



“Nous sommes actionnaires actifs mais pas activistes. Notre démarche n’est pas de rentrer brusquement dans le capital des entreprises pour modifier sa stratégie en vue de réaliser une plus-value à court terme.”

A voix haute

Olivier de Guerre

président de Phitrust, Sicav dédiée à l’investissement social

“L’actionnaire doit accompagner l’entreprise dans la prise en compte des sujets ESG – environnementaux, sociaux et de gouvernance. (...) Ce n’est pas une démarche éthique ou morale, mais une démarche d’investisseur qui cherche à créer de la valeur sur la durée.” Olivier de Guerre ne se lasse pas de promouvoir “l’engagement actionnarial” qui est sans doute à ses yeux l’avenir d’un capitalisme résilient. Une formule qu’il met en œuvre depuis 15 ans à la présidence de la Sicav Phitrust, dédiée à l’investissement social responsable et aux critères ESG. “Nous avons compris très vite que pour faire avancer les sociétés sur ces thématiques, il fallait être non pas conseiller, mais actionnaire”, explique-t-il.

Même minoritaire, Phitrust, grâce à sa capacité d’entraînement d’autres actionnaires et de dialogue avec les dirigeants des entreprises, a déjà démontré plusieurs fois qu’il était en mesure de faire bouger significativement les lignes. La plus grande fierté à ce jour d’Olivier de Guerre est sans doute d’avoir réussi à faire inscrire dans les statuts de Total ses responsabilités sociales et environnementales. Un nouveau visage “d’actionnaire actif” donc, conscient que la réussite d’une entreprise se joue sur la durée. Et qui irait même jusqu’à accepter, le cas échéant, de ne pas recevoir de dividendes “pendant deux ou trois ans” pour la bonne cause du développement durable de la société.

les actionnaires ont peu de pouvoir en assemblée générale (AG), le pouvoir étant principalement dans les mains du conseil d’administration. Aussi l’engagement est-il rapidement devenu pour les fonds de pension un des moyens d’action auprès des conseils et CEO. L’internationalisation des capitaux durant les années 80-90 a créé une nouvelle donne. Alors qu’auparavant, les actionnaires étaient le plus souvent en prise directe avec les entreprises, du fait de la diversification internationale des portefeuilles, une distance s’est creusée entre

les détenteurs d’actifs et les entreprises. Le développement des fonds d’OPCVM et autres fonds mutualisés a accentué cette distance, les gérants d’actifs de ces fonds ne participant quasiment jamais aux assemblées générales, sauf lorsque les sujets abordés sont de première importance. Résultat : on se retrouve avec d’un côté, des actionnaires qui ne s’intéressent qu’à la performance financière, et de l’autre des entreprises qui considèrent qu’elles n’ont plus d’actionnaires mais de simples gérants d’actifs financiers.

Pour remédier à cette situation, au début des années 2000, les pouvoirs publics ont petit à petit imposé des obligations à l’adresse des actionnaires, comme celle de participer aux assemblées générales. Ainsi les gestionnaires français d’actifs OPCVM doivent-ils désormais voter, et cela, dans l’esprit du législateur, pour éviter de laisser les investisseurs étrangers prendre seuls le contrôle des opérations.

De la nécessaire implication des actionnaires

Jusqu’à ces derniers temps – mais les choses sont en train d’évoluer significativement – la plupart des actionnaires étaient des actionnaires purement financiers. Sauf ceux qui, ayant des participations importantes dans les entreprises, sont intéressés à exercer leur contrôle. Et sauf aussi les fonds de pension anglo-saxons qui, ayant des passifs à trente/cinquante ans sous forme d’engagements retraites, sont très regardants sur les stratégies des entreprises dont ils surveillent le bien-fondé et la pérennité.

