

Magistère Juriste d’Affaires – DJCE

2022 – 2023



L’ACTIVISME ESG EN FRANCE

Mémoire de Master 2

Jeanne IMBERTON

Sous la direction du Professeur Antoine GAUDEMET

L'Université Paris II Panthéon-Assas n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans ce mémoire. Ces opinions doivent être considérées comme propres à son auteur.

SOMMAIRE

PARTIE 1 : LES DYNAMIQUES DE L'ACTIVISME ACTIONNARIAL 10

SECTION 1 : ACTEURS ET STRATEGIES ACTIVISTES ESG 10

§1. LES INTERACTIONS ENTRE LES ACTIONNAIRES ACTIVISTES ET LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS 10

A. LA PRISE EN COMPTE DES DYNAMIQUES ESG PAR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ET GESTIONNAIRES

D'ACTIFS..... 10

1. LA SOUMISSION DES INVESTISSEUR INSTITUTIONNELS ET GESTIONNAIRES D'ACTIFS AUX CRITERES ESG..... 10

2. L'ESSOR DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS SOCIALEMENT RESPONSABLES (ISR) 12

B. LE LIEN CONSUBSTANTIEL ENTRE LES ACTIVISTES ET LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS..... 15

1. LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS : UN SOUTIEN NECESSAIRE AUX ACTIONNAIRES ACTIVISTES 15

2. L'IMPORTANCE DES PROXYS ADVISOR 16

§2. L'ACTIVISME DES ACTEURS DE LA SOCIETE CIVILE..... 19

A. LE ROLE CROISSANT DES ORGANISATIONS NON GOUVERNEMENTALES (ONG) 19

1. UN NOUVEAU CONTRE-POUVOIR DANS LES ASSEMBLEES GENERALES 19

2. UN POUVOIR SUR LES ENTREPRISES..... 21

B. LES PARTICULARITES DE L'ACTION DES ONG 22

1. LE DEVOIR DE VIGILANCE : UN NOUVEL OBJET DE RESPONSABILITE DES ENTREPRISES 22

2. L'ENJEU DE L'ACTION DES ONG SUR LE FONDEMENT DU DEVOIR DE VIGILANCE 24

SECTION 2 : LES EFFETS CONTRASTES DE L'ACTIVISME ACTIONNARIAL ET DE L'ENGAGEMENT ACTIONNARIAL DANS LA DYNAMIQUE ESG 26

A. LES EFFETS DE L'ACTIVISME ACTIONNARIAL SUR LES PERFORMANCES ESG DE L'EMETTEUR 27

1. UNE ACTION EFFICACE EN MATIERE DE GOUVERNANCE 27

A) L'IMPORTANCE DU CRITERE GOUVERNANCE POUR LES FONDS ACTIVISTES 27

B) L'IMPACT CONTROVERSE SUR LA GOUVERNANCE DES SOCIETES COTEES 28

2. LA PREPONDERANCE DU FACTEUR FINANCIER PAR RAPPORT AUX FACTEURS ENVIRONNEMENTAUX ET SOCIAUX 31

B. LES EFFETS DE L'ENGAGEMENT DES ACTIONNAIRES SUR LA PRISE EN COMPTE DES DYNAMIQUES ESG..... 33

1. UN ENGAGEMENT ASCENDANT POUR LES THEMATIQUES ESG 33

2. LA PORTEE LIMITEE DE L'ENGAGEMENT ACTIONNARIAL SUR LA PERFORMANCE ESG DES EMETTEURS 35

PARTIE 2 : L'ENCADREMENT DE L'ACTIVISME ACTIONNARIAL (DANS SA CONCEPTION LARGE

COMPRENANT L'ENGAGEMENT ACTIONNARIAL)..... 37

SECTION 1 : LE CADRE DU DROIT COMMUN DES SOCIETES..... 37

§1. LES OUTILS CLASSIQUES A LA DISPOSITION DES ACTIONNAIRES.....	37
A. LA COALITION COMME ARME PRINCIPALE DE L’ACTIONNARIAT ACTIVISTE ET ENGAGE.....	37
B. LES AUTRES OUTILS A LA DISPOSITION DES ACTIONNAIRES ACTIVISTES ET ENGAGES	39
§2. LA REGULATION DES DROITS ET OBLIGATIONS DES ACTIONNAIRES	42
A. UNE REGLEMENTATION FAVORISANT L’ENGAGEMENT ACTIONNNARIAL.....	42
B. UNE REGULATION EN PREVENTION DES DERIVES DE L’ACTIVISME ACTIONNNARIAL	44
SECTION 2 : LE CADRE SPECIFIQUE AUX THEMATIQUES ESG	48
§1. LES OUTILS ESG A LA DISPOSITION DES ACTIONNAIRES	49
§2. LES CONTROVERSES ATTACHEES A LA LEGALITE DES RESOLUTIONS CLIMATIQUES	51
CONCLUSION : LES DEFIS DU REGULATEUR ET LES PERSPECTIVES D’EVOLUTION REGLEMENTAIRE.....	54
<u>BIBLIOGRAPHIE :</u>	<u>57</u>

PROPOS INTRODUCTIFS

L'activisme actionnarial est une notion protéiforme renvoyant moins à une catégorie d'investisseurs, qu'au comportement adopté par ces derniers à l'égard de l'émetteur sur un sujet donné. Dès lors, que ces fonds soient actifs ou -paradoxalement- passifs, majoritaires ou minoritaires, agressifs ou modérés, ou encore engagés du point de vue environnemental et social ou motivés exclusivement par la création de valeur financière court-terme, tous peuvent être activistes s'ils adoptent un comportement activiste.

