

La Gouvernance au cœur du dialogue entre sociétés et actionnaires: un enjeu qui va au-delà de la Saison des AG 2012

de Louis Barbier

“Wake up Call”

Le plus grand investisseur institutionnel de la planète, Black-Rock, envoie un courrier aux Conseils d'Administration de ses 600 plus importants investissements les enjoignant d'échanger sur leurs pratiques de gouvernance d'entreprise. Un fonds de pension américain, Calstrs, se permet de convoquer Mark Zuckerberg pour discuter des droits des actionnaires minoritaires de Facebook avant que la société n'entre en bourse, tandis qu'un autre, Calpers, dépose une résolution en AG pour débattre du dispositif d'élection des membres du Conseil d'Apple et obtient gain de cause. La tendance n'épargne donc aucune société, même si leur performance est indiscutable.

Plus près de chez nous, le Président de G4S n'aura pas tenu bon face aux critiques de ses actionnaires suite au retrait anticipé de l'offre sur ISS tout comme n'aura pas survécu le bonus que le Conseil de RBS pensait valablement offrir à son DG...et déjà les gérants de sociétés de gestion traditionnelles britanniques haussent publiquement le ton face aux termes de la fusion géante entre Xstrata et Glencore qui nécessitera leur accord en AG à hauteur de 75%.

Ces exemples sont symptomatiques **d'une volonté des actionnaires de se faire entendre auprès des Conseils qui gouvernent les sociétés dans lesquelles ils sont investis, ou des dirigeants qui en exécutent la stratégie.**

Car après que Sir David Walker ait taxé les investisseurs de propriétaires absents suite à la crise de 2008, ils ont adhéré massivement au Stewardship Code britannique¹ ou hollandais. Ils n'attendent désormais pas que les fonds de pension

ne puissent plus faire face à leurs dépenses - comme de récents exemples le suggèrent aux Pays-Bas - pour démontrer à leurs clients qu'ils ont tout fait pour protéger leurs investissements. Il en est de leur survie.

Parfois considérée comme un argument marketing, puisque le lien entre une bonne gouvernance et une meilleure performance est si dur à démontrer, l'orientation ESG (environmental, social and governance) que ces actionnaires prennent n'en est pas moins sincère et la nouvelle dynamique que cela crée devient perturbante pour un Conseil qui ne s'y serait pas préparé.

“Et nous et nous et nous”

En France, alors que le *Say on Pay* devient un thème de campagne électorale, le rapport sur les AG du groupe de travail de l'AMF vient également d'émettre ses conclusions prônant plus de dialogue entre émetteurs et actionnaires.

La saison des AG va démarrer dans quelques jours, il semble opportun de s'interroger sur les conséquences pour une société cotée de cette nouvelle ère où l'actionnaire se veut regardant sans être intrusif et quels enseignements peuvent être tirés pour l'avenir, notamment en France.

Les exemples précités en attestent, l'Assemblée Générale n'est pas nécessairement le lieu de résonance des inquiétudes des actionnaires.

Néanmoins, c'est bien dans **la préparation de ce grand évènement annuel que les sociétés ont l'opportunité**

1. Une réflexion s'est ainsi engagée au Royaume-Uni sur les droits et devoirs des acteurs des marchés financiers et a débouché en juillet 2010 sur la publication du «Stewardship Code»: pendant du «Combined Code» auquel se réfèrent les émetteurs, il vise notamment à inciter les actionnaires investisseurs à s'impliquer activement dans le suivi des entreprises: non seulement par l'exercice du droit de vote en assemblée générale, mais en échangeant régulièrement avec les présidents de conseils et les administrateurs indépendants sur la stratégie, la gouvernance ou la politique de risques.



d'organiser une série de réponses aux questions qui, autrement, ne manqueront pas de leur être posées si des événements imprévus ou non-traités devaient surgir. Et c'est également une bonne occasion pour les Conseils de s'emparer de sujets avec lesquels ils n'étaient jusqu'alors pas toujours familiers. A cette fin, le rapport du Président du Conseil, qui a le mérite d'exister en France et bien peu ailleurs, serait un excellent outil mais il est souvent perçu comme pauvre en explications par les actionnaires.

