

Le rôle de l'actionnaire dans la Gouvernance d'une société : Passif, Actif ou Activiste ?

Martine Le Gall, organisatrice et modératrice de cet atelier de l'AEFR, introduit les travaux en précisant qu'il s'agit d'aborder le rôle de l'actionnaire dans la gouvernance du point de vue de la gestion d'actifs - gestion privée, individuelle ou collective- avec un prisme positif à un moment où la vision de l'actionnaire dans la société civile et la notion d'activisme revêtent un caractère parfois péjoratif.

L'écho médiatique des campagnes de votes sur les rémunérations « Say on Pay » ou sur les résolutions climatiques « Say on climate », virulentes en période d'AG sont le reflet d'un réel essor de l'activisme actionnarial. Mais les mots perdent leur sens : entre l'activisme actionnarial pratiqué en vue de déstabiliser un émetteur et l'activisme actionnarial par le dialogue du même nom, ou l'engagement actionnarial prôné notamment dans le cadre de l'ISR (au nom d'une finance durable/responsable), une même terminologie est parfois utilisée pour refléter des réalités fort diverses !

Dans le même registre, la gestion indicielle, alias « passive » et la gestion dite active du « boursicoteur » ou du gérant de fonds ayant pour objectif de battre un indice de référence sont-elles vraiment aux antipodes l'une de l'autre ? Même défini comme « passif », l'actionnaire a l'obligation réglementaire de voter et de s'assurer de la « bonne gestion » de son investissement, énoncée dans le droit des sociétés, notamment européennes. Un devoir qui s'étoffe et s'outille, comme cet échange organisé par l'AEFR sur le rôle de l'actionnaire permet d'en prendre la mesure.

L'essor de l'activisme a déjà fait l'objet de nombreuses communications (Paris Europlace (janv.2020) ...) et rapports des régulateurs et législateurs (rapport Woerth (oct.2019) ...).

Où en est-on en 2022 en matière de réglementation du droit de l'actionnaire en France et d'harmonisation en Europe ?

Autour d'Astrid Milsan, Secrétaire générale adjointe de l'AMF, en charge de la Direction des émetteurs et de la Direction des affaires comptables, les intervenants s'accordent sur le fait que ce sujet est bel et bien installé et monte en puissance, surtout, en France, depuis la loi PACTE prise en application de la directive européenne « Droit des actionnaires » ; il s'inscrit dans le cadre plus large des obligations d'information correcte du marché (Règlement n° 596/2014 relatif aux abus de marché) du ressort de l'AMF en France et de l'ESMA à l'échelle de l'UE, indique Astrid Milsan. Pour un dialogue actionnarial de qualité, en amont de l'AG et pas seulement au cours de celle-ci, elle signale le Guide de l'Information permanente publié par l'AMF, proposant différentes recommandations, et attire l'attention sur l'égalité de traitement de l'information diffusée. Elle s'applique non seulement à l'émetteur, mais aussi, on l'oublie trop souvent constate-t-elle, aux actionnaires activistes. En ce sens,

le Guide (<https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/actualites/information-permanente-et-periodique-lamf-publie-deux-guides-pour-accompagner-les-societes-cotees>) a été complété (<https://www.amf-france.org/sites/default/files/private/2021-12/rapport-2021-sur-le-gouvernement-dentreprise-et-la-remuneration-des-dirigeants.pdf>).

Enfin, elle souligne l'intérêt d'un activisme actionnarial loyal, respectueux du droit et des principes promus par le régulateur, pour la stratégie même de l'entreprise, qui peut trouver son compte dans un dialogue de qualité, serein, au long cours avec le « moindre » de ses actionnaires. Il a des vertus, les excès de l'activisme étant par ailleurs déjà règlementés. Un bémol toutefois : attention à l'écriture (trop) juridique de certaines résolutions qui peut les rendre abscones, avertit Astrid Milsan. Un point de progrès signalé également : « Quel retour sur les suites données, ou pas, aux précédentes résolutions, d'une année à l'autre ? ». Ce « suivi » de l'information fait cruellement défaut, observe l'AMF.