D'activisme actionnarial à démocratie actionnariale, les ressorts du phénomène activiste

Le terme d'activisme, comme celui d'engagement, invite à une analogie avec l'activisme ou l'engagement en politique, donc à une comparaison entre régime politique (démocratie ou autre système) et gouvernance actionnariale.

L'activisme désigne des méthodes au service d'une opposition à la ligne de dirigeants, pas un contenu, une direction ou une philosophie, uniques.

De la même façon qu'en politique tous les citoyens n'ont pas comme seul objectif la fin de mois, les objectifs poursuivis par les actionnaires activistes – qui sont aussi des citoyens – certes centrés sur le profit, vont néanmoins de l'intérêt immédiat des actionnaires à la soutenabilité des activités de la ou des entreprises qu'ils financent, non pas seulement d'ailleurs par souci de l'intérêt général, mais aussi dans leur intérêt bien compris à long terme en tant qu'actionnaires. Une activité non soutenable n'est a priori pas promise à un grand avenir.

De la même façon que les visions de la société et du monde évoluent, la vision de l'entreprise par ses actionnaires évolue, plus rapidement encore désormais sous l'effet de l'explosion des problématiques ESG et surtout de celle du changement climatique. Cette évolution, au cœur de laquelle se situe l'activisme actionnarial, appelle un questionnement sur l'opportunité d'un cadre législatif, des limites, des règles, une transparence encore plus aboutie, afin d'éviter les tromperies, les dérives, les excès, les abus, les méthodes déloyales ou opaques, tout en permettant le développement de ses aspects vertueux. C'est la condition d'une maturation vers une démocratie actionnariale.

L'activisme actionnarial est une démarche par laquelle des actionnaires tentent d'influencer les pratiques d'une entreprise¹ - voire d'en obtenir de profonds bouleversements -, par le biais de différents outils juridiques (dialogue actionnarial avec la direction, déclarations publiques, dépôt de résolutions, exercice effectif du droit de vote, etc.), et stratégies non - ou peu - réglementées issues de la pratique. Cela, sans pour autant prétendre devenir actionnaire majoritaire lorsque l'activiste est minoritaire, ni prendre le contrôle de l'entreprise cible². Généralement, les activistes actionnariaux

¹ Le terme *d'entreprise*, est un concept économique méconnu du droit des sociétés. Selon l'INSEE, l'entreprise est une « *unité économique, juridiquement autonome dont la fonction principale est de produire des biens ou des services pour le marché* ». En droit, la notion d'*entreprise* n'est appréhendée que sous l'angle du droit de la concurrence, en tant qu'« *entité exerçant une activité économique, indépendamment [de son] statut juridique (...) et de son mode de financement* » (CJCE, 23 avril 1991, *Klaus Höfner et Fritz Elser c/ Macrotron GmbH*, aff. C-41/90, pt 21). L'étude de l'activisme actionnarial suppose la prise en compte de l'entreprise, car ses conséquences s'observent notamment sur l'activité économique des entreprises et des parties prenantes.

² Eric Woerth et Benjamin Dirx, Rapport d'information sur l'activisme actionnarial, Commission des finances.

relèvent des dysfonctionnements dans la structure de la Gouvernance, dont ils se servent comme leviers dans le cadre de leur campagne activiste. Ces dysfonctionnements sont à l'origine d'un décalage entre le prix des actions, et leur valeur estimée par ces actionnaires activistes. Les campagnes activistes sont donc menées dans l'intérêt social, la société étant instituée notamment en vue de partager le bénéfice³, lequel converge souvent avec l'intérêt des actionnaires.

Mais qui sont ces actionnaires que l'on qualifie d'activistes ?

En droit, l'influence est proportionnelle au nombre d'actions détenues dans le capital social. Pour autant, l'activisme n'est pas le monopole des actionnaires majoritaires. L'activisme peut-être le fait de tout actionnaire, minoritaire ou majoritaire, qui souhaite contraindre l'entreprise à s'aligner avec l'intérêt des actionnaires. Toutefois en pratique, l'activisme est essentiellement le fait d'actionnaires minoritaires⁴. Utilisés isolément, les instruments juridiques mobilisés par ces actionnaires seraient donc inefficaces pour peser sur la prise de décision de l'émetteur. Pour peser, les actionnaires activistes doivent obtenir le soutien massif des autres investisseurs, donc user de leur influence en sus des outils juridiques mis à leur disposition. L'affaire Danone, dont l'entreprise est devenue la cible d'investisseurs en 2021, est une parfaite illustration de ce qu'un investisseur possédant une participation faible peut parvenir à ses fins grâce aux jeux d'influence. Avec une participation de seulement 3 % et 5%, les fonds d'investissements *Bluebell Capital* et *Artisans Partners* sont parvenus à faire remplacer le Président et Directeur Général (PDG), Emmanuel Faber, premier dirigeant français à adopter le statut de *société à mission*.

Malgré ces quelques éléments de définition, l'activisme actionnarial n'est pas une notion juridique encore bien établie : ce qu'il recouvre, ses acteurs, ses effets, ses perspectives d'évolution et l'utilité voire la faisabilité d'un encadrement spécifique sont encore très discutés. De fait il est à ce jour peu appréhendé par un droit spécifique. Le sens même de l'activisme actionnarial fait l'objet de controverses. Il s'agit pour certains d'un terme péjoratif et imprécis pour décrire un phénomène qui découle presque exclusivement de la mise en œuvre par l'actionnaire, de l'exercice des droits politiques attachés à sa qualité. Il viendrait nourrir l'inquiétude et l'hostilité des émetteurs et de la société civile, suscité par la crise financière de 2008, dont certains considèrent que les hedge funds⁵ ont été les propagateurs⁶. Pourtant, l'activisme actionnarial recouvre des réalités et situations disparates, ne permettant pas une approche unique.

