

Emetteurs, investisseurs et proxys Comment optimiser et fluidifier ces relations ?

Conférence du
Jeudi 7 décembre 2017
ESCP Europe Campus /
Montparnasse
3, rue Armand Moisant

2017 : année record pour les « proxy fights » ?
100 millions de dollars de communication auprès des actionnaires auront été nécessaires à P&G pour contrebalancer l'issue d'un vote soutenu par les « proxy advisors ».

Les investisseurs et les agences de conseil en vote mettent maintenant de plus en plus, au-delà de la « corporate governance », la stratégie et la RSE au centre de leurs préoccupations. Ces dimensions sont-elles bien intégrées par les émetteurs dans leur communication et leurs interactions avec les investisseurs ?

L'influence d'ISS, Glass Lewis ou Proxinvest en France ont poussé le management à sortir de la confidentialité des conseils d'administration pour engager des discussions avec leurs actionnaires en amont des assemblées générales. Le dialogue direct entre grands investisseurs et émetteurs est-il aujourd'hui inévitable ? Quels sont ses risques et les moyens de les réduire ?

De nouveaux moyens sont maintenant mis en place par les sociétés de gestion pour étudier en interne les résolutions qui vont être proposées aux assemblées générales.

Mais cette initiative sera-t-elle suffisante pour contrebalancer l'influence bien établie des proxy advisors sur l'issue des votes des actionnaires ? Le dialogue actionnarial est-il aujourd'hui suffisamment développé et structuré ?

Dans la perspective de la prochaine saison des assemblées générales annuelles Patrick-Hubert Petit, associé KPMG et Président de l'Audit Committee Institute France et David Chekroun, Professeur de droit à ESCP Europe, KPMG Professorship in International Corporate Governance, accueillent :

- **Loïc Dessaint** : Directeur général de Proxinvest, Managing Partner d'Expert Corporate Governance Service (ECGS)
- **Bernard Field** : Avocat, membre de la Commission des sanctions de l'AMF, ancien Secrétaire Général de Saint-Gobain
- **Tony Fratto** : Ancien Deputy Press Secretary, White House, associé fondateur Hamilton Place Strategies
- **Sophie L'Helias** : Associée de LeaderXXchange, Membre du Conseil d'administration de Kering
- **Cedric Lavérie** : Head of Corporate Governance à Amundi Asset Management
- **Jean-Florent Rérolle** : Managing Director de Morrow Sodali, ancien Associé KPMG Corporate Finance, Evaluation et Stratégie Financière
- **Eliane Rouyer-Chevalier** : Administratrice du Cercle de la Compliance, présidente du comité d'audit du groupe Legrand

PRESENTATION

L'essor de la *corporate governance* au début des années 2000 suite aux scandales financiers Outre-Atlantique (Enron, Worldcom) a renversé un équilibre bien établi sur les marchés financiers. A cette époque, les émetteurs de titres étaient en position de force dans leurs interactions avec les actionnaires au sein des assemblées générales, où le secret des affaires justifiait une opacité désuète de l'information et une absence de contrôle extérieur. En cas de conflits entre des actionnaires et le *board of directors*, la règle du « *Wall Street Walk* » prévalait : les porteurs de titres étaient invités à *l'exit*¹ en cas de désapprobation, sans pouvoir contrebalancer les décisions du conseil d'administration. L'activisme actionnarial était alors illusoire, favorisant des comportements déviants de la part du *Management*, notamment en matière de rémunérations des dirigeants. La mise en place de réglementations boursières renforcées sous l'égide de la Securities and Exchange Commission (SEC) aux Etats-Unis puis de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) en France a bouleversé les relations entre les actionnaires et les émetteurs de titre : Elles ont d'une part mis à charge des entreprises une obligation de transparence et d'équilibre des pouvoirs au sein des conseils d'administration et renforcé l'obligation de ces dernières à rendre des comptes aux actionnaires de leur gestion. D'autre part, le législateur a mis à charge des investisseurs institutionnels (gérés par des sociétés de gestion), des obligations de voter au sein des assemblées

générales et de rendre des comptes à leurs clients actionnaires. Chaque partie de la relation émetteur – investisseur a alors fait l'objet d'un contrôle plus strict, dans un même but : replacer l'actionnaire dans son rôle d'investisseur, impliqué dans une gestion de long terme favorable à l'ensemble des parties.

Dans ce contexte, réinstaurant l'actionnaire dans ses droits sur l'entreprise (théorie du *shareholderism*²), les interactions directes entre le *board* et les actionnaires se sont considérablement amplifiées. C'est ensuite l'arrivée d'un nouvel acteur qui a de nouveau fait évoluer ces relations : les *proxy advisors* ou agences de conseil en vote, ont enrichi la qualité des échanges en fournissant un service d'analyse et de recommandations sur les résolutions à l'ordre du jour des assemblées. Leur fonction permet aux investisseurs institutionnels d'externaliser un processus nécessaire, mais extrêmement long et complexe, d'autant plus que ce type d'actionnaires détient un nombre important de participations. Ces *proxy advisors* se sont basés sur le respect des règles de la *corporate governance* pour fonder leurs appréciations, afin de proposer un regard indépendant, objectif et comparé des émetteurs de titres. Ce nouvel interlocuteur a offert un cadre triangulaire aux relations entre investisseurs institutionnels et émetteurs de titres. L'influence aujourd'hui bien établie des *proxy advisors* est telle qu'une recommandation défavorable est de nature à pouvoir renverser l'issue d'un vote.

¹ Hirschman A. "Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States", Cambridge, MA, Harvard University Press, 1970.

² Friedman M., "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits" The New York Times Magazine, September 13, 1970.

Dans cette mesure, les discussions entre les parties prenantes de la *corporate governance* se sont progressivement déplacées en amont des assemblées générales, à l'approche de la *proxy season* où sont tenues les assemblées générales, c'est-à-dire lors de la phase de publication des rapports sur les entreprises. Dans ce cadre de discussion moins formel que l'assemblée générale, investisseurs, *proxy* et émetteurs débattent de l'opportunité des résolutions qui seront présentées aux actionnaires. Ces nouvelles relations sont de nature à favoriser la médiation afin de concilier les intérêts en balance et de réduire le risque d'insécurité pour les émetteurs. Les *proxy fights*, ces conflits ouverts à l'initiative d'un actionnaire minoritaire qui va chercher l'approbation de la majorité pour formuler des résolutions contraires à la volonté des émetteurs de titres sont aujourd'hui une source de coûts considérables pour ces derniers, qui vont devoir en conséquence mener campagne auprès des *proxys* et des actionnaires. Ce système est particulièrement efficace : aujourd'hui certaines sociétés du CAC 40 n'hésitent pas à retirer certaines résolutions afin d'éviter l'exposition à un vote négatif, qui pourraient décrédibiliser le *board* voire évincer certains de ses membres par une prise de contrôle hostile.

Toutefois ce nouveau cadre de discussion n'est pas sans risque : en l'absence de transparence sur les contenus des échanges survenus en amont, le contrôle des conflits d'intérêt est rendu plus difficile. La SEC, dans une récente réforme survenue en octobre 2016, a renforcé les obligations de dialogue des *proxy advisors* avec les émetteurs sous l'égide d'un médiateur, afin de contrôler les échanges et encourager la discussion. Par cette réforme, l'agence américaine reconnaît la

triangularité des relations actuelles entre émetteurs, investisseurs et proxys, et intervient dans chacune de ses trois relations. Cette régulation souligne les difficultés auxquelles font face les différentes parties prenantes, à la fois en termes de conflits d'intérêts et de légitimité à intervenir dans la gouvernance.

