

# Quand les actionnaires passent à l'action

Au terme de la saison 2017 des assemblées générales, constate-t-on un déplacement du pouvoir des conseils d'administration vers ces dernières, comme le revendiquent les textes et les parties prenantes ? Viviane de Beaufort, professeure et co-directrice du Centre européen de droit et d'économie (CEDE) de l'ESSEC, fait le point sur l'activisme actionnarial en France.

**Par Viviane de Beaufort**

**L**es appels à une démocratie plus participative, qui se multiplient dans la sphère politique, gagnent aussi le monde de l'entreprise. Mais comment démocratiser le fonctionnement des entreprises tout en préservant leur capacité de décision ? Les conditions requises pour que le citoyen s'intéresse et participe au gouvernement de son pays sont les mêmes que celles requises pour que l'actionnaire s'intéresse et participe à la gouvernance de son entreprise : engagement et capacité à intervenir des parties prenantes, qualité des dirigeants, transparence du processus de décision – l'objectif étant d'aboutir aux mesures les plus acceptables pour tous, prises au nom de l'intérêt commun.

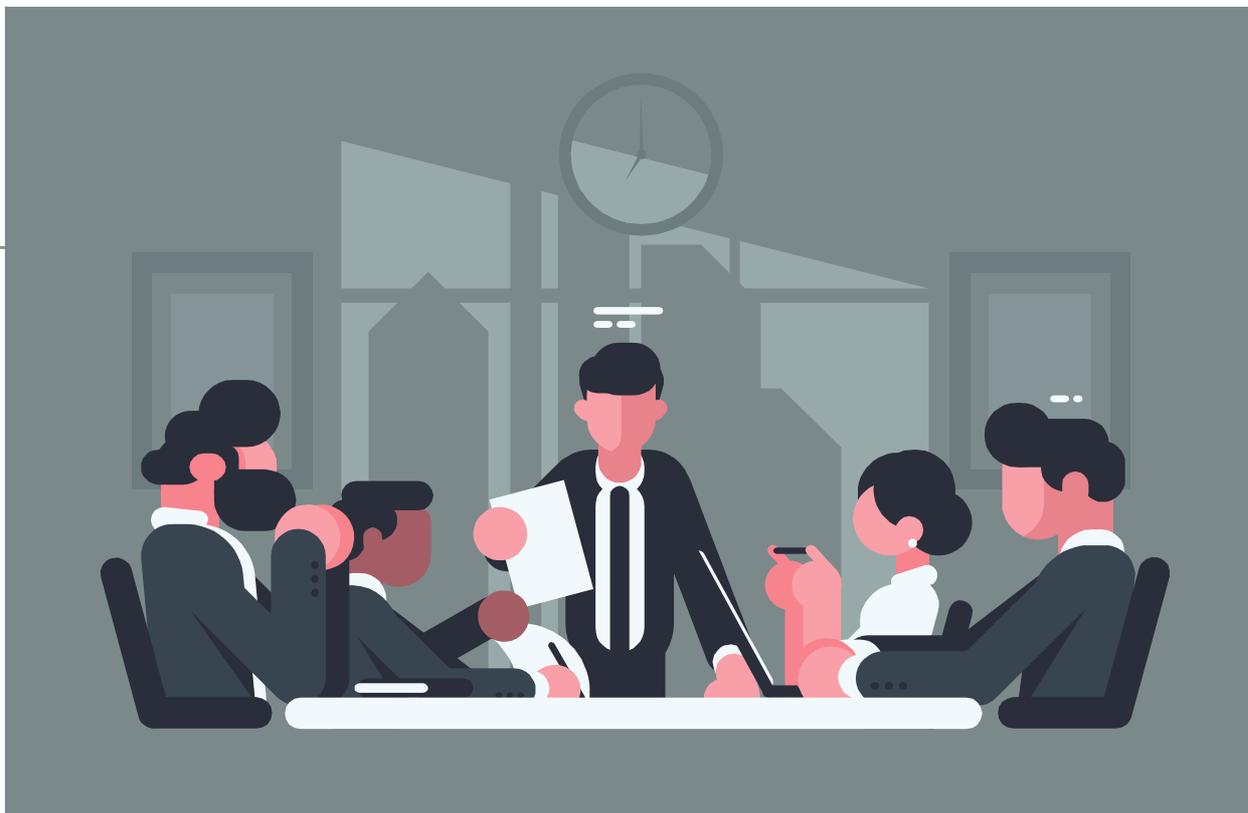
De nombreux principes et solutions ont été progressivement adoptés pour réguler les relations entre les acteurs de l'entreprise et imposer une plus grande transparence : contrôle des comptes, rapports financiers, déclaration sur le gouvernement d'entreprise et la RSE, mécanismes protecteurs des actionnaires minoritaires... Dans la même logique, l'assemblée générale s'est mise à jouer un rôle

croissant, avec le vote de résolutions sur les conventions particulières, la politique de rémunération (« say on pay ») ou encore les dispositifs anti-OPA. Des mécanismes de responsabilisation du management et des auditeurs, et d'appréhension et de sanction des abus de marché, complètent le système.

