

Dominique Biedermann*

Investisseurs institutionnels: intensification des mesures d'actionnariat actif

Mots clés: Investisseurs institutionnels, gouvernement d'entreprise, droit de vote d'actionnaire, engagement actionnarial, résolution d'actionnaire

Les investisseurs institutionnels détiennent aujourd'hui près des deux-tiers du capital des sociétés cotées en bourse. Dans la gestion de leurs avoirs, ils ont une responsabilité fiduciaire envers les nombreux assurés ou épargnants qu'ils représentent. Cela implique notamment un exercice actif de tous les droits qui présentent une valeur économique. En particulier, les investisseurs institutionnels sont appelés à exercer leurs droits de vote en assemblée générale d'actionnaires et à engager un dialogue d'influence avec le management des sociétés. Si le dialogue ne porte pas de fruits, une intensification des mesures prises peut conduire à déposer des résolutions d'actionnaire et à se regrouper avec d'autres actionnaires pour défendre plus efficacement ses points de vue.

1. L'émergence des investisseurs institutionnels

Depuis quelques années, la communauté financière a pris conscience de la mutation profonde qui s'est opérée au sein de l'actionnariat des sociétés cotées, à savoir la domination progressive des investisseurs institutionnels. Ceux-ci représentent en Suisse actuellement près de deux-tiers du capital des grandes sociétés cotées qui ont un actionnariat dispersé. On y relève notamment les fonds de pension qui jouent de plus en plus un rôle particulièrement important et intéressant. On estime qu'environ 10% de la capitalisation boursière suisse est aux mains des fonds de pension suisses. Tout en restant minoritaires, ceux-ci représentent néanmoins un poids significatif lorsqu'ils adoptent des positions de vote communes.

* D, Directeur de la Fondation Ethos, Genève.

De par leur nature, la majorité des investisseurs institutionnels appliquent une stratégie d'investissement à long terme. Par exemple, les fonds de pension vont s'efforcer à ce que le placement et le rendement des capitaux de retraite soient en congruence avec les engagements actuariels au passif de leur bilan. Dans une telle perspective, les fonds de pension sont amenés à investir une partie substantielle de leurs avoirs en actions domestiques et internationales. Afin de limiter le risque de déviation de la performance par rapport à celle de l'indice boursier de référence, une grande partie des portefeuilles en actions sont aujourd'hui gérés de manière indicielle. Cela a pour conséquence que les fonds de pension, sans qu'ils le veuillent, sont devenus des actionnaires captifs de nombre de sociétés. Dans une telle situation, ces investisseurs réalisent de plus en plus l'importance que peut constituer l'exercice actif de leurs droits d'actionnaire.

On peut relever trois étapes principales dans la prise en compte du droit de participation des actionnaires. Il s'agit de l'exercice des droits de vote, de la possibilité d'engager le dialogue avec les instances dirigeantes et de présenter des résolutions d'actionnaires à l'assemblée générale.

2. Exercer les droits de vote

2.1 La valeur économique du vote

En tant qu'organe suprême d'une société, l'assemblée générale des actionnaires dispose de pouvoirs non négligeables. Dans la plupart des pays, c'est l'assemblée générale qui a la compétence inaliénable de prendre différentes décisions importantes, comme par exemple l'approbation des comptes et du dividende, l'octroi

de la décharge du conseil d'administration, l'élection des membres du conseil d'administration, l'approbation des augmentations de capital et du rachat d'actions propres, l'approbation des modifications statutaires, ainsi que l'élection de l'organe de révision.

Au vu de l'importance des compétences de l'assemblée générale, il semble légitime que la grande majorité des actionnaires, en particulier ceux qui ont un horizon d'investissement à long terme, portent une attention spécifique à l'exercice de leurs droits de vote. En effet, ces droits ont une valeur économique, les décisions prises par l'assemblée générale pouvant avoir une incidence sur le cours du titre. De plus, un faible taux de participation va donner un poids d'autant plus grand aux autres actionnaires.¹

En fonction de ce qui précède, pour les investisseurs institutionnels, l'exercice des droits de vote devrait être considéré comme un devoir fiduciaire de bonne gestion envers leurs bénéficiaires.

Pourtant, seul environ la moitié du capital des grandes sociétés cotées est traditionnellement représenté aux assemblées générales suisses. Ce manque d'empressement est d'autant plus surprenant qu'il n'est pas nécessaire pour un actionnaire de se rendre lui-même physiquement à l'assemblée. Il peut donner ses instructions de vote au représentant indépendant qui prend en charge gratuitement l'exercice des droits de vote.