THEME 1 :

La complexification des relations entre investisseurs et émetteurs

La prise en compte des enjeux sociaux et environnementaux ainsi que d'autres facteurs extra-financiers comme la nomination ou rémunération des dirigeants sont venus complexifier les intérêts en balance lors de la prise de vote, renforçant la dimension politique et non seulement financière des sociétés inscrites sur un marché réglementé.

De l'actionnaire propriétaire à la prise en compte de l'intérêt des parties prenantes

La conception de « l'actionnaire propriétaire » entraînait un rapport de force défavorable pour les dirigeants de la société. Le droit de propriété comme fondement des pouvoirs de l'actionnaire a fait l'objet de nombreuses réflexions, dont la plus célèbre reste celle de Milton FRIEDMAN. Selon cet auteur, le droit de propriété des actionnaires se justifie par le fait que ce sont eux qui choisissent le chef d'entreprise. Les dirigeants ne seraient alors que des agents au service des actionnaires³. Il écrit ainsi dans son célèbre article publié en 1970 dans le *New York Times Magazine*: «*The whole justification of permitting the corporate executive to be selected by the stockholders is that the executive is an agent serving the interests of his principals*»⁴. Si l'on affirme que les dirigeants ont le devoir d'œuvrer pour les actionnaires de l'entreprise, une autre affirmation en

découle : les actionnaires cherchant à obtenir le meilleur rendement possible de leur investissement, c'est l'entreprise toute entière qui devra servir cet objectif de maximisation de la valeur des actions. Par suite, si l'actionnaire possède un droit de participer aux assemblées générales, il orientera son vote vers ce même objectif. La motivation des actionnaires étant ainsi clairement identifiée, il n'est pas étonnant de voir ces derniers revendiquer leur légitimité à intervenir dans les décisions stratégiques de la société afin de maximiser la valeur actionnariale.

Néanmoins, cette conception, largement majoritaire jusqu'au début du XXI^{ème} siècle, connaît une remise en cause de plus en plus forte par les défenseurs d'un intérêt collectif et supérieur à la société. Cette idée repose principalement sur les travaux d'Edward FREEMAN et sa théorie des parties prenantes⁵. Selon lui, l'entreprise ne doit pas uniquement se focaliser sur les actionnaires mais également sur les autres personnes impactées par l'activité de l'entreprise telles que les clients, fournisseurs ou employés car, sans eux, cette dernière ne saurait être viable. Il en déduit que le but de l'entreprise est de répondre aux besoins de ses parties prenantes, condition de la réalisation du profit sur le long terme.

La prise en considération des parties prenantes dans les choix de gestion opérés par la société va contribuer à multiplier le nombre d'intérêts en présence, rendant leur conciliation difficile. Mais cette divergence d'intérêts va

³ Jensen M., Meckling W., «*Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*», *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no 4, octobre 1976

⁴ Friedman M., «*The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*» *The New York Times Magazine*, September 13, 1970.

⁵ Freeman E., «*Strategic Management : A Stakeholder Approach*, *Pitman Series in Business and Public Policy*», 1er janvier 1984

également se retrouver parmi une même catégorie d'acteurs, à savoir les actionnaires.

La diversification du corps actionnarial

Il existe différentes catégories d'actionnaires au sein d'une société dont la distinction peut s'opérer selon leur prépondérance dans le capital social de la société et leur politique d'investissement.

La diversification des protagonistes au sein du corps actionnarial

Le capital des sociétés inscrites sur un marché réglementé est tout d'abord partagé entre des acteurs disposant de participations substantielles.

Il s'agit tout d'abord des investisseurs dits institutionnels qui sont à la tête d'un important portefeuille d'actions au sein des grandes capitalisations. Ces investisseurs ont une activité particulièrement règlementée par la loi car ils gèrent les fonds de petits porteurs. Ils sont gérés par des banques, des assurances, des fonds communs de placement ou encore des véhicules d'investissements contrôlés par les Etats. Les investisseurs institutionnels représentent 3 558 milliards d'euros en France en 2014 dont 31,1% des actifs financiers sont des actions pour les compagnies d'assurance contre 44,7% pour les fonds de placement⁶.

L'Etat est également un acteur majeur des prises de participation dans les sociétés inscrites sur un marché réglementé. Acteur stable dans le corps

actionnarial, il occupe une place substantielle dans les grandes capitalisations boursières nationales. En France, l'Etat détenait par exemple 25% du capital d'Orange, 15% d'Air France-KLM et 26% de Thales en 2015.

L'actionnariat salarial composé des salariés et dirigeants de l'entreprise est aussi un acteur à part dans le corps actionnarial. Véritable arme anti-OPA, il permet de verrouiller le capital à des prises de participations hostiles ou parasites. Lorsque cet actionnariat est important, il permet ainsi d'influer sur l'issue des votes en alignant l'intérêt de la majorité sur celui des organes dirigeants. C'est par ce moyen que la direction du groupe P&G est parvenu récemment à faire obstacle à la campagne menée par le fonds activiste de Nelson Peltz en novembre 2017⁷.

Enfin, les *hedge funds* représentent aujourd'hui une part non négligeable du capital des sociétés cotées. Ce sont des fonds spéculatifs disposant de liquidité importante et faisant l'objet d'une réglementation plus légère. Depuis 2003, plus de 275 nouveaux fonds de pension activistes ont été créés et les actifs sous gestion de ces fonds sont passés de 3 milliards de dollars en 2000 à 200 milliards en 2017 dont 60 investis en Europe⁸.

Il existe ensuite un panel d'actionnaires souvent minoritaires et pouvant rassembler des acteurs très différents. Ils sont identifiés comme des actionnaires individuels ; cela peut désigner les

⁷ Sur ce point une actualité récente fait ressortir que l'issue du vote aurait été finalement remportée par Nelson Peltz de quelques voix.

⁸ <http://knowledge.essec.edu/fr/sustainability/de-lactivisme-actionnarial-en-france-le-bon-la-bru.html>

⁶ OECD, « *Institutional Investors Statistics* », 2015

détenteurs de bloc minoritaire non-contrôlant tels que les gestionnaires d'actifs et fonds de pension ; les Organisations Non Gouvernementales ou encore des syndicats. Ces actionnaires aux profils variés vont être caractérisés par leurs faibles investissements financiers dans la société ce qui, incidemment, explique leurs détentions de blocs qualifiés de minoritaires. Il convient toutefois de noter que ce faible pouvoir capitalistique ne s'associe pas nécessairement à un rôle minime dans la vie de la société.

La diversification des intérêts au sein du corps actionnarial

Les investisseurs institutionnels sont de plus en plus sensibles aux respects des normes légales et de la prise en compte des problématiques de RSE des entités dans lesquelles ils investissent. Ils s'illustrent ainsi par la mise en œuvre d'une politique d'engagement actionnarial. Selon Novethic⁹, l'engagement actionnarial se définit comme « le fait pour un investisseur de prendre position sur des enjeux ESG (Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance) et d'exiger des entreprises visées qu'elles améliorent leurs pratiques dans la durée ». L'investisseur tente d'imposer ses exigences à travers un dialogue avec l'entreprise et un suivi dans le temps.