Récemment, on a vu apparaître l’investissement socialement responsable (ISR) qui, pour prendre en compte les enjeux sociaux et climatiques, participe aux assemblées générales et vote. D’où globalement et indéniablement, de plus en plus d’actionnaires impliqués, ce dont il faut se féliciter. C’est comme dans la gestion d’un immeuble : si un propriétaire ne participe pas à l’assemblée des copropriétaires, il ne peut plus se plaindre par la suite si quelque chose se passe

mal dans l’immeuble. Le rôle des actionnaires est important pour accompagner les entreprises et pour soutenir leur conseil d’administration dans leur stratégie de développement. Dans les sociétés ayant des actionnaires importants, voire majoritaires, notre rôle en tant qu’actionnaires minoritaires est de s’assurer que les entreprises mettent effectivement en œuvre les bonnes stratégies. Et qu’il n’y a pas un ou deux actionnaires qui profitent de la situation pour contrôler l’entreprise sans être majoritaires, tant il est vrai que les dirigeants et le conseil d’administration doivent représenter l’ensemble des actionnaires et non pas seulement un petit nombre d’entre eux.

D’un point de vue général, une entreprise a besoin d’actionnaires qui la soutiennent dans son développement, et un conseil d’administration a besoin de sentir qu’il est soutenu par les actionnaires, d’autant plus qu’il court toujours le risque potentiel de ne pas être réélu. En outre, en cas d’augmentation de capital ou d’OPA, les actionnaires doivent nécessairement se prononcer pour suivre ou pas la demande des dirigeants. Si les actionnaires ne participent aux assemblées générales, les dirigeants perdent leur légitimité. Et comme lorsqu’on lâche la bride aux enfants, ils sont aussi plus susceptibles, faute d’être suffisamment surveillés, de faire n’importe quoi, avec parfois à la clé de possibles scandales retentissants comme ceux que l’on a connus chez Volkswagen, Parmalat, Wirecard et en son temps Vivendi.

Derrière les obligations, surtout l’intentionnalité

Aux États-Unis, l’engagement actionnarial s’est développé largement de façon spontanée, sous l’impulsion notamment des fonds de pension. En Europe, l’implantation de cette démarche s’est faite en grande partie sous la contrainte. En France, dans les années 2000, a été instituée une obligation de vote pour les OPCVM pour contre-carrer l’influence des fonds étrangers plus actifs. Mouvement renforcé il y a deux ans par une directive européenne SRD2 [Shareholder Rights

ENTRETIEN MENÉ PAR PHILIPPE PLASSART

La démarche de l’“engagement actionnarial” s’est beaucoup développée dans les années 80 aux États-Unis. La méthode tend désormais à se diffuser en Europe, où elle a d’abord été mise en œuvre de façon active par la fondation pour le développement durable Ethos en Suisse, et par Phitrust, qui cible l’intégralité des entreprises du CAC en France. Aux États-Unis,

Directive, ndr], aujourd'hui totalement applicable, directive qui pose, outre l'obligation de voter, le principe d'un devoir de fiducie à tous les investisseurs institutionnels, c'est-à-dire d'être, au nom de leurs mandants, au plus près des entreprises en vue de s'assurer que ces dernières mettent tout en œuvre pour respecter toutes leurs obligations extra-financières. Une façon pour le législateur européen d'uniformiser par le haut les pratiques entre tous les pays de l'Union.

Parallèlement, la diffusion de l'ISR (investissement socialement responsable) contribue à inciter à les actionnaires à s'engager pour accompagner les entreprises dans la prise en compte des critères ESG (Environnement, social, gouvernance). À ses débuts, l'ISR était perçu comme un risque dont il fallait se prémunir; au moment de l'accord climatique de Paris de 2015, c'est devenu une opportunité, et aujourd'hui, l'ISR est stratégique, tant la prise en compte des enjeux climatiques et sociaux apparaît désormais comme cruciale pour gager la pérennité des entreprises. Se sont ajoutées à cela des obligations nouvelles de reporting extra-financier. Toutefois, au-delà de toute cette accumulation d'obligations, c'est l'intentionnalité et la volonté de progresser des entreprises qui compte. L'ISR sert incontestablement depuis environ cinq ans d'aiguillon fort, les entreprises comprenant de plus en plus que si elles veulent garder leurs actionnaires, elles se doivent de les écouter.