³ Article 1832, al1 c.civ

⁴ L'activisme actionnarial tendant à se démocratiser, il est progressivement adopté par les fonds d'investissements institutionnels - bien qu'ils réfutent cette qualification en raison de la connotation négative qui est associée à la notion - (v. infra. Partie 1, section 1, A. Le rôle des investisseurs institutionnels dans la dynamique ESG).

⁵ Monarcha, Guillaume, et Jérôme Teiletche, « Introduction », Guillaume Monarcha éd., Les hedge funds. *La Découverte*, 2013, pp. 3-5. « Les hedge funds sont des gérants actifs, voire très actifs, qui interviennent de façon non conventionnelle sur les marchés traditionnels (actions, obligations, change) ou exotiques (matières premières, produits structurés et complexes, volatilité). Leur gestion dynamique et leur capacité à traiter des produits d'investissement nouveaux leur offrent l'opportunité de dégager des performances ajustées du risque très différenciées de celles offertes par les investissements traditionnels ».

⁶ André Cartapanis, Les Hedge funds et la crise financière, *Revue de droit économique*, Persée, p.185-193.

Ces réalités disparates soulèvent des difficultés juridiques essentielles.

La première est conceptuelle. Comment le droit des sociétés peut-il intégrer une notion si imprécise, et réglementer un comportement dont la définition est encore très idéologique ?

La seconde est technique et intéresse la faculté même de la Loi à réglementer l'activisme. En droit des sociétés, la notion de contrôle de l'entreprise est appréhendée sous l'angle de la détention des parts⁷. C'est en raison de son poids dans le capital social que l'actionnaire majoritaire peut influencer sur la politique de l'entreprise. Or, l'activisme actionnarial induit un contrôle qui ne réside pas dans la détention des parts, mais presque exclusivement dans l'influence⁸. Le Droit doit donc aussi appréhender le contrôle sous un autre angle que la détention des parts. Mais, comment appréhender l'influence ?

Si l'activiste actionnarial ne peut être associé à une unique catégorie d'investisseurs, il est cependant possible de distinguer des catégories d'activisme.

L'activisme dit long, qui est le fait d'actionnaires exigeant de l'émetteur qu'ils considèrent sous-valorisé, des évolutions significatives, notamment en termes de gouvernance. Ces actionnaires espèrent tirer profit de l'appréciation du cours des changements qu'ils ont impulsés. L'activisme dit court, consiste pour un ou plusieurs actionnaires considérant la société surévaluée à prendre des positions courtes sur le titre afin de tirer profit de l'ajustement à la baisse du coût. Ces activistes dit court ne sont pas des actionnaires, car ils n'acquièrent pas les titres de l'émetteur, mais se limitent à les **vendre à découvert**. « La quasi-totalité des campagnes activistes intervenues en France depuis dix ans implique[nt] des activistes "long" »⁹. Cet exposé sera donc principalement focalisé sur l'activisme long.

D'activisme actionnarial à engagement actionnarial

À côté de ces deux premières catégories s'est développé un activisme nouveau, apparemment motivé par des enjeux qui dépassent les logiques exclusivement financières, et liées à la gouvernance de l'entreprise, des activistes traditionnels. L'urgence résultant du changement climatique, les scandales liés à la gouvernance des sociétés cotés¹⁰, ainsi que les manquements aux droits fondamentaux dans lesquels sont directement ou indirectement impliqués des émetteurs, constituent le centre des préoccupations de ces actionnaires activistes, aussi dits **actionnaires engagés**. L'engagement actionnarial consiste à prendre position sur des enjeux Environnementaux, Sociaux, et de Gouvernance (ci-après enjeux ESG) en exigeant des entreprises ciblées, qu'elles améliorent leurs pratiques dans la durée. Ce nouvel activisme, qui s'accompagne de l'essor de l'**investissement socialement responsable** (Ci-après ISR), semble rompre avec le modèle actionnarial (*shareholders*), qui repose uniquement sur l'enrichissement des actionnaires sous l'angle de la correction des dysfonctionnements de la

⁷ L.233-3 c. com

⁸ À titre d'exemple, on peut citer le cas du fonds KV qui, avec une participation financière de 1% dans le capital de Suez, a pu s'opposer à la fusion de Gaz De France (GDF) avec Suez.

⁹ AMF, Communication de L'AMF sur l'activisme actionnarial, 28 avril 2020, p. 6

¹⁰ V. par exemple l'affaire *Carlos Gohn*, manifestation de l'évolution des rapports de pouvoirs entre les actionnaires et les dirigeants de sociétés cotées.

gouvernance, au bénéfice du modèle sociétal (*stakeholder*) qui tient compte aussi des enjeux environnementaux et sociaux. Cet engagement actionnarial n'est pas le fait d'actionnaires militants, mais s'est développé concomitamment à la diminution de l'actionnariat individuel au profit d'un actionnariat délégué - souscriptions dans la gestion financière collective-, qui ne rend pas forcément compte des préoccupations des actionnaires « engagés ». Face à ces préoccupations, des sociétés de gestion se sont constituées afin de permettre à ces actionnaires individuels de faire entendre leur voix, telles que la société de gestion *Phitrust*, pionnière de l'engagement environnemental, qui en 1999 s'est engagée au sujet du naufrage du navire pétrolier Erika de la société Total sur les côtes françaises. Mais cet engagement actionnarial produit-il les effets escomptés ?