### Un activisme tout en nuances

Si le contexte paraît propice à la décentralisation du pouvoir du conseil d'administration vers l'assemblée générale, d'autres données viennent nuancer le tableau. Baisse continue de la part des actionnaires individuels (8,5 % de la capitalisation boursière), diminution du nombre d'actionnaires présents dans les assemblées générales (11 % en moins entre 2012 et 2017), taux d'approbation staliens des résolutions... Les assemblées générales françaises resteraient-elles, malgré tout, des chambres d'enregistrement ?

À y regarder de plus près, certaines tendances n'en semblent pas moins indiquer l'amorce d'un bouleversement de la culture actionnariale et des équilibres de gouvernance entre la direction, le conseil d'administration et l'assemblée générale. En 2016, 45 résolutions externes ont été déposées auprès de 27 sociétés du CAC 40, dont 33 par des actionnaires et 12 par des actionnaires salariés ; sur les 45, 8 ont été adoptées. Autre signe de la détermination croissante des actionnaires à obtenir des informations, voire à influencer la direction : toujours en 2016, 20 questions ont été posées en moyenne par assemblée générale, dont 27 % concernant la stratégie et les perspectives, 9 % la gouvernance et la rémunération, 13 % les finances et les résultats, 27 % l'activité et les métiers, 11 % le développement durable, 16 % la bourse et l'actionariat et 5 % d'autres thèmes. Sans oublier la multiplication des interventions de la société civile : l'Association française des femmes juristes a organisé un questionnaire sur la mixité en 2015, tandis que les Amis de la Terre ont entrepris une action sur le réchauffement climatique auprès de certaines entreprises du CAC 40. En tout, les assemblées générales de 2016 ont consacré en moyenne 52 minutes



sur 167 au débat. On constate de surcroît que les dirigeants jouent bien le jeu : ils sont tous présents, entourés des administrateurs et des hauts cadres, interviennent tour à tour et prennent parfois des engagements.

Pour autant, le vote contre une résolution demeure rare : on compte 1,4 % de rejets dans le CAC 40 en 2016, 1,7 % en 2017. Avec des nuances : le « say on pay » de la loi Sapin 2 enregistre un taux d'approbation de 85,70 %, certes important mais en baisse par rapport à 2016 (89,26 %) et inférieur à ceux obtenus par les résolutions sur la politique globale. Les rémunérations de dirigeants sont de plus en plus mal votées : en 2016, celles de Carlos Ghosn (Renault) et de Patrick Kron (Alstom) ont été rejetées ; en 2017, celle du PDG d'Air Liquide a obtenu un taux d'approbation de seulement 62,57 %. De leur côté, les dispositifs anti-OPA n'ont reçu que 73,16 % de votes positifs.

À l'inverse, si les résolutions externes restent rares, elles suscitent un vif intérêt : en 2016, chez Safran, une proposition des salariés portant sur l'affectation des résultats a recueilli seulement 17,52 % de votes négatifs ; et chez Total, une recommandation pour un partage équitable entre actionnaires et salariés, seulement 7,72 % de votes négatifs.

Par ailleurs, d'autres outils commencent à être utilisés : mobilisation des procurations, contestation d'élections des mandataires sociaux, plaintes à l'AMF – de préférence diffusées sur le Net, lettres publiques sur les RSS et même procès.

#### Activisme moralisateur ou moralisation de l'activisme ?

L'activisme est souvent mal vu en France car on a tendance à le réduire aux cas où des actionnaires minoritaires usent des dispositifs légaux pour gagner un pouvoir indirect disproportionné par rapport aux titres qu'ils possèdent. Mais il y a actionnaire activiste et actionnaire activiste, entre

l'investisseur institutionnel qui rencontre les dirigeants en off pour obtenir des changements, l'agence qui conseille les investisseurs sur leur politique d'exercice des droits de vote comme Proxinvest, ou encore le fonds spéculatif qui aura tendance à employer des méthodes plus brutales – chacun ayant des objectifs différents, pouvant aller du rendement immédiat au capital patient.

En l'occurrence, l'évolution du contexte réglementaire français fait la part belle à l'intégration du non-financier dans les préoccupations des actionnaires ; en témoignent notamment la directive sur le reporting extra-financier, la loi Sapin 2 anti-corruption et la loi relative au devoir de vigilance. L'opinion publique se montre en outre plus exigeante sur ces questions, et les conseils d'administration intègrent désormais les enjeux RSE au cœur de la stratégie.

Pour autant, cette dimension intéresse encore peu la majorité des actionnaires. En 2016, les assemblées générales du CAC 40 ont consacré en moyenne 8,5 minutes sur 167 au développement durable – et depuis six ans, 9 à 12 % des questions seulement ont porté sur ce thème. Pour l'heure, seuls quelques acteurs engagés se démarquent – ONG, fonds ISR (Phitrust, Novess) et filiales responsables de banques (Mirova) ; les agences de notation extra-financière jouent aussi un rôle. Cependant, une étude d'Ernst & Young anticipe en déclarant que les investisseurs de la Génération Y accorderont nettement plus d'importance que leurs prédécesseurs aux critères ESG.

Une chose est sûre : de même qu'il paraît nécessaire aujourd'hui de rendre notre système politique plus représentatif et participatif pour faire revenir les citoyens aux urnes, la création d'une véritable démocratie actionnariale paraît une piste des plus intéressantes pour l'avenir, à l'heure où l'actionariat individuel ne cesse de diminuer en France. ↗