Actifs, mais pas activistes

La base line de Phitrust tient en deux principes. Primo, l'actionnaire doit accompagner l'entreprise dans la prise en compte des sujets environnementaux, sociaux et de gouvernance pour faire évoluer ses pratiques. Deuzio, en cas problème, au lieu de voter avec ses pieds en retirant sa ligne, l'actionnaire doit toujours privilégier la discussion avec les dirigeants. Certains intervenants aux États-Unis poussent actuellement les actionnaires à se retirer brutalement des secteurs carbonés (charbon, pétrole etc.), en faveur des secteurs propres décarbonés (mouvement "divest/invest"). Une consigne contre-productive car les actions vendues par les uns sont rachetées par d'autres, si bien qu'au total, on en reste au même point et la décarbonation ne progresse pas. Il vaut mieux conserver les actions et se tourner vers les directions des sociétés carbonées, pour envisager avec elles une transition vers moins de carbone, cette attitude constructive étant au final bien plus efficace.

Phitrust est née il y a 15 ans quand, à la suite du naufrage du pétrolier 'Erika', nous nous sommes rapprochés de Total – alors qu'aucun actionnaire ne l'avait fait – pour comprendre à quel niveau se situaient les causes de cette catastrophe écologique et voir comment en éviter une nouvelle. Notre démarche n'est pas celle des actionnaires "activistes". Ces derniers rentrent brusquement dans le capital des entreprises pour modifier sa stratégie en vue de réaliser une plus-value à court terme. Dans ses investissements, Phitrust a au contraire une approche indiciaire au long cours, basée sur l'évolution du CAC 40, avec toujours cette volonté de dialogue sur la durée avec les entreprises. C'est ainsi que nous sommes par exemple actionnaires de Total, de LVMH etc. sans discontinuer depuis plus de quinze ans, nous contentant de modifier nos pondérations en fonction de l'évolution de l'écoute des entreprises vis-à-vis de leurs actionnaires par rapport à ces sujets ESG.

Autre caractéristique forte de Phitrust: nous ne poursuivons jamais les entreprises et nous refusons d'aller en justice. Nous considérons qu'en tant qu'actionnaires, nous avons à nous exprimer en cas de désaccord soit en AG, soit en allant parler aux dirigeants. Mais pas en "votant avec nos pieds", en vendant la ligne sans essayer de faire changer la direction générale sur tel ou tel sujet. Nous sommes actionnaires actifs mais pas activistes. Actifs et conscients aussi qu'un dialogue avec les dirigeants d'entreprise prend nécessairement du temps et qu'il faut remettre sans



"L'actionnaire doit accompagner l'entreprise dans la prise en compte des sujets environnementaux, sociaux et de gouvernance pour faire évoluer ses pratiques."

cesse patiemment les sujets sur le métier pour les faire progresser. Nous commençons en général le dialogue par l'envoi d'une lettre à la direction dans laquelle nous soulevons au nom des actionnaires telle ou telle problématique. Et si pour une raison x ou y, le dialogue n'avance pas, et si le sujet est jugé suffisamment important aux yeux des investisseurs, on entame alors une démarche publique pour rallier d'autres actionnaires par le canal d'un communiqué de presse ou d'une question orale à l'assemblée générale, et parfois même jusqu'au dépôt d'une résolution à cette même assemblée générale.

Fort de notre capacité à convaincre d'autres actionnaires, nous avons à plusieurs reprises réussi à rallier plus de 50 %, voire 66 % des actionnaires, seuil nécessaire pour faire passer une résolution, celle-ci devant être soutenue par des actionnaires représentant plus de 0,5 % du capital pour être présentée en assemblée générale. Ces cas illustrent notre capacité de mobilisation qui est de plus en plus perçue par les dirigeants des sociétés. Parmi eux, on peut distinguer trois groupes selon leur attitude face à ces problématiques ESG: il y a ceux qui avancent tout seul spontanément sur ces sujets; ceux qui bougent préventivement pour éviter de devoir subir une résolution en AG; ceux enfin, devenus heureusement minoritaires, qui ne veulent toujours rien entendre.