Contrairement à la dynamique activiste historique, cette dynamique nouvelle n'est donc pas dictée uniquement par l'**intérêt social**, tel que défini par l'article 1832 du code civil, bien qu'elle s'inscrive dans l'évolution du droit des sociétés issu de la L. no 2019-486 du 22 mai 2019, art. 169 : « La société est gérée dans son intérêt social, en prenant **en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité**. » (Article 1833, al. 2 du code civil). La prise en compte de ces enjeux s'inscrit dans l'intérêt social - dans sa conception traditionnelle¹¹- lorsqu'elle est intègre les risques auxquels exposent ces enjeux ESG les investissements des actionnaires. Il est donc intéressant d'examiner la réalité des effets de l'activisme en matière ESG, avant d'analyser le rôle, présent et potentiellement futur, du législateur.

Les fonds activistes, qui affirment prendre en compte les enjeux ESG sont-ils sincèrement motivés par ceux-ci ? Dans quelle mesure instrumentalisent-ils ces enjeux pour susciter l'adhésion des autres investisseurs dans le cadre de leurs campagnes ? Ce sera l'objet d'une première partie consacrée à l'analyse des dynamiques activistes et de leurs effets contrastés en matière ESG.

Face à ces effets, quel est le rôle du législateur à l'égard de l'activisme actionnarial et de l'engagement actionnarial ? Doit-il intervenir de façon plus spécifique, au-delà des outils existants, et dans l'affirmative comment, pour limiter l'activisme spéculatif tout en favorisant la prise en compte des enjeux ESG ? Ce sera l'objet d'une deuxième partie.

¹¹ Article 1832, al1 c.civ : « *La société est instituée par deux ou plusieurs personnes (...) en vue **de partager le bénéfice** (...) qui pourra en résulter* ».

PARTIE 1 : LES DYNAMIQUES DE L'ACTIVISME ACTIONNNARIAL

Avant d'envisager les effets de l'activisme actionnnarial et de l'engagement actionnnarial sur les dynamiques ESG (Section II), il faut d'abord identifier les acteurs de l'activisme actionnnarial et les stratégies mises en œuvre, tant ces stratégies peuvent aboutir à la prise en compte de dynamiques ESG qu'ignorerait l'activisme actionnnarial considéré isolément (Section I)

SECTION 1 : Acteurs et stratégies activistes ESG

Outre les actionnaires activistes, deux autres acteurs jouent un rôle important dans le développement des enjeux ESG, les investisseurs institutionnels et gestionnaires d'actifs d'une part (1) et les acteurs de la société civile d'autre part (§2)

§1. Les interactions entre les actionnaires activistes et les investisseurs institutionnels

La prise en compte des thématiques ESG par les investisseurs institutionnels et gestionnaires d'actifs (A) explique que les fonds activistes prennent désormais en compte ces sujets dans leurs campagnes, leur lien étant consubstantiel (B)

A. La prise en compte des dynamiques ESG par les investisseurs institutionnels et gestionnaires d'actifs

Quelles que soient leurs convictions, les investisseurs institutionnels et gestionnaires d'actifs utilisent aujourd'hui leurs droits au sujet des dynamiques ESG, s'engagent avec le Conseil d'Administration des émetteurs afin de se conformer à des exigences légales et réglementaires (1), et adoptent de plus en plus une approche dite « responsable » de l'investissement (2)

1. La soumission des investisseur institutionnels¹² et gestionnaires d'actifs¹³ aux critères ESG

Plusieurs exigences légales et réglementaires influent sur la manière dont les investisseurs institutionnels et gestionnaires d'actifs prennent en compte les critères ESG dans leur gestion. Ces exigences se sont accrues ces dix dernières années, les sujets environnementaux, sociétaux et de gouvernance étant considérés comme les nouveaux enjeux de la croissance économique.

Les lois NRE¹⁴, Grenelle I¹⁵, et Grenelle II¹⁶, ont constitué le premier cadre légal ESG dans le monde, exigeant des entreprises de 500 salariés au moins et dont le chiffre d'affaires est supérieur à 100

¹² Les principales catégories d'investisseurs institutionnels sont les organismes de placement collectif (OPC), les compagnies d'assurances, et les fonds de pension. Les investisseurs institutionnels ont pour objectif de mettre en relation les agents à **capacité** de financement (les ménages) avec **ceux à besoin** de financement (les entreprises).

¹³ Les sociétés de gestion de portefeuille sont des prestataires de services d'investissements qui gèrent un ou plusieurs placements collectifs (OPCVM, FIA, etc.). Position AMF Doc 2012-19.

¹⁴ Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques

¹⁵ Loi n° 2009-967 du 3 août 2009 de programmation relative à la mise en œuvre du Grenelle de l'environnement.