“Retour vers 2011”

Avant d'aborder les enjeux futurs, revenons sur la **saïson des AG 2011** qui, en France, n'aura pas été aussi stérile en enseignements que d'aucuns le suggèrent et qui a fait figure d'année de transition.

Tout d'abord, il y a eu une **hausse de la participation** (un quorum moyen de 65% contre 61% en 2010 au sein du CAC40) expliquée par une poussée des votes des actionnaires non-résidents, un autre indice finalement de l'intérêt des actionnaires pour le suivi de leurs investissements.

Ensuite, il y a bien eu en 2011 une contestation en apparence en légère baisse - probablement sous l'effet de la relative tenue des cours de bourse au printemps dernier - et peu de résolutions rejetées (7 rejets dans le CAC 40 pour un total de 45 pour le SBF 250). Ces **rejets** portaient **principalement sur les autorisations financières sans DPS et sur des résolutions touchant aux rémunérations** (conventions réglementées, plans de stock-options et d'actions de performance), **une tendance vouée à se confirmer en 2012...**

Moins apparente que les rejets mais marquant peut-être les prémices d'une véritable révolution dans les Conseils fût la **plus grande opposition de la part des actionnaires sur les élections ou réélections d'administrateurs, une tendance qui devrait également se confirmer en 2012**. Les motifs pour qualifier un administrateur d'indépendant varient et la perte de cette qualité entraîne dans certaines conditions l'opposition des actionnaires, c'est également le cumul excessif de mandats qui s'impose comme un motif de contestation, la Commission Européenne soulève d'ailleurs la question d'une limitation du nombre de mandats dans son Livre Vert sur le gouvernement d'entreprise.

Une autre mutation qui s'est dessinée, plus visible et largement reprise en France puisque l'AMF a été l'un des rares régulateurs à communiquer sur la question, **concerne les agences en recommandation de vote**. Une chose est certaine: les investisseurs ne s'en passeront plus, ces agences jouent un rôle de filtre nécessaire et efficace pour ces derni-

ers. Néanmoins, l'impact de leurs recommandations est désormais connu et peu de sociétés ne prennent pas connaissance de leur politique avant de préparer leurs agendas.

Peut-on dire que ces agences ont dicté leurs «lois» aux sociétés ou à leurs clients, les investisseurs institutionnels ? Fort heureusement non, et une société dont les intérêts stratégiques nécessitent de soumettre une proposition qui ne correspondrait pas aux attentes de ces agences conserve une chance d'aller en faire la promotion auprès de ses principaux actionnaires, dont beaucoup s'affranchissent petit à petit de ces recommandations externes, devenues trop arides. Une autre difficulté se présente néanmoins alors à cette société : dévoiler les raisons de ce qui peut apparaître comme une entorse à une règle plus communément admise...et trouver des oreilles pour être entendu!

“2012...Et après?”

Plus discrète encore mais beaucoup plus riche en effets - car elle prouve le déclin de l'approche box-ticking - **la tendance grandissante consiste pour les actionnaires de long terme à s'inquiéter de la dynamique du fonctionnement des Conseils**, ils veulent comprendre comment les profils des futurs administrateurs sont déterminés, quel est le processus de sélection d'un nouvel entrant au Conseil, comment le Conseil évalue-t-il son fonctionnement ou encore **comment traite-t-il des risques**. Ce ne sont pas des sujets donnant lieu à un vote, et ces actionnaires n'ont **pas pour intention d'être initiés aux secrets de la salle du Conseil mais ils veulent s'assurer que celui-ci dispose des atouts et de la latitude nécessaires à son bon fonctionnement**, et qu'il ne se déchirera pas publiquement la première tempête venue.

Voilà une révolution en marche, qui devrait inciter les Conseils à davantage communiquer.