Le pourquoi d'une Sicav dédiée

Pourquoi une Sicav dédiée à cette problématique? Nous l'avons créée en premier lieu parce qu'on s'est rendu compte très vite que pour faire avancer les sociétés sur ces thématiques, il fallait être non pas conseiller, mais actionnaire. Qui plus est, nous sommes convaincus que les entreprises qui ont de bonnes pratiques ESG sont mieux valorisées par les marchés parce qu'elles sont les plus à même à traiter ces sujets

aujourd'hui incontournables. On voit bien aujourd'hui par exemple qu'une entreprise pétrolière qui ferait l'impasse sur les problématiques climatiques verrait son existence purement et simplement remise en cause à plus ou moins brève échéance. Troisième idée qui a présidé à la création de la Sicav: en regroupant des investisseurs autour de nous, on leur permet de comprendre nos actions d'engagement sur le long terme mais surtout, pour certains d'entre eux, on va leur éviter des conflits d'intérêts. Faute d'avoir des fonds de pension privés en France, les compagnies d'assurances, les sociétés de gestion, peuvent être potentiellement en conflit d'intérêts en ayant comme partenaires ou clients des sociétés du CAC 40. Et la situation peut être pire pour les sociétés de gestion directement détenues par des entreprises cotées. Dès lors, ces investisseurs qui viennent dans la Sicav peuvent participer s'ils le souhaitent au conseil d'administration de la Sicav, s'impliquant ainsi dans le pilotage des actions menées auprès des sociétés du portefeuille. Les décisions du conseil sont prises à bulletin secret, ce qui permet à chaque investisseur présent au conseil d'avoir la liberté de suivre ou de ne pas suivre les actions publiques menées. Une façon de gérer les potentiels conflits d'intérêts en ayant par ailleurs sa propre politique de vote.

Enfin, à l'expérience, nous nous sommes aperçus qu'avec la Sicav, nous jouons un "rôle de place". En faisant de l'engagement systématique et non pas au coup par coup, nous sommes en effet amenés à identifier les sujets qui montent, à apprécier la réactivité des dirigeants sur ces sujets, autant d'informations précieuses au bénéfice de tous les investisseurs. Nonobstant tous ces éléments, la dotation de la Sicav reste, il est vrai, encore relativement faible, autour de 30 millions d'euros. Toutefois, notre volonté est bien d'augmenter la taille de la Sicav



Notre démarche est celle d'actionnaires actifs qui cherchent à créer de la valeur sur la durée"

en élargissant notre tour de table à d'autres investisseurs institutionnels. Il nous faut pour cela lever encore quelques réticences ou obstacles, comme rassurer complètement sur les conflits d'intérêts; nous faire connaître auprès des institutionnels, augmenter notre attractivité auprès des investisseurs étrangers en grossissant.

Autre frein probable: la performance de la Sicav. En tant que fonds indiciaire et non pas "growth for value", nous visons un rendement aligné sur le CAC + dividendes réinvestis, plus ou moins selon les périodes, un niveau jugé insuffisant par certains investisseurs qui veulent prioritairement de "l'alpha" (c'est-à-dire de la création de valeur). Forts du label ISR que nous venons d'obtenir en octobre, nous allons adopter une nouvelle stratégie de gestion qui marquera plus nettement nos choix, avec à la clé plus de création de valeur sur le long terme, sachant que nous devons composer aussi avec le biais d'un indice qui inclut des entreprises qui peuvent performer en bourse tout en ayant une mauvaise gouvernance...

Total, Renault, et de quelques autres dossiers emblématiques

Nous avons déposé 45 résolutions depuis 2003 et nous sommes les seuls à en avoir fait autant. Aller en assemblée générale et déposer une résolution n'est pas une mince affaire, car il faut réunir au moins 0,5 % du capital. Soit par exemple chez Total, 800 millions à 1 milliard d'euros, ce qui suppose d'avoir le soutien d'actionnaires importants. Nos relations avec Total sont très emblématiques. Démarrées avec l'Erika' en 2003, elles ont été très compliquées jusqu'en 2011, en particulier lorsque nous avons soulevé avec Greenpeace la question de la pollution liée à l'exploitation des sables bitumineux au Canada, une démarche très mal prise à l'époque par Total. Par la suite, nous sommes parvenus à renouer les liens avec les dirigeants en discutant avec eux sans a priori, par exemple des difficultés que la société avait à évaluer la production de CO2 au niveau des consommateurs finaux de carburants. On leur a proposé dans le cadre de la loi PACTE de modifier leurs statuts pour que le conseil d'administration ait aussi des missions sociétales et environnementales, résolution qui a été adoptée en assemblée générale avec les remerciements de M. Pouyané [Pdg de Total, ndr]. Une inscription fondamentale qui change la donne et qui est un bel exemple de dialogue, au départ difficile, mais qui petit à petit est devenu constructif.