Bien que la France utilise davantage le terme d'engagement actionnarial, les synonymes sont nombreux à travers le monde. Que l'on voie apparaître les termes engagement, engagement actionnarial, actionnariat actif, activisme

actionnarial, ou encore dialogue actionnarial, tous ont pour ambition de traduire la volonté des investisseurs de faire évoluer les pratiques des entreprises, en s'inscrivant dans une logique d'actionnariat responsable. A l'échelle des investisseurs, l'engagement actionnarial peut valablement être assimilé à la Responsabilité Sociétale des Entreprises (RSE). Les critères ESG constituent la base d'évaluation du « reporting » extra-financier rendu désormais obligatoire en France, par l'article 173 de la loi de la Transition Énergétique pour la Croissance verte¹⁰. Les différents critères – environnementaux, sociaux et de gouvernance – regroupent des périmètres différents. Les critères environnementaux abritent les impacts directs et indirects de l'activité de l'émetteur sur l'environnement. Les actualités récentes traitent souvent des émissions de CO2. Ensuite, les comportements de l'émetteur en matière sociale sont analysés à travers des critères sociaux tel que le respect des droits humains. Le respect de ces critères sociaux sera étudié à travers une analyse de la gestion des ressources humaines, du management, du bien-être des salariés, ou encore de la qualité du dialogue social. S'agissant enfin des critères de gouvernance, ils s'attachent à évaluer la composition, la rémunération et la nomination des organes de direction, ainsi que les relations entre les actionnaires et les dirigeants.

La poursuite des enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance ne sont en réalité que la traduction d'objectifs que souhaitent atteindre les investisseurs responsables. D'une part, si ces

⁹ <http://www.novethic.fr/lexique/detail/engagement-actionnarial.html>

¹⁰ LOI n° 2015-992 du 17 août 2015 relative à la transition énergétique pour la croissance verte

derniers sont à la recherche d'une maximisation permanente de la valeur de leurs investissements à travers celle de l'entreprise, beaucoup se concentrent sur cet objectif via une vision de long terme. D'autre part, la prise en compte des enjeux ESG participent de la réputation de l'entreprise et donc des actionnaires, réputation qui doit être impérativement préservée notamment pour garantir la valeur d'une action sur le marché.

La prise en considération grandissante des problématiques environnementales, sociales et de gouvernance, par les investisseurs institutionnels, doit être mise en parallèle de la position des *hedge funds*. Egalement investisseurs, ces acteurs prennent des participations dans des sociétés mais n'adoptent pas la même stratégie. En effet, leur seul objectif est de récupérer un bénéfice maximisé à court terme.

Dans cette mesure, les considérations financières qui animent *les hedge funds* représentent un frein à l'adoption d'une vision responsable de leur investissement.

Pour des questions de coût et d'impact, les investisseurs doivent régulièrement coordonner leurs démarches d'engagement par la collaboration. Les Principes pour l'Investissement Responsable (PRI) encouragent les investisseurs à participer à des initiatives d'engagement concertées. Ainsi, en 2010, *FairPensions*, soutenue par de grands investisseurs a pu déposer deux résolutions demandant à *Shell* et *BP* de publier leurs données sur les risques environnementaux, sociaux et financiers liés à leurs projets d'exploitation des sables bitumeux au

Canada¹¹. Si la résolution n'a pas été adoptée, elle a eu pour conséquence de pousser *Shell* et *BP* à améliorer leur communication auprès des investisseurs.

Aujourd'hui, l'actionnaire, n'est plus au centre des intérêts de la société. Ce sont désormais l'ensemble des parties prenantes qui portent l'intérêt social de la société. Il n'en demeure pas moins que les actionnaires, détenteurs du capital de la société, occupent un rôle essentiel dans la vie de la société. Pourtant, l'adoption d'une politique unanime permettant la poursuite d'une stratégie commune, n'est pas garantie. Alors que certains cherchent de plus en plus une valorisation responsable de leur investissement, d'autres demeurent animés par une vision à court terme dont l'objectif est la maximisation des bénéfices. L'impact de la coexistence de tous ces intérêts réside dans des rapports de force, plus ou moins conflictuels.

¹¹ Ricketts A., "*The Activists' Handbook, A step-by-step Guide to Participatory Democracy*", ed. Zed Books Ltd., 2012

THEME 2 : Les modalités des relations entre investisseurs et émetteurs

Les relations entre investisseurs et émetteurs sont exercées traditionnellement au sein des assemblées générales au cours des débats à l'initiative des représentants des émetteurs de titres qui communiquent à l'avance, selon un délai légal, les résolutions mises au vote. Toutefois cette procédure bien connue du droit des sociétés ne reflète plus la pratique : avec un risque plus élevé de rejet d'une résolution, c'est par une communication et une négociation bien antérieure auprès des actionnaires que se joue l'issue du vote.

L'exercice des relations par la coopération entre acteurs

Pour assurer la création de valeur économique, il est impératif que les entreprises et des investisseurs tels que les investisseurs institutionnels approfondissent leur compréhension mutuelle par le dialogue et travaillent ensemble sur la croissance durable et la création de valeur d'entreprise sur le long terme. Le dialogue se réfère à toutes les formes de communication, y compris la communication directe et continue basée sur des informations de l'entreprise. Un tel dialogue direct entre un investisseur et la société pourrait apporter des avantages pour les deux parties. Tout d'abord, la communication directe entre un investisseur et le conseil d'administration/conseil de surveillance permettrait aux investisseurs de recevoir des informations de première main les mettant en position d'apprécier si la composition du *board* est appropriée et s'il assume ses obligations

efficacement. Ensuite, du côté de la société, ce dialogue direct donnerait la chance à l'entreprise de mieux faire connaître son activité aux investisseurs et de promouvoir la compréhension de son approche de la gouvernance.

Les investisseurs institutionnels ont aujourd'hui profondément diversifié leurs prises de participation de sorte qu'ils sont présents dans tous les secteurs de l'économie. Le dialogue direct entre les investisseurs institutionnels et les émetteurs n'est pas facilité de ce fait, par le manque de temps à accorder à des analyses poussées société par société d'une part et, d'autre part, par un manque de connaissances spécifiques à chaque branche d'activité.

L'importance croissante d'investisseurs activistes aux Etats unis et au Royaume-Unis, en général, et des activistes institutionnels, particulièrement, a motivé la recherche sur les interactions entre les investisseurs et les entreprises et les effets de ces interactions. Une grande partie de la recherche a défini et a mesuré le succès d'investisseurs activistes qui utilisent des *proxy advisors* comme des outils de mesure de performance pertinents. Cette approche a rapporté des résultats mitigés car les liens de causalité entre l'activisme et la performance étaient difficiles à établir.¹²

Dans le cas de la gouvernance d'entreprise britannique, Holland (1998)¹³ s'est concentré sur l'utilité et l'efficacité des communications

¹² Becht, M., "Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund", Université Libre de Bruxelles and ECGI, 2008

¹³ Holland J.B (1998). "Influence and intervention by financial institutions in their invest companies", Corporate Governance, 1998

interpersonnelles entre des investisseurs institutionnels et des cadres. La recherche s'est jusqu'ici concentrée sur la force et la puissance des rapports entre l'investisseur et les cadres de l'entreprise. Holland (2002)¹⁴, par exemple, fournit la preuve des domaines spécifiques d'expertise que les gérants de fonds utilisent pour persuader les cadres d'accepter des changements. Cette recherche a exploré l'établissement et l'utilisation des modes de communication où les entreprises et les investisseurs institutionnels échangent fréquemment des informations fines. Elle a été étayée par des preuves sur l'importance croissante accordée par les entreprises à la fonction de relations avec les investisseurs.

Aujourd'hui plusieurs initiatives comme le *protocole SDX*¹⁵ à l'initiative des investisseurs institutionnels visent à fournir une approche objective et contrôlée des échanges entre émetteurs et investisseurs.