C'est d'ailleurs ici que réside l'enjeu de la saison des AG 2012 et des suivantes: l'opportunité pour les sociétés de se différencier et de justifier leurs décisions à leurs actionnaires. La qualité des explications, dès lors que l'on s'écarte des meilleures pratiques, devient fondamentale. C'était finalement le message de BlackRock dans son courrier que de rassurer les sociétés qu'ils sont prêts à entendre des explications propres à une société, à apprécier les spécificités d'une situation et les raisons profondes de propositions qui sortent des politiques des agences de recommandations de vote. Il ne s'agit pas ici de faire bonne figure dans le cadre d'un exercice de box ticking (Enron puis Lehman Brothers avaient d'excellents ratings gouvernance de la part d'agences spécialisées), mais bien d'une communication sincère sur le



bienfondé des décisions d'un Conseil, en lien direct avec l'ADN et la stratégie d'une société, pour être capable d'emporter l'adhésion d'acteurs réfléchis.

Ce dérivé du système anglo-saxon de «*Comply or Explain*» est la clé de la démonstration de l'alignement des intérêts des sociétés avec ceux de ses actionnaires, et elle s'applique à bien des situations. Cet exercice est d'autant plus justifié en France selon les investisseurs car les sociétés se réfèrent à un Code de Gouvernance (AFEP-MEDEF) qui diffèrent en certains points de celui qu'utilisent les sociétés de gestion (AFG).

Les actionnaires, loin de vouloir *micro-manager* les décisions des Conseils, veulent être rassurés sur le processus de décision, davantage que par les décisions prises individuellement...

C'est d'ailleurs une chance pour les MidCaps, qui dans cette application du principe «*Comply or Explain*» ont l'occasion de justifier leurs pratiques de gouvernance adaptées à leurs spécificités.

“Yes but... so what?!”

Tout ces efforts seraient vains et pourraient être taxés d'exercice théorique ou négligeable, si ce surcroît de transparence et communication ne se reflétait pas positivement dans la **capacité des sociétés à développer un actionnariat de long terme**. Convaincre et fidéliser des actionnaires de long terme est une nécessité pour déployer une stratégie elle-même de long terme. Une société capable de rassurer sur sa gouvernance et la qualité de la communication de son Conseil a toutes les chances de s'éviter nombre de tracas. Calpers et BlackRock, à l'instar des nombreux fonds ISR qui ont émergé dans l'hexagone, ont récemment lancé une réflexion sur une intégration plus poussée des critères extra-financiers dans leurs décisions d'investissement sur l'ensemble des classes d'actifs, considérant que cette démarche est de nature à réduire les risques et à accroître la performance de leurs investissements.

En conclusion, et maintenant que le train est en marche, si les sociétés cotées ne saisissent pas cette opportunité de se dévoiler pour mieux plaire, elles prennent ou le risque de faire face à davantage de règles du législateur, ou d'être confrontées à la suspicion, voire à la contestation de leurs actionnaires, frustrés par l'absence de résultat du dialogue et la qualité insuffisante des explications fournies.

Ce serait par ailleurs la porte ouverte à des actionnaires beaucoup moins souhaités, trop heureux de déceler des faiblesses et une marge pour de la revalorisation...S'il est vrai qu'aucun actionnaire activiste n'a trouvé la bonne recette pour combler le fossé culturel qui existe avec ce type de pratique anglo-saxonne, pourrions-nous en dire autant de **l'activiste du 21e siècle** qui se contentera de déposer comme résolution ou point à l'ordre du jour d'inviter le Conseil à exécuter une revue indépendante de son fonctionnement et de la rendre publique...plutôt que vouloir forcer le Conseil à accueillir des représentants dissidents ou à vouloir contrôler telle ou telle décision individuelle du Conseil.

Les actionnaires de long terme n'hésiteraient pas à soutenir ce type de demandes, même si elles ne sont que prétexte pour un actionnaire activiste...

Ce serait autrement plus difficile à combattre pour une société.

Louis Barbier

Senior Account Manager
l.barbier@sodali.com

68, rue du Faubourg Saint-Honoré - 75008 Paris
T +33 170708533 - M +33 689132124