¹⁶ Loi n° 2010-788 du 12 juillet 2010 portant engagement national pour l'environnement.

millions d'euros, de divulguer des informations extra-financières. À ce stade, les investisseurs institutionnels et gestionnaires d'actifs n'étaient pas encore soumis à de telles exigences. Mais, une transparence accrue est apparue nécessaire en raison du poids ascendant des investisseurs institutionnels et des gérants d'actifs dans le capital des sociétés cotées en France, et donc de la forte polarisation du pouvoir autour d'un petit nombre d'acteurs. La loi sur la transition énergétique et pour la croissance verte n° 2015-992 du 17 août 2015, introduit une disposition spécifique aux investisseurs institutionnels. Son article 173 impose aux investisseurs notamment : de prendre en compte des critères extra financiers et les risques climatiques dans la gestion de leurs actifs ; de rendre des comptes en la matière ; d'indiquer la manière dont ils participent, via leur portefeuille, à la transition énergétique et à la lutte contre le changement climatique ; d'analyser leur stratégie d'investissement à l'aune de ces critères, et d'expliquer les changements réalisés à l'issue de cette analyse.

Bien que cette loi fût remarquée, étant la première mondiale¹⁷ à inciter les investisseurs institutionnels à publier le *reporting* ESG de leurs activités, le défaut de prise en compte de certains critères ESG¹⁸ par les investisseurs ainsi que le manque d'homogénéité dans les méthodes de calculs et indicateurs, n'a pas permis d'atteindre les résultats escomptés. L'article 29 de la loi Énergie-Climat¹⁹ complète donc aujourd'hui l'article 173 de la loi de transition énergétique.

Ce dispositif s'inscrit dans la lignée du Pacte vert pour l'Europe, « Green Deal²⁰», et du règlement européen Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) imposant aux établissements financiers une transparence accrue en matière de durabilité concernant leurs politiques et leurs produits d'investissement. La loi française va plus loin encore, puisqu'elle transpose le même cadre aux acteurs financiers (notamment les investisseurs financiers et les gestionnaires de portefeuille), qui doivent désormais divulguer l'impact de leur portefeuille sur le changement climatique ainsi que la fragilité de leur portefeuille sur les thématiques sociales et environnementales. Aussi, ces acteurs financiers doivent désormais expliciter la politique mise en place pour prendre en compte ces risques dans leur stratégie d'investissement.

C'est dans cette même dynamique que, peu de temps avant l'adoption de la loi Énergie-Climat précitée, la France adoptait la loi relative à la croissance et à la transformation des entreprises²¹ dite « loi Pacte », imposant déjà des contraintes ESG aux investisseurs institutionnels et gestionnaires de portefeuilles. En effet, la loi Pacte exige l'élaboration et la publication annuelle d'une politique d'engagement actionnarial décrivant la manière dont les « investisseurs institutionnels » et les « gestionnaires d'actifs », en particulier les sociétés de gestion d'organismes de placements collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) ou de fonds d'investissement alternatifs (FIA), intègrent leur rôle d'actionnaire dans leur stratégie d'investissement.

¹⁷ Article 173, Lexique Novethic.

¹⁸ Bilan de l'application des dispositions du décret n°2015-1850 du 29 décembre 2015 relatives au *reporting* extra-financier des investisseurs (Article 173 -VI de la loi de transition énergétique pour la croissance verte)

¹⁹ Loi n° 2019-1147 du 8 novembre 2019 relative à l'énergie et au climat

²⁰ Pacte vert pour l'Europe, 11 décembre 2019, qui constitue le nouveau cadre des législations européennes.

²¹ Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises

Au plan européen, l'exigence d'une évolution vers une société plus durable a aussi été intégrée à la relation entre l'entreprise d'investissement et son client. Le Règlement délégué n° 2021/1253 du 21 avril 2021 modifiant le Règlement délégué n° 2017/565 (dit SFDR) impose désormais à l'investisseur ou au gestionnaire d'actif de prendre en compte les risques en matière de durabilité, ainsi que les préférences de son client en la matière. La prise en compte de ces risques²² est assurée notamment, par l'obligation faite aux différents types de gestionnaires d'actifs et prestataires de conseil (cf. infra) de décrire dans toute documentation précontractuelle la manière dont sont intégrés ces risques dans leurs décisions d'investissement ou conseils. À défaut d'intégration, ils devront expliquer les raisons les conduisant à ne pas le faire (*comply or explain rule*).

L'engagement accru des investisseurs institutionnels sur les sujets ESG, notamment lors des assemblées générales des sociétés cotées, est donc nourri par leurs propres obligations légales de rendre compte de la manière dont ils prennent en considération ces sujets dans leurs politiques d'investissement et de gestion des risques. Cette prise en compte est suscitée par l'obligation.

Cet engagement actionnarial est également dû à la pression indirecte exercée par les clients de ces investisseurs. L'Accord de Paris de 2015 a en effet entraîné une prise de conscience sur les risques que font courir la crise climatique sur l'activité des sociétés, donc, sur leur valeur, de sorte que l'exercice des droits de vote des grandes sociétés de gestion est scruté attentivement. Ces investisseurs représentent les intérêts de leurs nombreux clients, ce qui se traduit désormais par la mise en avant d'un engagement actionnarial. Mais, comme ces investisseurs doivent faire la synthèse d'intérêts parfois contradictoires – tous les clients n'étant pas engagés dans les thématiques ESG –, on peut se demander dans quelle mesure la promotion de cet engagement reflète la réalité de leurs actions ...