Deux raisons peuvent expliquer en partie ce comportement. Premièrement, la plupart des sociétés disposant d'actions nominatives, il est nécessaire de se faire inscrire par sa banque dépositaire dans le registre des actions de la société pour pouvoir voter à l'assemblée générale. Cela peut constituer un frein administratif. Deuxièmement, de nombreux actionnaires institutionnels prêtent leurs titres dans le cadre d'opérations de «securities lending», ce qui leur permet généralement de financer les droits de garde de leurs titres.

2.2 Vers une obligation de vote pour certaines catégories d'investisseurs

Au vu de cette situation, il faut se demander si le législateur ne devrait pas imposer le vote à certaines catégories d'investisseurs institutionnels, afin de protéger les intérêts des bénéficiaires finaux des capitaux investis. Dans ce contexte, deux types d'investisseurs sont souvent mentionnés, les fonds de pension et les fonds de placement.

Pour les fonds de pension suisses, l'exercice des droits d'actionnaire est régi de la façon suivante:

«L'organe suprême a pour tâche de définir les règles applicables à l'exercice des droits d'actionnaire de l'institution de prévoyance»²

Cette disposition est peu contraignante puisqu'un fonds de pension peut aisément décider de ne pas exercer ses droits d'action-

¹ En guise d'exemple, on peut mentionner l'assemblée générale ordinaire de Sulzer qui s'est tenue le 8 avril 2009. La société Rénova, propriété de l'oligarque russe Victor Vekselberg, qui détient seulement 31.2% des voix, a réussi à ce que le président Ulf Berg ne soit pas réélu (55% d'opposition). Cela a été possible, car le taux de participation ne s'est élevé qu'à 62.5%.
² Ordonnance sur la prévoyance professionnelle (OPP2), art. 49a, alinéa 2.

naire. Elle va probablement se renforcer dans le cadre du traitement de l'initiative populaire «contre les rémunérations abusives» qui prévoit pour les caisses de pension non seulement l'obligation de vote, mais également l'obligation de rendre compte publiquement des votes effectués. Ce point n'a pas été remis en cause par les différentes versions de contre-projets à l'initiative qui ont été discutés au Parlement à ce jour.

En ce qui concerne les fonds de placement de droit suisse, c'est en principe la règle suivante édictée par la Swiss Funds Association qui s'applique:

«La Direction de fonds est libre de renoncer à l'exercice des droits liés à la qualité de sociétaire et de créancier pour ce qui est des affaires quotidiennes»³

Ici également, la disposition prévue n'encourage pas forcément un exercice systématique des droits de vote. En effet, la formulation «affaires quotidiennes»⁴ laisse une large marge d'appréciation. Par exemple, lors des assemblées générales extraordinaires de l'UBS ayant eu lieu en 2008, il a notamment été question d'augmentation de capital et d'élection au conseil d'administration. Il semble que les augmentations de capital, cruciales pour l'avenir de la banque n'aient pas été considérées comme «quotidiennes». En revanche, les élections au conseil d'administration ont pu passer comme «affaire quotidienne», ceci malgré l'importance à ce moment-là de renouveler le Conseil avec des personnalités ayant le profil et les compétences adéquates.

Ces différents exemples montrent aisément que le principe de l'exercice systématique des droits de vote reste une thématique controversée au sein de la communauté des investisseurs institutionnels en Suisse.

3. Engager le dialogue avec les instances dirigeantes

3.1 Une stratégie à large spectre

De nombreux sujets importants pour les actionnaires ne peuvent pas être discutés en détail lors d'une assemblée générale. Par exemple, des problématiques aussi délicates et complexes que le système de rémunération des instances dirigeantes ou la stratégie environnementale nécessitent une approche en profondeur plus adaptée. C'est là qu'intervient la deuxième étape d'un exercice actif des droits d'actionnaire, à savoir l'engagement d'un dialogue d'influence avec les instances dirigeantes des sociétés. Ce dialogue peut être mené tout au long de l'année. Il a souvent un impact beaucoup plus efficace que l'exercice des droits de vote en assemblée générale, en particulier s'il est mené de manière discrète, cohérente, coordonnée et dans une perspective d'investissement à long terme.

Paradoxalement, c'est souvent un sujet qui est peu porté en avant par les investisseurs. Cela est peut-être dû au fait que,

³ Règles de conduite pour l'industrie suisse des fonds, Swiss Funds Association (SFA), points 38 et 39.