La communication à destination des investisseurs continue de se développer puisque de plus en plus d'entreprises comprennent l'opportunité de sécuriser l'investisseur institutionnel et d'obtenir son soutien, ainsi que de construire la confiance. A cet effet, il n'est pas rare que les émetteurs affectent un membre du conseil d'administration à la tâche d'assurer la médiatisation et la discussion auprès des investisseurs institutionnels.

L'engagement entre investisseur et entreprise sur des sujets de gouvernance, et la révélation de ces efforts via les déclarations de *proxy advisors*, continue

ainsi à grandir. La partie des entreprises du S&P 500 divulguant des informations dans ce domaine, a grandi de 6 % en 2010 à 72 % en 2017. Et les administrateurs deviennent de plus en plus impliqués dans cet engagement. Cette année, 29 % des entreprises qui ont communiqué des informations aux investisseurs ont vu une augmentation significative de la participation de ces derniers.¹⁶

L'exercice des relations par la confrontation entre acteurs

L'investisseur peut utiliser plusieurs leviers de pression lorsque l'entreprise ne répond pas à ses attentes, le durcissement du rapport de force est aujourd'hui directement observé dans la pratique au sein des grandes capitalisations aussi bien en France qu'aux Etats-Unis.

La communication publique

Après des recherches approfondies sur les thèmes d'engagement (grâce notamment aux rapports des ONG, analystes ISR, agences de notation...), la première étape est la formulation pour les investisseurs de leurs attentes aux entreprises. En effet, communiquer sur le déroulement et le résultat de leurs démarches permet sans aucun doute pour les investisseurs de renforcer leur impact. Lorsque la défiance est forte de la part des investisseurs, des moyens considérables peuvent être engagés en vue de sensibiliser l'opinion des actionnaires. Cette pratique du « *Name and Shame* » est parfois pratiquée

¹⁴ Holland, J.B. "Financial institutions and corporate governance, CIMA research report", 2002

¹⁵ <http://www.sdxprotocol.com/>

¹⁶ Madoff M. and Klemash K., "EY 2017 Proxy Season Review", Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation

afin que les entreprises soient plus réceptives, notamment lorsque leur réputation est engagée. Cependant, et notamment en France, les discussions informelles et privées restent privilégiées, afin d'instaurer et de garder une relation de confiance¹⁷.

L'exercice des droits de vote

L'exercice du droit de vote est le moyen de prédilection pour l'actionnaire afin d'opposer sa défiance aux résolutions proposées aux assemblées générales. Les résolutions RSE augmentent d'année en année et les taux d'approbation peuvent être aujourd'hui très faibles. En effet, les investisseurs communiquent de plus en plus leurs intentions de vote, ce qui permet d'initier un dialogue avec l'entreprise en amont de l'assemblée. Pour interroger l'entreprise, le système de questions écrites et orales à l'assemblée peut aussi être utilisé par les investisseurs. Cela permettra notamment d'interpeller le conseil d'administration¹⁸.

De plus, les actionnaires peuvent demander l'inscription à l'ordre du jour de projets de résolutions, lesquels deviennent contraignants s'ils sont approuvés. Récemment, *ExxonMobil* y a été confronté¹⁹ : les actionnaires ont imposé leur volonté grâce à une résolution concernant la transparence sur le changement climatique et le respect des limites d'émissions de CO₂. Dans le volet social, c'est *Starbucks* qui a cette fois été pris à

partie²⁰. Un groupe d'investisseurs emmené par *Zevin Asset Management* lui demande des comptes sur sa politique familiale, et notamment en matière de congés maternité. Dans la résolution, il est demandé au groupe d'établir un rapport sur le risque de discrimination lié à sa politique familiale d'ici 2019. Ce droit de résolution n'est pas perçu de la même manière selon les investisseurs. Certains le voient comme la dernière étape du processus d'engagement lorsque d'autres le regardent non plus comme une finalité mais comme une initiation au dialogue.

L'avènement des proxy fights

Les *proxy fights* se définissent comme toutes les situations où un actionnaire (ou groupe d'actionnaires) minoritaire sollicite activement le vote de l'assemblée en faveur d'une mesure actionnariale. Cette sollicitation se fait par l'utilisation de mandats de procuration dont la procédure est encadrée par la loi.

Dans certaines situations, le *proxy fight* peut viser le vote sur la nomination ou la révocation des dirigeants. Dans ces situations, la sollicitation active de vote vise la prise de contrôle hostile de la société par une intégration forcée d'un ou plusieurs administrateurs extérieurs dans le *board* chargés d'influer sur l'orientation stratégique de la société.

Les campagnes d'actionnaires activistes dans ces *proxy fights* se sont très fortement développées ces

¹⁷ Novethic Recherches, « *Engagement actionnarial, une approche ISR prometteuse* », Février 2011, p. 14-15

¹⁸ Novethic Recherches, « *Engagement actionnarial, une approche ISR prometteuse* », Février 2011, p. 16

¹⁹ <http://www.novethic.fr/gouvernance-dentreprise/engagement-actionnarial/isr-rse/decryptage-exxon-contraint-a-la-transparence-sur-le-climat-et-apres-144492.html>

²⁰ <http://www.novethic.fr/gouvernance-dentreprise/engagement-actionnarial/isr-rse/des-investisseurs-interrogent-starbucks-sur-les-conges-maternite-plus-courts-pour-les-serveuses-que-pour-les-cadres-144903.html>

dernières années En 2017, 606 campagnes activistes se sont déroulées dans le monde (dont 327 sur le seul marché américain), contre 389 en 2012²¹.

Les stratégies de sollicitation active de mandat ne sont plus l'apanage des fonds spéculatifs. Les investisseurs institutionnels utilisent également ces techniques pour des thématiques plus larges liées à l'engagement actionnarial. Les *proxy advisors* sont également sollicités pour apprécier l'opportunité de la résolution litigieuse au regard des règles de bonne gouvernance.

L'avènement des *proxy fights* a également permis le développement de l'activité des *proxy solicitors*.²² Ils se définissent comme des spécialistes engagés par la société afin de rassembler les votes par procuration des actionnaires. Le *proxy solicitor* va ainsi compiler une liste des actionnaires. Le *proxy solicitor* doit être choisi sur sa capacité à contribuer au processus de *solicitation* c'est-à-dire son aptitude à réunir les votes nécessaires mais également son expérience comme moyen de pression effectif.

Dans le cadre d'une offre publique d'acquisition, le proxy solicitor va joindre tous les actionnaires afin qu'ils se rallient à la cause de l'acquéreur de la société -cible.

Depuis quelques années, des cabinets se sont spécialisés dans le cadre des *proxy fights*. Toutefois, le recours à un proxy solicitor est relativement cher au vu des prestations fournies pour la société, certains

différends au sein de la société ayant abouti au recours à des proxy solicitors ont atteint des millions de dollars. Aujourd'hui *Georgeson Shareholder* est le cabinet de *proxy solicitation* le plus important dans le monde.

Le désinvestissement

Une fois que l'actionnaire a usé de tous les leviers mis à sa disposition, il lui restera le désinvestissement comme ultime recours. Lorsqu'un investisseur estime que ses engagements ne sont pas fructueux et décide de vendre ses actions, cela peut envoyer un signal d'alarme au public, mais surtout aux autres investisseurs. Ceci est d'autant plus inquiétant pour l'entreprise lorsque l'investisseur représente une part significative du capital ou s'il s'agit d'un investisseur de taille importante. Ainsi, en 2006, le plus gros fonds souverain mondial, *Norwegian Government Pension Fund – Global* a décidé d'exclure *Wal-Mart* pour violation grave et répétée des droits de l'Homme et du droit du travail²³. Plus récemment, c'est le fonds de pension suédois *AP7* qui a décidé de se retirer de six entreprises accusées d'enfreindre les Accords de Paris, pour un total de 33 milliards d'euros²⁴. Cependant, s'il est vrai que cette méthode de pression de la part des investisseurs est efficace et agressive, la pratique de l'engagement actionnarial doit être relativisée, au regard de l'absence (à tout le moins en France) de résolutions en matière de gouvernance. On peut supposer que cette carence résulte de l'augmentation des réglementations en la matière.