2. L'essor des investisseurs institutionnels socialement responsables (ISR)

Historiquement et jusqu'à récemment, les études soulignaient que la présence d'investisseurs institutionnels est associée à de faibles performances ESG²³, ces derniers ne privilégiant pas les entreprises avec les meilleures performances ESG mais limitant tout de même leurs détentions dans les entreprises ayant des performances ESG trop faibles, pour le risque auquel elles exposent et les enjeux réputationnels. Aujourd'hui en revanche, les investisseurs institutionnels tendent à désinvestir des entreprises ayant une performance ESG faible, typiquement celles qui sont engagées dans des activités sensibles sur le plan climatique²⁴. Quelles que soient les motivations : réelle adhésion aux principes éthiques, souhait d'obtenir de meilleures performances ou d'atténuer la prise de risque, l'investissement socialement responsable (ISR) suscite un réel engouement auprès des investisseurs institutionnels et gestionnaires d'actifs. Parmi eux, on peut citer des acteurs publics ou parapublics, comme la Caisse des dépôts et consignations en France, qui défendent une conception de la création de valeur englobant valeurs financière et sociétale, ou des acteurs privés, à l'instar du fonds de gestion *Phitrust*, pionnier en la matière. La pression des parties prenantes – qui considèrent les entreprises

²² Aux termes de l'article 2.22 du règlement Taxonomie modifié, le risque en matière de durabilité est « *un événement ou une situation dans le domaine environnemental, social ou de la gouvernance qui, s'il survient, pourrait avoir une incidence négative importante, réelle ou potentielle, sur la valeur de l'investissement* ».

²³ Nofsinger et al. (2019)

²⁴ Capelle-Blancard, Gunther, et al., « L'investissement socialement responsable. Changement structurel et faux semblant », *Revue française de gestion*, vol. 300, no. 7, 2021, pp. 61-99

ESG plus attractives - et des actionnaires engagés joue un rôle important dans le développement de l'ISR, et constitue même le réel moteur de l'investissement socialement responsable. Ces investisseurs doivent s'adapter à la demande quand bien même les sujets ESG ne seraient pas leur priorité.

L'ISR constitue un ensemble d'approches qui incorporent des contraintes ou des objectifs sociaux ou éthiques, en plus des critères financiers traditionnels, dans les décisions d'acquisition, de détention, et de vente de titres financiers²⁵. En France, il se développe dans les années 90, et est au moins attribuable à trois facteurs : le rôle incitateur du législateur français (cf. supra), la présence d'agences fournissant des notations extra financières²⁶, et principalement, le rôle de certains investisseurs nationaux et étrangers. En France, les investisseurs socialement responsables peuvent être distingués des autres investisseurs en ce qu'ils intègrent des critères relatifs au respect d'objectifs environnementaux, sociaux et de qualité de gouvernance au stade de leur politique d'investissement par l'attribution d'un label « ISR ».

Outre la prise en compte de critères extra-financiers dans leurs investissements, l'ISR est l'expression d'une certaine forme d'activisme. Et, tout comme il existe plusieurs définitions et approches des considérations ESG, il existe différentes manières pour les investisseurs de les prendre en compte dans leurs décisions par un certain activisme. En ce sens, des études distinguent différentes catégories d'investisseurs durables, ayant tous une approche différente de la durabilité, dont notamment :

- Les investisseurs utilisant le *filtrage négatif*, ou *l'exclusion*, visant à bannir de l'investissement certains secteurs ou entreprises en raison de stratégies ESG peu ambitieuses ou absentes ;
- Les stratégies *d'impact investing*, approches consistant à investir dans des activités dont l'impact social et environnemental est vertueux, tout en générant un rendement financier²⁷ ; ou ceux qui investissent au regard du risque que constituerait la non prise en compte des considérations ESG par les entreprises sur leurs performances futures. En France, c'est l'approche *best in class* qui est la plus répandue : l'investisseur ne bannit aucune industrie, même intuitivement contraires aux valeurs ESG (le tabac, les mines, etc.), mais investit dans des sociétés dont l'objectif est de satisfaire au mieux les critères ESG.
- Les investisseurs thématiques, qui construisent un portefeuille autour d'une thématique liée aux considérations ESG.

Quelle que soit l'approche choisie, ces investisseurs ont souvent revu fondamentalement leur politique d'investissement. À titre d'illustration, Black rock, investisseur et gestionnaire d'actifs adopte des indicateurs de performance déconnectés d'une rentabilité purement financière, qui accordent de l'importance au **capital naturel** : eau, l'air, sol, sous-sol (minerais), les forêts, ou encore dans un autre registre, à **l'indépendance des administrateurs**. Toutefois, ces logiques sont souvent nourries de certains paradoxes. Les organisations non gouvernementales décrivent souvent la position opportuniste de fonds d'investissements dit « ISR » au titre de quelques investissements plus

²⁵ Cowton, C. (1999). "Playing by the rules: Ethical criteria at an ethical investment fund", Business Ethics: A European Review, vol. 8, no 1, p. 60-69.

²⁶ On peut citer à ce titre l'agence Vigeo Eiris.

²⁷ Le Global impact investing network (GIIN) définit ce type d'investissement comme « les investissements faits dans les entreprises, les organisations et les fonds avec l'intention de générer des impacts environnementaux et sociaux en même temps qu'un rendement financier ».

vertueux, alors que la majorité de leurs investissements font débat en termes d’environnement ou de droits fondamentaux des salariés. Parmi ces investisseurs, on peut citer *Blackrock*²⁸, dont les fonds et *i.shares*²⁹ ont été labellisés ISR, qui exprime publiquement être engagé dans un capitalisme vert tout en investissant encore dans les énergies fossiles ; ou encore le fonds Amundi qui affirme s’engager dans une politique d’investissement responsable mais qui est classé parmi ceux qui votent le moins en faveur de résolutions sur le thème du changement climatique.