⁴ «Affaires quotidiennes» est une traduction de l'allemand «Routinegeschäfte».

pour parvenir à des résultats, ce dialogue doit être réalisé dans un premier temps dans la discrétion. Par ailleurs, de nombreux investisseurs évitent d'en parler ouvertement, mais espèrent secrètement que d'autres actionnaires vont être actifs et en supporter le coût, ce qui se fera finalement au bénéfice de tous.

Si l'objectif est la valorisation de la société à long terme, l'engagement actionnarial peut porter sur des sujets très variés. Il ne s'agit pas pour l'actionnaire de s'immiscer dans la gestion des affaires courantes de la société, mais de soulever des préoccupations qui présentent un intérêt stratégique pour l'investisseur, que ce soit en matière de rendement, de risque, de gouvernance ou de responsabilité sociale de l'entreprise. En tant qu'actionnaires captifs orientés à long terme, les fonds de pension ont particulièrement intérêt à engager le dialogue pour s'assurer de l'orientation stratégique à long terme, de l'application des règles de bonne gouvernance, ainsi que de la mise en pratique de la responsabilité environnementale et sociale de l'entreprise.

Au vu du coût engendré par une initiative d'engagement, certains investisseurs actifs ont tendance à concentrer leurs efforts sur un ensemble relativement restreint de sociétés dont le potentiel de progrès est important. Cela devrait permettre d'enregistrer rapidement des résultats significatifs ayant un effet positif sur le cours des titres concernés. Il semble cependant qu'une telle limitation de l'univers des sociétés visées ne soit pas vraiment optimale. En effet, les fonds de pension sont des investisseurs captifs d'un nombre relativement important de sociétés. Or, une société n'est jamais parfaite dans tous les domaines. Il y a toujours un potentiel d'amélioration quelque part. Il est donc légitime que les fonds de pension engagent et entretiennent le dialogue avec le management d'un univers de sociétés le plus grand possible. De plus, le dialogue devrait porter sur une relativement large palette de thèmes.

Mener un dialogue «multi-sujets» avec un grand nombre de sociétés peut paraître coûteux au premier abord. Pour plusieurs raisons cela n'est pourtant pas le cas si l'on mesure les résultats obtenus sur un horizon de plusieurs années. Premièrement, il y a un rendement d'échelle dans la prise de contact avec les sociétés, puisque plusieurs sujets peuvent être traités successivement au cours d'un seul entretien. Deuxièmement, puisqu'il s'agit d'un dialogue établi sur la durée, les sociétés connaissent l'investisseur, voire la personne en charge du dialogue, ce qui facilite le contact. Troisièmement, le fait d'engager sur une thématique avec un grand nombre de sociétés conduira à ce qu'il y ait toujours de bons et moins bons élèves. Il est alors souvent relativement facile de convaincre une entreprise de faire des progrès lorsqu'on lui montre la liste de ses concurrents qui sont déjà nettement plus avancés sur la même thématique!

3.2 Multiplication des regroupements d'actionnaires

Le dialogue sera d'autant plus efficace que le poids de l'actionnaire est significatif. Il est ici intéressant de préciser que les fonds de pension ne sont pas seulement influents à travers la taille de leurs investissements, mais également au vu du nombre important de leurs assurés. En effet, ces derniers agissent simultanément

également en tant que consommateurs, citoyens, voire employés ou fournisseurs de l'entreprise, ce qui ne laisse pas indifférent le management des sociétés.

Au vu de l'effort nécessaire pour réaliser une stratégie de dialogue efficace et à large spectre, il est particulièrement important de pouvoir regrouper les forces, en réunissant les investisseurs ayant les mêmes intérêts pour mener un dialogue groupé. Dans cet esprit, les fonds de pension ont avantage à se réunir au niveau régional pour assurer en priorité le dialogue avec les sociétés du même pays. Cela présente plusieurs points positifs.

En premier lieu, la proximité géographique entre investisseurs et entreprise contribue au succès de l'engagement. En effet, la société est généralement particulièrement sensible à des actionnaires locaux qui, de plus, représentent un grand nombre de bénéficiaires locaux. Différents exemples montrent qu'une telle stratégie est réaliste et qu'elle peut conduire à des résultats très positifs. Mentionnons notamment le regroupement de plus de 70 fonds de pension de pension suisses au sein de l'Ethos Engagement Pool, le programme de dialogue mis sur pied par la Fondation Ethos. Ce programme se focalise sur les 100 plus grandes sociétés cotées en Suisse et porte sur des thèmes de gouvernance, ainsi que de responsabilité environnementale et sociale de l'entreprise. D'autres exemples existent notamment avec les fonds de pension publics britanniques⁵ et les services financiers de l'Etat de New York⁶.