²¹ JP Morgan – “*The 2017 Proxy Season Globalization and a new normal for shareholder activism*”, 2017

²² Memorandum An Introduction to the Proxy Solicitation Process - Seward & Kissel LLP, June 5th 2009

²³ Disponible sur : <http://www.gresea.be/spip.php?article534>

²⁴ Disponible sur : <http://www.novethic.fr/gouvernance-entreprise/engagement-actionnarial/isr-rse/le-principal-fonds-de-pension-suedois-desinvestit-six-entreprises-violant-l-accord-de-paris-144550.html>

En effet, la rémunération des dirigeants est régie en France, notamment par les dispositions du Code AFEP/MEDEF et, plus récemment, de la loi Sapin II qui sont venues encadrer plus strictement les conditions de fixation des rémunérations versées durant et à l'issue du mandat social des dirigeants. Par ailleurs, la loi Copé-Zimmerman fixe un quota obligatoire de 40% de femmes dans les conseils d'administration des grandes entreprises. Il semble dès lors compréhensible de constater une absence de réaction des investisseurs sur ce point.

THEME 3 : Le rôle et l'influence des *proxy advisors* dans les relations entre investisseurs et émetteurs

A la demande des investisseurs institutionnels, les agences en conseil de vote étudient en détail les rapports et les projets de résolutions d'une société, délivrent des recommandations et, plus généralement, publient une politique en matière de gouvernance. L'exercice du droit de vote constitue, en soi, une activité essentielle des actionnaires.²⁵

Néanmoins, il semble fréquent que ce droit de vote soit exercé avec le soutien des agences en conseil de vote, leur donnant ainsi un pouvoir d'influence non négligeable.²⁶ Par conséquent, les avis émis peuvent avoir d'importantes répercussions sur l'adoption des résolutions adoptées et, *in fine*, sur

la politique de gouvernance de la société.²⁷ Pourtant, il n'est pas certain que ces agences appréhendent correctement les problématiques de fond de la gouvernance.

Les méthodes des *proxy advisors*

Glass Lewis dans son *discussion paper* de 2012 soutient que les recommandations faites par l'agence sont adaptées à chaque marché et formulées selon une approche « *bottom-up* ». Cette approche implique des discussions avec un large nombre de participants du marché (clients, investisseurs, universitaires, dirigeants...) et tient compte des normes de gouvernance d'entreprises, de la société, des réglementations locales et des tendances du marché.²⁸

Ainsi, il n'est plus surprenant d'observer que les dirigeants soient à l'origine du dialogue avec les *proxy advisors*, et ce de manière quasi-automatique en raison du large recours à ces derniers par les actionnaires. Par ce dialogue réalisé en amont des recommandations, les dirigeants essaient d'obtenir des informations et d'influencer les opinions émises par les *proxys*.²⁹

Néanmoins, il est possible de se demander si l'appréhension des agences au regard des problématiques de gouvernance n'est pas standardisée dans une trop grande mesure. En effet,

²⁵ AMF, « Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France » - groupe de travail présidé par Yves Mansion, 6 septembre 2005

²⁶ GLASS LEWIS & CO, Discussion Paper – “An overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options”, 25 juin 2012

²⁷ Nili Y., “Proxy Advisory Firms and Corporate Governance Practices: One Size Does Not Fit All”, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 18 juin 2014

²⁵ C. Civil, Art. 1844

²⁶ Sergakis K., « ESMAs et agences de conseil en vote : un rapprochement délicat à la recherche d'une transparence volontaire », p. 198, Bull. Joly. Bourse n°04, Avril 2013

la méthode du « *one-size fits all approach* » est mise en place pour édicter les recommandations.³⁰ Cette technique peut produire des résultats insatisfaisants au regard des objectifs économiques et financiers devant être réalisés de prime abord par une entreprise³¹.

En ce sens, la multinationale pharmaceutique *Sanofi* a, en 2015, fortement critiqué l'analyse faite par l'agence *ISS*. En effet, *ISS* a été accusé publiquement d'avoir fait une « erreur d'analyse » quant à son conseil relatif aux résolutions d'indemnité de départ de l'ex-directeur général.³²

La question d'une « bonne gouvernance » ne peut s'inscrire que dans le temps.³³ De nombreuses critiques se concentrent sur la définition de ce concept et mettent en exergue le manque de justifications empiriques quant au type de gouvernance adopté. D'autant plus que ce choix peut influencer sur le rendement des sociétés.

L'influence sur l'issue des votes

Les *proxy advisors* ont, de manière incontestable, une influence sur l'adoption ou le refus des résolutions soumises aux votes des assemblées générales. Ces *proxy advisors* vont venir influencer les actionnaires ayant recours à leurs services, faisant d'eux des « actionnaires par

délégation” par l'intermédiaire de leurs recommandations lorsque celle-ci sont suivies. Cependant, les actionnaires restent libres de suivre ou non les recommandations.

Tout d'abord, la gestion de capitaux conséquents oblige les actionnaires à se positionner sur un grand nombre de dossiers simultanément. La taille et la diversité croissante de leurs portefeuilles ont fait apparaître des besoins en matière de conseil. Ainsi, les actionnaires recherchent les services d'un *proxy advisor* pour qu'ils soient accompagnés par l'émission de recommandations de vote.

Cette influence des *proxy advisors* a été également rendue possible par les moyens financiers dont disposent les grands acteurs de ce secteur. Il s'agit en effet d'un marché très concentré dominé par deux acteurs incontournables : *ISS* et *Glass Lewis*.

La première société de conseil *Institutional Shareholder Services*, occupe 61% du marché du conseil en vote et compte environ 1700 clients ayant des actifs combinés de plus 26 000 milliards de dollars. Cet acteur majeur de l'environnement des *proxy advisors* s'occupe de plus de 40.000 assemblées générales par an où plus de 8 millions de résolutions sont votées en suivant les recommandations émises³⁴.

La seconde société du marché de conseil en vote est *Glass Lewis* qui compte plus de 1200 clients institutionnels ayant collectivement des actifs sous gestion de plus de 15 000 milliards de dollars. Cette société couvre plus de 20 000 assemblées générales par an³⁵.

³⁰ <https://www.gsb.stanford.edu/insights/researchers-power-proxy-advisory-firms>

³¹ Vatteville E., « *La création de valeur : de l'exclusivité actionnariale à la diversité partenariale ?* », *Management & Avenir*, vol. 18, no. 4, 2008, pp. 88-103

³² https://www.lesechos.fr/02/02/2016/LesEchos/22120-122-ECH_le-role-grandissant-et-inquietant-des-agences-de-conseil-en-vote.htm

³³ <https://www.forbes.com/sites/christopherskroupa/2017/06/26/p-proxy-advisors-their-rise-their-value/#4fa564ac6e10>

³⁴ <https://www.issgovernance.com/about/about-iss/>

³⁵ <http://www.glasslewis.com/company-overview/>

Concernant les recommandations, celles-ci sont généralement suivies par les actionnaires malgré une certaine disparité selon le fait que la recommandation implique un vote positif ou négatif à la résolution de l'assemblée générale. Dans le premier cas, le taux de suivi est de 85% environ (moyenne entre *Glass Lewis* et *ISS*) tandis que, dans le second cas, le taux chute à environ 40%.