Figure 1. Les dix groupes de fonds d'investissements votant le plus ou le moins en faveur de résolutions climatiques sur cinq ans

Fonds	Nombre de résolutions soumises au vote	Votes en faveur
Votant le plus en faveur		
DWS	998	87 %
Allianz Global Investors	794	78 %
Blackstone	360	73 %
TIAA (Nuveen)	977	67 %
AQR	882	67 %
Alliance Bernstein	942	65 %
PIMCO	646	65 %
Guggenheim	929	65 %
Wells Fargo	1 003	64 %
Mainstay (inclus IndexIQ)	976	63 %
Votant le moins en faveur		
Federated	970	8 %
Hartford (Wellington)	795	7 %
JP Morgan	1 002	6 %
Amundi (Pioneer Funds)	554	6 %
American Funds Capital Group	737	4 %
Vanguard	1 033	4 %
BlackRock (inclus iShares)	1 033	3 %
Lord Abbett	706	3 %
Voya	1 027	3 %
DFA (Dimensional)	1 004	1 %

Note : les données sont basées sur l'ensemble des résolutions environnementales et sociales soumises au vote du 1^{er} juillet 2014 au 30 juin 2019. Les votes ont été cumulés sur cinq ans. Le vote en faveur est calculé en pourcentage de tous les votes « pour », « contre » et « abstention ».

Source : données Morningstar des votes par procuration au 7 novembre 2019.

C’est donc la fiabilité de la labélisation ISR qui est mise en doute. Un rapport³⁰ de décembre 2020 rendu par l’Inspection Générale des Finances a notamment exprimé ses réticences quant à la crédibilité du label, et considère qu’une refonte est nécessaire, notamment en ce que le caractère trop généraliste du label ne permet pas de déterminer concrètement la valeur des investissements au regard des critères ESG. Le Comité du label ISR, à l’été 2022, a fait une proposition de réforme qui a suscité la réaction de l’Association Française de gestion (AFG) et du Forum pour l’investissement responsable (FIR). De manière générale, l’AFG et le FIR soulignent de notables améliorations du label, mais

²⁸ LARRY FINK, PDG DE BLACKROCK, DÉFEND UN NOUVEAU CAPITALISME "DES PARTIES PRENANTES, Novethic, le 18 janvier 2022.

²⁹ Pour une explication cf. Partie 1, §1 ; B. 2. L’importance des proxys advisors.

³⁰ Rapport n° 2020-M-038--03, déc. 2020.

considèrent que les exigences devraient encore être significativement durcies³¹. En outre, le développement de l'ISR a entraîné le développement de différentes organisations de notation ESG adoptant des méthodologies différentes – *certaines utilisent des données comme des rapports de presse, des dépôts de plaintes, ou des publications sur internet dont la véracité n'a pas été démontrée*³² – et obtenant donc des résultats différents, ce qui décrédibilise encore davantage l'ISR. L'investissement socialement responsable gagnerait en crédibilité si seulement quelques organisations se distinguaient, à l'instar de Glass Lewis ou l'ISS dans le domaine de la gouvernance, et si seules certaines méthodologies vérifiées l'emportaient sur d'autres.

Il demeure que cette prise en compte des thématiques ESG par les investisseurs institutionnels explique que ces sujets soient désormais appréhendés par les fonds activistes.

B. Le lien consubstantiel entre les activistes et les investisseurs institutionnels

Les fonds activistes doivent nécessairement obtenir le soutien d'investisseurs institutionnels pour que leur campagne soit réussie (1), et doivent notamment prendre en compte le rôle des conseils d'agence de vote (2)

1. Les investisseurs institutionnels : un soutien nécessaire aux actionnaires activistes

Le fonds initiateur d'une campagne activiste n'agit pas seul, sa part dans le capital social étant trop faible pour espérer tout impact sur la politique adoptée par l'émetteur. Dans l'**affaire Danone** précitée, la participation de 0,02% du fonds *Bluebell Capital Partners* n'aurait pas permis d'obtenir la destitution du Président et Directeur Général *Emmanuel Faber* sans un soutien considérable des investisseurs institutionnels.

En l'absence d'un pouvoir juridique conféré par la détention d'un bloc de contrôle, l'actionnaire doit exercer un pouvoir d'influence, lié à sa « *capacité à établir un consensus parmi un large spectre d'actionnaires* »³³. Autrement dit, pour être efficaces, les campagnes activistes doivent obtenir le soutien d'un grand nombre d'investisseurs.

Or, des travaux de l'OCDE de 2021 soulignent qu'en France, les investisseurs institutionnels constitueraient la catégorie d'actionnaires la plus importante au sein des émetteurs, et représenteraient 27% des actions ordinaires en circulation³⁴. Dès lors, l'actionnaire activiste cherchera généralement à obtenir le soutien de l'investisseur institutionnel prépondérant dans le capital social de l'émetteur pour que sa campagne aboutisse. Mais, encore faut-il que les intérêts de l'investisseur institutionnel d'une part, et du fonds activiste d'autre part, convergent.

³¹ FIR, Réponses à la consultation sur le label ISR, Les orientations du futur référentiel du label « ISR ».sept. 2022, *Revue de droit bancaire et financier* n° 6 du 1er novembre 2022 - Finance durable -

³² Gueguen, Simon, et Lionel Melka. Les fonds activistes. Modes d'action, stratégies et résultats, Chapitre 7 : d'autres horizons pour l'activisme : *impact investing*, environnement et bénéfices sociaux, P.171. . Dunod, 2021.

³³ Carine Girard, Stephen Gates, L'évolution de l'activisme actionnarial en France au cours des deux dernières décennies. 12ème Congrès International de Gouvernance (CIG 2013), May 2013, Nantes, France

³⁴ OECD, Corporate governance Factbook 2021, Chapter 1 "*the global market and ownership landscape*".