« Activiste » : un rôle mal perçu mais, potentiellement vertueux

Denis Branche, Directeur Général Délégué de Phitrust, suggère de parler plutôt d'activiste responsable car « la directive demande que tout actionnaire soit actif » ; il prône un activisme « relié à la gestion, non pour la seule beauté du geste de l'engagement » d'autant qu'il a un coût et qu'il y a dissymétrie des moyens disponibles pour communiquer, quand on compare ceux des émetteurs et ceux des investisseurs. Il propose de réserver l'expression d'activiste actionnarial aux ONG.

Charles-Henri d'Auvinny, Président de la F2iC, renchérit à propos de la sémantique : « Dans la presse, et donc dans l'esprit du public, l'activisme actionnarial est caractéristique des *hedges funds* au sens « fonds vautours », et donc, synonyme de prédateur. L'émetteur abonde souvent en ce sens », comme pour discréditer par avance toute velléité d'actionnaire un peu trop regardant, quant à la stratégie et à la gouvernance. Et pourtant, « l'actionnaire individuel, appelé à être actif, dispose de moyens faibles pour se faire entendre ». Réaction de Denis Branche : « Le sujet de la rémunération chez Stellantis par exemple est une illustration éloquente de la difficulté à mobiliser l'ensemble des actionnaires individuels, difficulté rencontrée, alors même que le sujet impacte l'ensemble de la société ! »

Le manque d'éducation financière des Français, dans leur majorité, est alors invoqué pour expliquer leur peu d'intérêt manifeste, en tant qu'actionnaire individuel. Même si des contre-exemples récents émergent, comme le succès populaire de la privatisation de la Française des Jeux (<https://www.euronext.com/fr/about/media/euronext-press-releases/la-francaise-des-jeux-sintroduit-en-bourse-sur-uronext>) rappelle Charles-Henri d'Auvinny. Il esquisse une rapide typologie : « Beaucoup sont passifs ;

d'autres sont des investisseurs quotidiennement attentifs ; pour certains, il s'agit d'une occupation intellectuelle en soi ».

Des actionnaires plus jeunes et plus actifs

Valentine Bonnet, Directrice du Gouvernement d'entreprise à l'AFG, salue le rajeunissement récemment constaté, parmi les actionnaires ; ces derniers cherchent à « voter en connaissance de cause », sont « enclins à se renseigner en se connectant davantage que leurs aînés, en amont de l'AG » et « sont adeptes du vote électronique, quand l'émetteur le propose » pour exercer, de cette manière, leur responsabilité d'actionnaire actif. Astrid Milsan déplore que « le vote électronique reste problématique en France ». Malgré des promesses datant de trois ans, voter en direct et à distance demeure, pour la Place de Paris, un enjeu de progrès ; ceux qui arguent que la loi l'interdit mentent, rectifie-t-elle. « Depuis 2011, c'est clairement autorisé » et nonobstant « la montée du discours sur l'importance du dialogue actionnarial et de la démocratie actionnariale, *dans les faits, cette possibilité demeure lettre morte chez nous* », estime-t-elle. « Notre droit des sociétés cotées est très élaboré. A nous d'utiliser ce cadre correctement ». Ainsi, la France est le pays où, malgré toutes les difficultés évoquées chaque fois que le rôle de l'actionnaire est discuté, le nombre des résolutions déposées est l'un des plus élevés.

Le dépôt de résolutions : un indicateur éloquent, à plusieurs titres

Le FIR (Forum pour l'Investissement Responsable) souhaite que l'AMF se prononce sur ces résolutions, indique Denis Branche. Valentine Bonnet invite à tirer profit de la directive européenne qui permet « en quinze jours de savoir à quelle hauteur a été votée une résolution : ce score est porteur d'un message non négligeable ! ».

Astrid Milsan rappelle que le rôle de l'AMF n'est ni de normer les « injonctions » des actionnaires visant les émetteurs, ni de se prononcer sur l'opportunité de ces dernières, mais de veiller scrupuleusement à la clarté de l'information et à son partage équitable, au bon moment. Aux tribunaux du commerce d'exercer leurs prérogatives complémentaires : « Gare à toucher aux équilibres des pouvoirs actuels. Exiger l'imprimatur de l'AMF avant le dépôt d'une résolution est exclu » conclut-elle. Edouard-François de Lencquesaing, Vice-Président du Pôle Expertise Régulation financière de l'AEFR, observe qu'un émetteur a la possibilité de demander à l'AMF un regard, un avis sur les arguments qu'il projette d'utiliser dans sa communication vis-à-vis du marché ; pourquoi ne pas octroyer la même possibilité à l'actionnaire, notamment individuel ?