Leur influence s'est accrue en raison de l'utilité de ces agences, dans la mesure où les agences allègent la tâche ardue pour les investisseurs de mener les analyses et les évaluations nécessaires pour exercer leur droit de vote de manière responsable. Cette influence dépend également de la structure de l'actionnariat de la société. En effet, comme le précise Alexandre Omaggio, l'influence des agences sera "nécessairement plus importante pour des émetteurs sans actionnaires de référence représentés au sein du conseil d'administration ou du conseil de surveillance, et ayant une base importante d'investisseurs institutionnels"³⁶.

A titre d'exemple, une étude conduite par le *Stanford Rock Center for Corporate Governance* indique que pour plus de 70% des dirigeants interrogés, les régimes de 'compensations' qu'ils présentent en Assemblée Générale sont influencés par les recommandations de *proxys*³⁷.

En outre, les sociétés ne peuvent combattre cette influence par voie statutaire. En effet, selon les termes de l'alinéa 2 de l'article L. 225-106 du Code de commerce, les clauses statutaires ne peuvent pas

limiter le nombre de voix pouvant être exprimées par un seul mandataire³⁸.

Le risque de conflits d'intérêts

Dans un environnement où les investisseurs institutionnels ont plus souvent recours aux services de conseillers en droit de vote, les conseils d'administrations des sociétés émettrices se sont, eux aussi, mis à faire appel à des conseillers pouvant les aider à élaborer leur agenda de résolutions. Cette démarche répond à une volonté pour le management des entreprises de ne pas être décrédibilisé par une recommandation négative sur une résolution qu'il aurait soumise à ses actionnaires. Il s'agit donc pour le management de se faire conseiller, au même titre que les actionnaires se font conseiller, pour rééquilibrer le rapport de force. Or, la pratique a révélé que les cabinets existants ont tendance à jouer sur les deux tableaux. Les *proxys advisors* se trouvent alors dans une position qui peut être génératrice de conflits d'intérêts. En effet, il est possible d'imaginer des scénarios dans lesquels une entreprise fournissant des conseils en droit de vote offrirait ses services à la fois aux investisseurs d'une entreprise et au *Management* de cette dernière.

Toutefois il est important de noter que ces potentiels conflits d'intérêt ont tendance à s'atténuer avec la coopération plus systématique qui se met en place entre conseils d'administration et investisseurs. L'opacité qu'on pouvait reprocher aux processus d'élaboration de recommandation de vote laisse

³⁶ Omaggio A. « Faut-il encadrer l'activité des agences de conseil en vote (*proxy advisors*) ? », JCPE n°43, novembre 2009, 2065)

³⁷ Larcker D., « The Economic Consequences of Proxy Advisor Say-on-Pay Voting Policies », HLS Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, on November 12, 2012

³⁸ Germain M., « *Traité de droit commercial* », Les sociétés commerciales, tome 1 volume 2, L.G.D.J., 19ème édition, 2009, p. 379)

désormais place à des pratiques plus lisibles où les investisseurs de tout type et les managers s'engagent de plus en plus en amont dans des communications réciproques. Il est en particulier notable que ce genre de communication tend de plus en plus à concerner toute sorte d'information, y compris des informations non-financières, que ce soit de l'entreprise et en particulier des informations relatives à son mode de gouvernance, ou des informations venant d'investisseurs institutionnels qui communiquent sur des objectifs non financiers. Cette tendance ne peut être que bienvenue à un moment où les *proxy advisors* acquièrent une influence notable : à titre d'exemple, lors de la dernière assemblée générale de Exxon Mobil, 20 à 25% des votes ont suivis les recommandations des conseillers.

L'activité des agences de conseil en vote ne fait l'objet, pour l'instant, que d'un faible encadrement législatif en France. Souligné dès 2005 par l'AMF, « *l'exercice du droit de vote doit être précédé d'un examen attentif du sens et de la portée des résolutions proposées (...), ne doit pas se limiter à appliquer sans contrôle des analyses ou recommandations des sociétés de conseil de vote, et il est recommandé de mettre en place des moyens nécessaires en vue d'exercer un vote éclairé* ». ³⁹

Ces constatations ont conduit à l'apparition de nombreuses interrogations quant à leur implication dans les problématiques de gouvernance des entreprises. Par conséquent, de nombreuses recommandations ont été édictées afin que des objectifs de transparence, de dialogue et d'intégrité

puissent être poursuivis. ⁴⁰ La Commission européenne dans son Livre Vert a souhaité augmenter le degré d'encadrement par l'introduction d'un volet relatif à la prévention des conflits d'intérêts et l'amélioration de la transparence de ces agences. ⁴¹ En outre, l'AMF, dans une recommandation de 2011, insiste sur le fait qu'il est absolument nécessaire que les conditions d'exercice de la profession de *proxy advisors* soient transparentes. ⁴² Par conséquent, les actionnaires doivent alors faire preuve de diligence quant aux évaluations des analyses des agences afin d'assurer la maximisation de la valeur sur le long terme.

Les agences de conseil en vote ont pour principal rôle de répondre à un besoin au regard de diverses problématiques soulevées par les assemblées générales. Néanmoins, les pratiques actuelles pourraient conduire à un système de gouvernance inadapté, puisque ces questions pourraient apparaître comme relativement mal appréhendées par les agences.

Aux Etats Unis, le *Corporate Governance Reform and Transparency Act* de 2016 visant à « améliorer la qualité des entreprises de conseil en vote et à protéger l'économie américaine et les investisseurs en renforçant la transparence, la responsabilité, la réactivité et la compétition dans l'industrie du conseil en vote » en est la preuve. En France, l'AMF n'ayant pas l'autorité requise pour élaborer des règles de droit, n'a pu qu'émettre qu'une liste de

³⁹ AMF, « *Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France* » - groupe de travail présidé par Yves Mansion, 6 septembre 2005

⁴⁰ SMSG, « *SMSG advice to the consultation on proxy advisors* », avril 2012

⁴¹ Commission européenne, Livre vert : Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE, 5 avril 2011

⁴² Recommandation AMF n° 2011-06.

recommandations⁴³. Celles-ci préconisent une transparence accrue des méthodes utilisées par agences en conseil de vote ainsi qu'une meilleure communication. La Commission Européenne se penche également sur la question, dans une directive du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE relative à l'exercice de certains droits des actionnaires des sociétés cotées : celle-ci se prononce en faveur de la mise en place de règles contraignantes sur la transparence du fonctionnement des agences en conseil de vote⁴⁴.

Un système de régulation stricte n'est pas forcément préconisé par le législateur, du fait de la démarche volontariste des agences de conseil en vote, qui après une recherche approfondie sur la meilleure façon de démontrer leur légitimité, ont co-élaboré un code de « Best Practices » qui fixe un certain nombre de standards censés être respectés par tous les acteurs du secteur.

Conclusion

Les relations entre investisseurs, émetteurs et proxy ne peuvent faire l'objet d'une analyse uniforme. La multiplicité des parties prenantes des sociétés inscrites sur un marché réglementé et évoluant dans un environnement mondialisé complexifie les échanges et la capacité à satisfaire tous les intérêts.

Les décisions du corps dirigeant des émetteurs de titres sur les grandes opérations de l'entreprise et sa

propre composition revêtent une nouvelle dimension politique bien éloignée de la simple opportunité stratégique dans une économie de marché.