Autre exemple instructif bien qu'il ne soit pas une réussite: Renault. Nous considérons que la situation dans laquelle s'est retrouvé Carlos Ghosn vient du fait que ni le conseil d'administration, ni les actionnaires n'ont fait leur travail. Pourtant, Phitrust n'a eu de cesse pendant une douzaine d'années de soulever les problèmes de gouvernance du constructeur automobile, la question des droits de vote double ou de la rému-



“Acheter des actions pour les revendre, ce n’est pas de l’investissement, c’est du trading. L’investisseur doit s’intéresser à ce qui se passe à l’intérieur des entreprises. Ce n’est pas une démarche éthique ou morale, mais une démarche d’investisseur minoritaire qui cherche à créer de la valeur sur la durée”

nération de son PDG. Et si nous n’avions pas identifié les sujets japonais, nous avons mis clairement les sujets européens sur la table. Malheureusement, nous n’avons pas été suivis par suffisamment d’actionnaires et cela parce qu’en dépit de ces défaillances de gouvernance, le cours de bourse n’en continuait pas moins d’augmenter...

Autres dossiers dans lesquels nous intervenons, les cas des fusions dites “entre égaux”. Selon nous, lorsque par exemple dans l’opération d’Essilor/Luxottica, l’une des parties prend de fait le contrôle sans en payer le prix, cela s’assimile à une OPA déguisée qui lèse les actionnaires.

Vis-à-vis des initiatives de Phitrust, les réactions des dirigeants sont de trois ordres. Ceux avec qui nous entretenons de bonnes relations savent que nous ne sommes pas là pour leur “planter un couteau dans le dos” mais au contraire pour les faire progresser. D’autres font leur possible en discutant avec nous en amont pour ne pas avoir à s’ennuyer avec une résolution externe en AG. Enfin, pour les dirigeants qui contrôlent leur société à travers des actionnaires majoritaires ou dominants, peu leur importe au fond que nous agissions ou pas.

À l’écoute des ONG

Nous sommes à l’écoute des ONG car elles peuvent nous apporter des informations sur des sujets importants que nous n’aurions pas identifiés liés par exemple à la corruption, au blanchiment ou à d’autres problématiques relevant de l’environnement ou du social. Cela suppose parfois une certaine habileté. Ainsi pendant la période durant laquelle nous avons travaillé avec Greenpeace à propos Total, nous avons veillé à ce que l’organisation écologiste ne mène pas en même temps “d’attaques” sur la compagnie. Il est vrai que les ONG, qui soulèvent souvent légitimement certains problèmes, peuvent devenir agressives à force de ne pas être entendues. En tant qu’actionnaires, nous sommes mieux armés pour porter ces sujets et

servir de go-between, même si on n’y réussit pas à chaque fois.

Vigilance post-Covid

Le contexte lié à la crise de la Covid et à ses conséquences doit nous conduire à la vigilance. Premier sujet : l’hétérogénéité dans la situation des entreprises, entre celles qui vont très bien et celles qui ne savent pas si elles seront toujours là dans six mois. Deuxième sujet : avec le confinement se sont multipliées les AG virtuelles, qui se sont, dans beaucoup de cas, très mal passées. Par exemple celle d’Essilor/Luxottica où ni le président, ni le vice-président n’étaient là et où la présentation s’est réduite à des slides, ce qui est le degré zéro du dialogue avec l’actionnaire. À l’inverse, Total, Orange, BNP ont essayé d’organiser autant que faire se peut leur AG dans ce contexte si particulier. Il est vrai que pour les dirigeants, l’AG virtuelle est idéale. Ils ne sont pas ennuyés car personne ne leur apporte la contradiction faute de questions orales, ce qui sacrifie les droits de base des actionnaires. Si les confinements se répètent en 2021, il faudra instituer des cartes d’identité numérique pour permettre aux actionnaires d’intervenir en AG. Troisième sujet de vigilance : certaines entreprises vont probablement “profiter” de la crise pour faire des plans sociaux, ce qui posera inévitablement la question de la rémunération des dirigeants d’autant qu’après une année de sous-performance, la tentation du rattrapage va grandir. On a écrit à tous les dirigeants du CAC qui pouvaient et voulaient distribuer des dividendes de bien faire attention de prendre en compte tous les enjeux actuels. Notamment la situation de tout l’écosystème de l’entreprise, et en particulier l’état de leurs sous-traitants à l’autre bout du monde qui n’ont pas les amortisseurs français. Et de se préparer à prendre un jour le relais des subventions publiques. La prise de conscience des entreprises qu’elles ont un rôle à jouer dans la cité est l’un des enjeux essentiels de la période post-Covid.

