur la base d'un questionnaire en dix points (www.cdproject.net).
 - 10 Initiative lancée en 2002 au sommet mondial sur le développement durable de Johannesburg par le Premier ministre britannique Tony Blair et largement soutenue par le G8, elle vise à accroître la transparence des paiements des industries extractives (pétrole, gaz, industrie minière) effectués auprès des gouvernements des pays riches en ressources naturelles.

contraints de vivre dans un environnement totalement pollué. Pour ce faire, FairPensions diffuse des *briefings* à destination des actionnaires sur les conséquences juridiques et financières d'une mise en cause du groupe à travers sa filiale nigériane, pour les dégâts environnementaux et sociaux causés dans cette région.

FairPensions incite enfin les bénéficiaires individuels à écrire à la caisse de retraite dont ils dépendent pour lui demander de devenir un investisseur responsable. C'est ainsi qu'elle a lancé, il y a quelques mois, une campagne pour que tous les retraités, genre veuves écossaises, fassent entendre leur voix contre les rémunérations excessives. Les salaires des dirigeants anglais ont en effet bondi de 49 % en un an.

5 Et la société civile ?

Ce sont, chaque fois, des prises de conscience religieuses ou citoyennes qui ont conduit des groupes de citoyens à tenter d'influencer les politiques d'investissement, selon diverses méthodes.

La plus évidente, pour qui possède un patrimoine, est évidemment de diriger ses propres investissements en sélectionnant les entreprises selon les objectifs poursuivis. Beaucoup de congrégations religieuses, par exemple, sont depuis toujours attentives à la gestion de leurs actifs, en rejetant ou en incluant dans leur portefeuille d'investissement les actions des entreprises selon les mérites de celles-ci à l'aune des critères qu'elles ont retenus.

Une autre méthode est le consumérisme politique discursif qui dénonce une entreprise ou une catégorie d'entreprises pour tel ou tel acte posé en opposition avec les valeurs défendues. Par exemple, dans le courant des années 80, l'action « Banque-Apartheid » qui, à la demande des communautés chrétiennes d'Afrique du Sud, a interpellé les principales banques qui investissaient dans ce pays et confortaient de la sorte le régime de l'apartheid. Ou, plus récemment, les campagnes « Mon argent. Sans scrupules ? » dénonçant les investissements des grandes banques dans les entreprises productrices d'armes controversées (mines antipersonnel, bombes à fragmentation, bombes à uranium appauvri ou armes nucléaires) et dans les sociétés qui, par leur présence en Birmanie, apportaient un soutien financier à la junte militaire en place dans ce pays.

La piste de l'activisme actionnarial, trop peu développée, permet, quant elle, comme nous le montre l'exemple anglais, non seulement d'orienter son attitude d'actionnaire quand on possède une position capitalistique, mais surtout d'influencer l'attitude d'investisseurs institutionnels, comme les fonds de pension qui, grâce au poids qu'ils représentent, offrent un bel effet de levier.

6 Conclusions

C'est peu dire que l'opinion émise par la Commission européenne dans son livre vert de 2001, selon laquelle l'engagement dans l'activisme actionnarial est une option majeure offerte aux investisseurs pour inciter la direction d'une entreprise à adopter des pratiques socialement responsables, n'a pas été suivie d'une évolution significative.

Les raisons en ont été analysées par la Commission qui envisage la création d'un cadre pour la transparence des politiques de vote et la publication d'informations générales sur leur mise en œuvre, dans le respect du principe de l'égalité de traitement des actionnaires.

Ce constat, globalement négatif, ne doit cependant pas faire oublier des pratiques dignes d'intérêt, qui démontrent notamment la possibilité offerte à la société civile de tirer parti de la capacité, dont disposent les investisseurs institutionnels d'une certaine taille, de mener une politique efficace d'activisme actionnarial. Pratiques dont la société civile belge aurait bien tort de ne pas s'inspirer...

*Retrouvez toutes
nos analyses sur
www.financite.be*

*Bernard Bayot
Décembre 2012*