Les motivations des parties prenantes au sein de l'actionariat sont souvent divergentes. Les investisseurs institutionnels, favorisent des objectifs de long terme et une compréhension plus fine des stratégies définies. D'autres comme l'actionariat salarié ou l'Etat ont une approche plus patrimoniale tournée vers le maintien des positions. Certains acteurs ont enfin des stratégies plus agressives avec une vision de court-terme orientée sur la maximisation de la valeur des titres dans le but d'engranger des bénéfices et des plus-values. Le problème du court-terme réside dans le fonctionnement du marché financier lui-même, qui étant imparfait, surévalue les bénéfices à court-terme en comparaison aux bénéfices long-terme⁴⁵.

Les rapports de force entre ces différentes parties prenantes ne sont donc *de facto* pas égaux, et par conséquent amènent à des conflits. Ces conflits engendrent à leur tour l'émergence de stratégies afin de mettre sous pression les cadres dirigeants de l'entreprise et de les soumettre aux exigences : Communication publique agressive, création de réseaux et de coalitions, désinvestissement et bien sûr exercice du droit de vote en Assemblée.

Dans le cadre des relations entre investisseurs et émetteurs, se pose également la question du rôle et

⁴³ AMF, Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote, 18 mars 2011

⁴⁴ Parlement Européen, Directive (UE) 2017/828, 17 mai 2017

⁴⁵ Hill C.A., McDonnell B., 'Short and Long Term Investors (and Other Stakeholders Too): Must (and Do) Their Interests Conflict?' in C.A. Hill and Solomon S.D. (eds) "Research Handbook on Mergers and Acquisitions", 2016, p. 396.

de l'influence des agences de conseil en vote. Ces entités privées pour le moment peu encadrées par le législateur ont la capacité d'influer sur le vote des actionnaires représentés par les investisseurs institutionnels. Leurs méthodes, fondées principalement sur le respect des codes de bonne gouvernance, contribue à garantir l'effectivité des normes non contraignantes appliquées aux sociétés inscrites sur un marché réglementé. Malgré certaines méthodes parfois critiquées, elles viennent également peser lourdement dans les décisions des émetteurs de titres sur l'opportunité des résolutions proposées à l'assemblée générale.

Afin d'améliorer la qualité et la fluidité des rapports de force entre les protagonistes de la vie des sociétés inscrites sur un marché réglementé, la mise en place de processus de médiation encadrés par la loi pourrait apporter une première réponse.

La communication entre les différentes catégories d'actionnaires et les émetteurs de titres serait d'autant plus efficace qu'elle serait exercée avec transparence et sous l'égide d'un organe de contrôle indépendant. « *If a company must assess the situation before making a decision, mediation is the perfect forum* »⁴⁶. L'influence des actionnaires pourrait ainsi mieux prendre en compte la proportionnalité des participations et l'alignement des intérêts majoritaires en évitant les écueils des *proxy fights* où des actionnaires minoritaires peuvent faire basculer l'issue d'un vote par une offensive hostile à l'encontre de la stratégie du *board*.

Il s'agit donc d'observer dans les prochaines années si les relations entre émetteurs, investisseurs et proxys parviendront à se fluidifier par une approche volontariste de médiation censée améliorer la qualité des rapports et favoriser « la paix » dans les assemblées générales. A défaut, une intervention du législateur pourrait être nécessaire afin de pousser au dialogue et à la conciliation.

Dossier rédigé par les étudiants de l'ESCP Europe, sous la direction de Monsieur le Professeur David Chekroun avec l'aimable participation de :

- **Moreau Quentin** : Diplômé ESCP 2017 (MiM), membre du *Professorship KPMG International Corporate Governance*
- **Ahmin Nassim** : *Mastère spécialisé Droit et Management International,*
- **Blanchard Charles** : *Master in Management, option Droit et Finance,*
- **Dewilde Gertjan** : *Mastère spécialisé Droit et Management International,*
- **Diene Aïda** : *Mastère spécialisé Droit et Management International,*
- **Fernandez Nicolas** : *Master in Management, option Droit et Finance,*
- **Ferron Adrien** : *Mastère spécialisé Droit et Management International,*
- **Gestin Lucile** : *Mastère spécialisé Droit et Management International,*
- **Haroutiounian Cloe** : *Mastère spécialisé Droit et Management International,*
- **Husser Anne-Victoire** : *Mastère spécialisé Droit et Management International,*
- **Kalfon Alix** : *Master in Management, Droit et Finance,*
- **Laurent Quentin** : *Mastère spécialisé Droit et Management International,*
- **Leymarie Julie** : *Mastère spécialisé Droit et Management International,*
- **Longuet de la Giraudière Richard** : *Mastère spécialisé Droit et Management International,*
- **Peillier Adrien** : *Mastère spécialisé Droit et Management International*
- **De Roux Clarisse** : *Mastère spécialisé Droit et Management International*
- **Wronska Ada** : *Mastère spécialisé Droit et Management International*

⁴⁶ Bleiberg J., "Activist Investors and Mediation", *Cardozo Journal of Conflict Resolution*, April 27th 2017.

BIOGRAPHIE DES INTERVENANTS



Loïc Dessaint

Loïc Dessaint est Directeur Général de Proxinvest depuis juin 2014.

Diplômé de Sciences-Po Lille (Economie-Finance) et du DESS Analyste Financier International de l'Ecole Supérieure des Affaires de Lille où il passe en parallèle le premier niveau du Chartered Financial Analyst (CFA), Loïc Dessaint rejoint Proxinvest en 2001 en qualité d'analyste financier. Il devient Directeur Associé en 2005 en charge de la Recherche, des politiques de vote, du partenariat international ECGS, des solutions informatiques et des services relatifs au suivi des seuils et à l'engagement actionnarial. Managing Partner de Expert Corporate Governance Service (ECGS), un consortium unique d'experts locaux européens en matière de gouvernement d'entreprise et d'exercice des droits de vote.

Membre du comité technique de la SICAV d'engagement actionnarial Phitrust Active Investors, de l'International Corporate Governance Network (ICGN), du comité des Best practice Principles for Shareholder Voting Research.

Nommé Best individual analyst for Corporate Governance Research dans le sondage Extel-SRI Connect «The Independent Research in Responsible Investment Survey" » 2014



Bernard Field



Tony Fratto

Bernard Field est diplômé d'études supérieures de droit et ancien élève de l'Ecole Nationale de la Magistrature.

Magistrat, il a été substitut du procureur à Versailles, puis premier substitut du procureur à Paris (section financière). Il a rejoint en 1985 le groupe Saint-Gobain, où il a notamment occupé les fonctions de directeur des services juridiques, directeur des affaires juridiques et fiscales, secrétaire général et membre du comité exécutif de Saint-Gobain.

Actuellement membre de la Commission des sanctions de l'AMF, il a également été membre du Conseil National de la Comptabilité, du Conseil Supérieur de la Participation et président de la Commission droit de l'entreprise du Medef. En 2012, il a rejoint le bureau parisien d'Allen & Overy en qualité de senior of counsel.

Emetteurs, investisseurs et proxys : comment optimiser et fluidifier ces relations ?

Grâce à son travail à *Hamilton Place Strategies*, au Département du Trésor américain et à la Maison Blanche, Tony Fratto a accumulé des décennies d'expériences en politique économique nationale et internationale.

Tony a fondé *Hamilton Place Strategies (HPS)* en 2009. Le cabinet de conseil en communication apporte une approche analytique à des questions de politique publique complexes. Chez HPS, Tony dirige la stratégie d'affaires du cabinet et dirige les équipes des clients dans des secteurs hautement réglementés, en particulier dans la finance et la politique économique internationale.