Le cas des résolutions votées ex-ante : résultat confidentiel ou pas ?

Denis Branche interroge l'AMF sur la possibilité de partager ou non le résultat des votes qui sont, la plupart du temps, entérinés avant l'AG, le suspens de ce momentum s'apparentant alors à un « secret de polichinelle ». Réponse d'Astrid Milsan : Oui, si le résultat d'un vote ex-ante (de l'AG) ne constitue pas une information privilégiée, selon l'AMF. Ou au contraire, si sa divulgation n'est en rien préjudiciable. Par exemple : « l'an dernier, un émetteur a estimé à juste titre que le nom d'un administrateur élu pouvait être révélé avant l'AG censée l'introniser, puisqu'en l'occurrence, il n'y avait pas d'intérêt légitime à différer la communication de cette information au marché ».

La question du droit de vote double, voire multiple -diversement règlementée selon les pays-, est venue remettre au centre des débats la nécessaire harmonisation des réglementations actuellement en vigueur, sans préciser dans quel sens -au profit de quel droit national/régional plutôt qu'un autre...- il faudrait le faire.

L'essor des résolutions sur la stratégie climat et, plus largement, la RSE

Au-delà de la question du vote, l'AMF constate l'intérêt croissant des investisseurs quant à l'impact du changement climatique sur la stratégie et les résultats de l'entreprise (Say on Climat) ; Astrid Milsan encourage les émetteurs à renforcer le dialogue actionnarial sur ces sujets.

D'autre part, le « Say on Pay » qui englobe non seulement la question du vote sur les rémunérations des dirigeants - en particulier, les rémunérations exceptionnelles injustifiées ou perçues comme telles - mais aussi le renouvellement de mandataires sociaux, ou encore l'approbation de conventions règlementées, donne lieu, observe-t-elle, à des contestations qui montent en puissance, au risque de transformer certaines AG en « happening chaotique ».

Actionnaire stratégique, selon le législateur : l'actionnaire salarié

« Les actionnaires salariés sont une catégorie appelée à croître, grâce à la loi PACTE » tient à souligner Jean-Noël Barrot, député des Yvelines et vice-président de la Commission des Finances, qui cite en exemple Eiffage. Pour cette grande entreprise (et quelques autres), l'actionnariat salarié serait « un outil de management moderne », une sorte de « baromètre de l'engagement des équipes, de leur motivation » et un élément de redistribution de la valeur créée, retournée au salarié par ce truchement, assure le député. Voilà, estime-t-il, un « sujet de justice et d'efficacité économique » susceptible de remédier à l'écart de revenus qui se creuse dans la société française.

Il annonce souhaiter aller plus loin dans la législature à venir : « donner aux salariés des entreprises non cotées accès à la croissance de leur valorisation ». Dans le même ordre d'idée, le Medef, relaie-t-il, soutient la création de « bons de plus-values salariales » (qui peuvent être l'équivalent d'actions sans cotation en continu, ni droit de vote pour son détenteur). A son tour, il insiste sur l'éducation financière qui sera nécessaire pour que l'épargnant français accepte ces outils malgré le risque financier qui va de pair.

La compréhension du fonctionnement de l'économie réelle implique de la connaissance, autrement dit du temps et des outils pour plonger dans la stratégie et cerner la viabilité des agents économiques, au lieu d'être tributaire de l'émotion dont l'activisme peut être porteur. Ce but suppose des moyens, dont disposent les syndicats. Tout actionnaire individuel n'en dispose pas, regrette Edouard-François de Lencquesaing. Difficile dans ces conditions d'exercer sa responsabilité de manière éclairée.

Pervenche Berès, Présidente de l'AEFR, conclut ces travaux en suggérant de ne pas systématiquement voir d'un mauvais œil l'activisme des ONG. Dans le cas de l'AG de Total qui a défrayé la chronique, « bloquer une résolution pourtant dans le débat public comme ses dirigeants l'ont fait, ne leur confère-telle pas une part de responsabilité dans la tournure chaotique de l'évènement ? » Quant aux « fonds vautours », le sujet aurait mérité qu'on s'y attarde : « comment protéger les dirigeants de ces stratégies » ? L'harmonisation du droit européen en la matière doit être posée et devrait permettre de progresser sur ces questions.