Le deuxième avantage réside dans la possibilité de répartir le coût du dialogue entre plusieurs investisseurs partageant les mêmes objectifs en matière de dialogue. Cela est particulièrement important du moment que les activités d'engagement sont planifiées dans la durée et sur un relativement large spectre de sociétés. Finalement, une organisation du dialogue sous la conduite d'investisseurs locaux n'exclut nullement d'organiser, dans certains cas, des collaborations avec d'autres groupes régionaux, en particulier lorsqu'il s'agit de thèmes importants qui portent sur de grandes sociétés.

Depuis quelques années, une nouvelle forme de regroupements d'investisseurs a vu le jour, en l'occurrence des rassemblements internationaux autour d'une thématique précise, telle l'accès aux médicaments, le changement climatique ou la liberté d'expression sur internet. De tels rapprochements se sont créés essentiellement dans le domaine de la responsabilité environnementale et sociale. En matière de gouvernement d'entreprise, la spécificité des différentes législations nationales conduit souvent à devoir traiter les thématiques de manière séparée dans chaque pays, ce qui limite l'intérêt de mener des campagnes mondiales.

Une étape importante en matière de regroupement d'actionnaires institutionnels a eu lieu en 2006 avec le lancement, sous l'égide des Nations Unies, des Principes pour l'Investissement Responsable (UNPRI)⁷. Ces principes préconisent notamment un exercice actif des droits d'actionnaires et, si possible, de manière

⁵ Local Authorities Pension Fund Forum (LAPFF) au Royaume-Uni, www.lapfforum.org

⁶ Office of the State Comptroller of New York State, www.osc.state.ny.us

⁷ www.unpri.org

conjointe avec d'autres investisseurs. En vue de faciliter la tâche de la communauté des investisseurs, l'accès à une plateforme électronique d'échange d'informations en matière d'initiatives d'actionnariat actif est mis à disposition des signataires. A ce jour, ce sont déjà plus de 900 investisseurs, gérants de fonds et consultants qui ont adhérez publiquement aux UNPRI.

L'avenir en matière d'engagement réside dans une organisation plus efficiente des activités de dialogue. Cela passera par davantage de systématique dans l'organisation à long terme d'un engagement qui portera à la fois sur plusieurs sujets et sur un large spectre de sociétés. Par ailleurs, le dialogue devrait pouvoir être mené par des groupements locaux d'investisseurs ayant les mêmes attentes à long terme en matière de gouvernement d'entreprise et de responsabilité sociale. De plus, l'appui des UNPRI aura un impact de plus en plus important sur l'efficacité des initiatives prises.

4. Présenter des résolutions à l'assemblée générale

4.1 Un droit souvent très sélectif

Finalement, lorsque le dialogue mené dans le cadre de l'engagement actionnarial ne porte pas de fruit, l'actionnaire dispose encore d'une corde supplémentaire à son arc, en l'occurrence la possibilité de présenter une résolution à l'ordre du jour de l'assemblée générale.

L'accès à ce droit diffère suivant le pays concerné. En Europe continentale, le droit de déposer un point supplémentaire à l'ordre du jour de l'assemblée générale nécessite souvent un investissement relativement important. Le seuil se situe souvent à plusieurs pourcents de capital, ce qui constitue évidemment une entrave importante à l'exercice de ce droit. A l'opposé, aux Etats-Unis il suffit de posséder 2000 US\$ d'actions depuis au moins une année pour pouvoir présenter une résolution. Cette règle est en apparence généreuse, mais son appréciation doit être nuancée par le fait que le vote des résolutions n'est que consultatif.

En Suisse, la loi fixe un seuil d'un million de francs en valeur nominale à moins que les statuts ne prévoient un montant plus faible. En pratique, cela représente un pourcentage très variable de capital qui est fonction de la valeur nominale de l'action. En principe, pour la majorité des grandes sociétés comprises dans l'indice SMI, le seuil est inférieur à 1% du capital. Au vu de l'importance du droit de pouvoir ajouter un point à l'ordre du jour, la révision du Code des Obligations actuellement en cours prévoit de fixer le seuil à l'avenir à 0.25% du capital. Un tel niveau est acceptable pour les investisseurs institutionnels, mais reste en principe inatteignable pour les actionnaires privés.