Avant de fonder HPS, Tony a travaillé à la Maison Blanche en tant que *Deputy Assistant* du Président et *Principal Deputy Press Secretary*. Il a travaillé directement avec le Président et son Administration sur les questions économiques et politiques nationales et internationales.

Avant son passage à la Maison Blanche, Tony a servi au sein du Département du Trésor américain, notamment comme *Assistant Secretary* du Trésor américain. À ce titre, il a dirigé la stratégie de communication de l'Administration pour traiter des grandes questions de politique économique, notamment les crises financières, la politique fiscale et les programmes de développement international. Tony a exercé des positions stratégiques auprès de trois Secrétaires du Trésor américains, menant des activités telles que les réunions des ministres des finances du G7 et du G20, les réunions du FMI et de la Banque Mondiale, la préparation de témoignages au Congrès d'interviews avec les médias et de discours.

En combinant son travail au Trésor et à la Maison Blanche, Tony a dirigé et participé aux efforts de communication dans plus de 60 pays à travers le monde. Tony est particulièrement fier de son implication dans les grandes initiatives internationales, notamment les multiples accords commerciaux, la création de la Millennium Challenge Corporation, l'annulation de la dette des pays pauvres très endettés et les initiatives

mondiales de santé (notamment la lutte contre le VIH et le paludisme).

Outre ses responsabilités au sein de *Hamilton Place Strategies*, Tony siège aux conseils d'administration du Programme alimentaire mondial des États-Unis, du Centre pour le développement mondial, de *Care Action!*, et de la *Fundação Dom Cabral*.

Il intervient, par ailleurs, à l'antenne du *CNBC Business News Network*. Tony est également membre du Comité de *Bretton Woods* et de *The Economic Club of Washington, D.C.*



**Sophie
L'Helias**

Sophie L'Helias a commencé sa carrière en tant qu'avocate M & A à New York et à Paris.

Elle a ensuite rejoint un *hedge fund* basé à New York en tant que directrice générale. Elle a par la suite

fondé un cabinet de conseil en gouvernance d'entreprise. Experte des questions de gouvernance, elle a co-fondé le Réseau international de gouvernance d'entreprise (www.ICGN.org), la plus importante organisation mondiale de gouvernance dirigée par des investisseurs, où elle a occupé plusieurs postes.

Sophie L'Hélias a récemment fondé **LeaderXXchange™** aux États-Unis, qui collabore avec des investisseurs institutionnels, des chefs d'entreprises et d'autres acteurs du marché.

Auteur du livre "Le Retour de l'Actionnaire" ("*The Shareholder Comeback*"), elle a été largement publiée en Europe, aux États-Unis et au Canada et intervient régulièrement dans des forums d'affaires ou universitaires internationaux sur la gouvernance d'entreprise, l'activisme des actionnaires et la diversité des conseils d'administration.

Sophie est membre des barreaux de New York et de Paris. Elle est titulaire d'un MBA de l'INSEAD, d'un LLM de l'Université de Pennsylvanie et d'une maîtrise en droit de l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne faisant suite à ses études à l'Université de Sarrebruck en Allemagne.

Sophie L. Helias a été membre de plusieurs conseils d'administration à but non lucratif et académiques et *Senior Fellow* dans des *think tanks* économiques, stratégiques ou de gouvernance aux États-Unis.



Cédric Lavérie

Cédric Lavérie est Responsable *Corporate Governance* chez Amundi, le premier *asset manager* européen en termes d'actifs sous gestion et dans le top 10 mondial. Il dirige une équipe dédiée aux

problématiques de gouvernance d'entreprise et notamment en charge de l'exercice des droits de vote et du dialogue actionnarial.

Il est membre de la Commission de gouvernement d'entreprise de l'AFG et du comité sur les responsabilités des actionnaires de l'ICGN. Auparavant il a travaillé comme analyste gouvernance chez *Credit Agricole Asset Management* et *AXA Investment Managers* et en gestion des risques chez Paribas (Suisse) SA. Cédric Lavérie est diplômé du Magistère Banque-Finance de l'Université Paris II, d'un DEA de droit de l'Université Paris X et d'un MA en sciences politiques de *New York University*.



Jean-Florent Rérolle

Jean-Florent est Managing Director de Morrow Sodali, le leader du conseil en gouvernance et en engagement actionnarial auprès des conseils d'administration et des investisseurs professionnels. Il dirige ses activités françaises.

Il a été successivement Associé d'EY pendant 15 ans à Paris et New-York, Managing Director de la banque d'affaires Houlihan Lokey pendant 6 ans à Londres et Paris et Associé de KPMG Corporate Finance à Paris où il a dirigé son activité Evaluation

et Stratégie Financière pendant 6 ans avant de rejoindre Morrow Sodali en 2017.

Au cours de sa carrière, il a conseillé des directions générales, des conseils d'administration ou des investisseurs à l'occasion de nombreuses opérations financières publiques. Son expertise financière recouvre l'évaluation d'entreprise, les attestations d'équité, la stratégie financière, le management de la valeur, le reporting intégré et l'engagement actionnarial.

Il a développé l'approche Capital Market Insights, un service destiné à aider les entreprises cotées à aligner leur cours de bourse sur leur valeur fondamentale en définissant leur positionnement boursier et leur equity story, en ciblant les investisseurs clés, en élaborant un plan de création de valeur et en organisant un dialogue continu avec leurs investisseurs fondamentaux.

Jean-Florent a également développé une expertise reconnue dans le domaine de la gouvernance d'entreprise. Il est l'un des fondateurs de l'Institut Français des Administrateurs dont il a été administrateur pendant 9 ans. Il est l'auteur du Vademecum de l'Administrateur et de nombreux rapports ou documents de travail sur les meilleures pratiques de gouvernement d'entreprise.

Il a animé de nombreuses conférences sur les questions financières, l'évaluation ou la gouvernance et enseigne ces matières dans plusieurs écoles de commerce (SciencesPo, ENSAE, HEC Group, ESCP Europe).



Eliane Rouyer-Chevalier

Professionnelle de la communication financière, Eliane Rouyer-Chevalier a été directrice des Relations Investisseurs chez Accor et présidente, pendant 10 ans, du Cliff, l'association des professionnels de la communication financière ; elle est, par ailleurs, co-fondatrice de L'Observatoire de la Communication Financière (OCF). Eliane a créé

à l'université de Paris-Dauphine un parcours de formation certifiant préparant aux responsabilités de la Relation Investisseurs et de la Communication Financière.

Elle est fondatrice d'ERC Consulting, société de conseil en communication financière et gouvernance et conduit des missions de consultante dans les pays émergents pour le compte de la Banque Mondiale IFC.

Eliane Rouyer-Chevalier a été de 2009 à 2012, dirigeante d'entreprise en tant que directeur général, membre du Comité Exécutif de Edenred, la société née de la scission du groupe Accor en 2009.

Eliane Rouyer-Chevalier est Administratrice indépendante de Legrand, présidente du comité d'audit et membre du comité des rémunérations. Elle exerce également des mandats d'administratrice dans des Associations professionnelles : F2IC, Fédération des investisseurs individuels et des Clubs d'Investissement, et Cercle de la Compliance.

Eliane est impliquée dans le domaine associatif, co-fondatrice de Time2Start, association qui forme les jeunes des quartiers à la création d'entreprise.

Eliane Rouyer-Chevalier est diplômée de l'Université Paris II Panthéon-Assas en Sciences Economiques.

Elle est Chevalier de la Légion d'honneur.