Le deuxième enjeu majeur concerne la crise climatique, qui doit inciter les entreprises à modifier leur business model et à réfléchir à la mise en place d’une nouvelle stratégie, exercice il est vrai pas évident tant l’avenir est incertain. Mais les entreprises n’ont plus le choix. La crise du Covid et ses répercussions ont plutôt accéléré la prise de conscience. Pour aborder cette nécessaire transition, il faut qu’elles réfléchissent à garder, si besoin, la ressource des dividendes pour la mettre au service du développement de l’entreprise. Notre ligne est de considérer que si des entreprises ne distribuent pas de dividendes pendant deux ou trois ans pour se renforcer, ce n’est pas une difficulté pour les actionnaires. Un message bien reçu par, en premier... les fonds de pensions américains, qui raisonnent à trente ans. Ce qui n’empêche pas certains gestionnaires de fonds – restons lucides – de pratiquer parfois un double langage en plaidant pour des contractions supplémentaires des coûts.

Gestionnaires, mais pas moralisateurs

Nous avons beaucoup de challengers depuis que l’engagement actionnarial est devenu une directive européenne. Mieux vaut avoir des compétiteurs sur un marché qui grossit que de rester petit dans un marché étroit. Phitrust est devenu une référence pour le dépôt de résolutions en AG, forts de nos contacts avec les dirigeants. Cela fait quinze ans que l’on envoie systématiquement une lettre aux entreprises du CAC 40 sur des sujets ESG, nous avons donc une connaissance du marché que beaucoup des acteurs nouveaux n’ont pas. Notre expertise est reconnue. Nous nous rémunérons sur les frais de gestion de la Sicav et des autres fonds solidaires que nous avons créés. Nous pensons pouvoir développer notre méthodologie propriétaire et notre logique d’intervention dans d’autres pays européens. Pour

cela, il nous faut plus d’actifs pour recruter plus d’équipes spécialisées dans l’engagement.

L’Institut du capitalisme responsable nous a décerné le prix de la gestion intégrée dont nous sommes très fiers, car beaucoup trop de monde pense que nous faisons du conseil et non pas de la gestion. Acheter des actions pour les revendre, ce n’est pas de l’investissement, c’est du trading. L’investisseur doit s’intéresser à ce qui se passe à l’intérieur des entreprises. Ce n’est pas une démarche éthique ou morale, mais une démarche d’investisseur minoritaire qui cherche à créer de la valeur sur la durée. Ce qui fait bouger les entreprises, ce n’est pas nous, pas plus que les régulateurs, mais les jeunes qui recherchent désormais du sens, les entreprises étant ancrées dans la vie et contribuant au mieux-être économique et social. C’était déjà le discours du Pdg de Danone Antoine Riboud à Marseille en 1972.

Bio express

Le fruit d’une rencontre

Diplômé de l’Essec et de l’école des Ponts et chaussées en urbanisme, **Olivier de Guerre** n’était pas destiné à travailler dans la finance. Il commence sa carrière dans une salle de change chez Indosuez devenue une salle de marchés, puis à la salle des marchés d’Elf-Aquitaine. Par la suite, il crée une société de gestion à base de produits dérivés pour couvrir les risques actions et obligations. En 2001, il rencontre Pierre-Henri Leroy, de Proxinvest, et Denis Branche, avec qui il monte Phitrust, et sous la houlette de cette société des fonds solidaires à l’intention d’entrepreneurs sociaux (20 millions d’euros cette année).