4.2 Un signal au management

Même lorsqu'un ou plusieurs actionnaires disposent du nombre d'actions requises pour mettre un point à l'ordre du jour de l'assemblée générale, il faut être conscient qu'il n'est possible de présenter que des sujets qui sont de la compétence des action-

naires. En Suisse par exemple, la majorité des résolutions qui ont été déposées ces dernières années concernent un changement des statuts.

La Fondation Ethos, associée à plusieurs caisses de pension publiques, a ainsi présenté à plusieurs reprises des résolutions sous forme de modifications statutaires, par exemple l'interdiction du cumul des fonctions de Président du conseil d'administration et de la direction générale par la même personne ou l'introduction du vote consultatif du rapport de rémunération. Juridiquement, les résolutions déposées par Ethos n'ont, jusqu'ici, jamais obtenu le soutien d'une majorité des voix. Cela ne signifie cependant pas que la résolution n'a eu aucun effet. Par exemple, la résolution contre le cumul des fonctions qui a été présentée chez Nestlé en 2005 a obtenu 36% des voix et a malgré tout conduit par la suite à une révision complète des statuts et à une séparation des fonctions.

Il s'agit d'être conscient que le dépôt d'une résolution est une étape significative dans l'intensification des mesures d'actionnariat actif. Cela va automatiquement amener la problématique sur la place publique, ce qui n'est guère apprécié par le management des sociétés concernées. Généralement, cette étape va conduire à une relation conflictuelle avec le conseil d'administration, puisque chaque partie va essayer d'influencer un maximum d'actionnaires par le biais d'une campagne publique. C'est pourquoi, pour des actionnaires orientés à long terme, le droit de présenter une résolution n'est en principe utilisé qu'en dernier ressort, lorsque le dialogue avec les instances dirigeantes est bloqué.

Afin d'avoir le meilleur score possible, les actionnaires qui décident de porter un point à l'ordre du jour de l'assemblée générale ont intérêt à communiquer publiquement leur intention le plus tôt possible, en principe plusieurs mois à l'avance. Cette pression va éventuellement permettre de relancer le dialogue avec le management et, le cas échéant, contribuer à trouver une solution de compromis qui pourrait conduire à un retrait de la résolution.

Une telle situation s'est présentée pour Ethos en 2009 lorsqu'une résolution «Say on Pay» demandant de modifier les statuts pour introduire le vote consultatif du rapport de rémunérations avait été déposée auprès des cinq plus grandes sociétés cotées en Suisse. Quatre parmi ces sociétés (ABB, Credit Suisse, Nestlé et UBS) ont accepté en fin de compte d'introduire de manière volontaire le vote Say on Pay, ce qui a permis de retirer la résolution et d'éviter le vote controversé sur le changement statutaire. Au contraire, la cinquième société (Novartis) n'a pas cédé et la résolution a finalement obtenu, lors du vote en assemblée générale, un soutien de plus de 30% des voix. Face au refus de la société d'entrer en discussion à l'issue du vote, les actionnaires critiques ont décidé de déposer à nouveau la même résolution l'année suivante. Cette fois-ci la campagne des partisans du Say on Pay a recueilli encore un plus large soutien. Cela aura été suffisant pour que la société propose d'elle-même l'introduction d'un vote consultatif du système de rémunération, ce qui a permis le retrait de la résolution.

5. Conclusion

Le droit de voter et le droit d'engager le dialogue avec les instances dirigeantes sont des droits d'actionnaire qui ont une valeur économique. Leur exercice est par conséquent un devoir pour tout investisseur institutionnel dans le cadre de sa responsabilité envers ses nombreux bénéficiaires.

Dans le cas où le dialogue actionnarial est bloqué, il peut se justifier pour un actionnaire d'intensifier les mesures à prendre pour défendre son point de vue en usant du droit de déposer une résolution d'actionnaires. Cette étape constitue souvent un

pas délicat puisqu'il va contribuer à accroître la tension avec les instances dirigeantes.

De manière générale, de plus en plus d'investisseurs institutionnels constituent des regroupements d'actionnaires en vue d'accroître l'efficacité d'une stratégie d'actionnariat actif. Cela est une illustration de la montée en force des investisseurs institutionnels qui détiennent dorénavant près des deux-tiers de la capitalisation boursière mondiale. Dans un tel contexte, l'exercice actif des droits d'actionnaire va encore sensiblement s'intensifier au cours des années à venir.