Historiquement, l'intérêt des investisseurs portait sur la Gouvernance. Aujourd'hui, on l'a vu, les facteurs environnementaux et sociaux prennent davantage d'importance tant dans les décisions d'investissements ou de retrait, que dans le dialogue avec l'émetteur. Dès lors, plus les questions ESG prennent de l'importance chez les investisseurs institutionnels - en raison de contraintes légales ou réglementaires, de la pression des parties prenantes ou des particuliers dont ils investissent les fonds, ou encore, qu'elles soient le fruit de réelles convictions -, plus elles doivent être prises en compte par les fonds activistes. Car les questions ESG constituent alors un levier important pour rallier d'autres actionnaires à la campagne activiste. D'aucuns pourraient considérer que les actionnaires activistes se contentent d'instrumentaliser les questions ESG pour améliorer leurs rendements. Toutefois, les fonds activistes portés sur ces questions exposent des objectifs qui intègrent une rentabilité long terme en cohérence avec les enjeux ESG. Prenons l'exemple du fonds d'investissement *Engine No. 1*, particulièrement actif aux États-Unis. Ce dernier se conçoit comme « *groupe capitaliste, certainement pas à but non lucratif* ». La philosophie est d'axer sur la durabilité afin d'obtenir des rendements financiers supérieurs à long terme. Cette prise en compte des considérations ESG par les fonds activistes, bien que quelque peu contrainte, a donc le mérite de mettre en avant la corrélation qui existe entre des rendements financiers importants sur le long terme, et des scores ESG plus satisfaisant.

2. L'importance des proxys Advisor

Les investisseurs institutionnels adoptent différentes stratégies d'investissement. On distingue l'investisseur actif, dont l'objectif est d'atteindre un indice supérieur par rapport à l'indice de référence, cet investisseur entend « battre le marché »³⁵, de l'investisseur passif qui se contente de répliquer la performance d'un indice boursier, sans chercher à le dépasser. Autrement dit, l'investisseur passif se contente de suivre la performance du marché : il lui suffit d'ajuster la détention des titres lors de l'entrée ou la sortie de l'actif, et de gérer le versement de dividendes pour obtenir une meilleure réplique possible de l'indice. Le recours à des analystes n'est donc pas nécessaire, ce qui diminue les coûts de l'investisseur. L'investissement passif s'est perfectionné avec le développement des Exchange Traded Funds (ETFs), des parts de fonds indiciels négociables sur le marché. Étant directement cotée en bourse, cette innovation facilite la gestion et la rend encore moins coûteuse que l'investissement passif traditionnel car le fonds (ETFs) suit l'indice de manière automatisée, un unique ordre d'achat et de vente étant alors nécessaire pour investir dans l'ensemble des valeurs qui composent l'indice³⁶. Black rock est l'un des fonds passifs prépondérants en Europe et utilise des (ETFs) « *Ishares* » dans sa stratégie d'investissement. En outre, la gestion passive favorise la diversification en raison, notamment, de son moindre coût, et de la diversité des secteurs d'activités et zones géographiques représentés. À l'inverse, la gestion active suppose un travail de sélection pour n'investir que dans des secteurs d'activités susceptible de « battre le marché ». Or, la diversification chasse le risque en même temps qu'il réduit la perspective de gain supérieur au marché global

³⁵ Essays in Behavioural Finance, thèse de Hedi Benamar, HEC

³⁶ (Kosev et Williams, 2011 ; Poterba et Shoven, 2002)

Ces considérations expliquent l'engouement pour l'investissement passif au détriment de l'investissement actif ces dernières années. Néanmoins, le poids des fonds d'investissements passifs dans les sociétés cotées pourrait être un sujet de préoccupation. L'article 533-22 du code monétaire et financier (CMF)³⁷ prévoit en effet que les investisseurs et gestionnaires d'actifs doivent délivrer des informations sur leur politique de vote et sur l'exercice effectif de leurs droits, sauf à expliquer les raisons du non-respect de cette exigence (« *comply or explain* » rule). Or, comment participer effectivement à politique de l'entreprise en étant passif ?

Les agences de conseil en vote, « *proxies / proxy advisors* » en anglais, se présentent alors comme une solution intermédiaire pour les fonds passifs. En France, les *proxy advisors* ont notamment pour fonction d'émettre des recommandations de vote sur le fondement des lignes directrices des codes de gouvernance AFEP-MEDEF et Middlednext. D'autres agences utilisent également des standards de la gouvernance tels que l'*International governance network* comme fondement de leurs recommandations. Si ces recommandations ne sont pas contraignantes, il semblerait que les investisseurs ayant recours à des agences de vote suivent généralement les recommandations édictées³⁸. Ces agences constituent donc des acteurs influents dans la gouvernance alors même qu'elles ne détiennent pas de capital dans les sociétés pour lesquelles elles émettent des recommandations. Cette influence est parfois critiquée pour deux raisons. D'une part, parce que jusqu'à récemment les agences de conseil en vote n'étaient pas réglementées de sorte que certains y voyaient des acteurs irresponsables. D'autre part, en raison de leur double rôle, en tant que conseil des investisseurs et des entreprises dans lesquelles ils investissent, de nature à entraîner des conflits d'intérêts. Aujourd'hui, ces agences demeurent peu réglementées, même si la loi Pacte³⁹ intègre désormais au sein du code monétaire et financier des obligations de transparence de nature à limiter le risque de conflits d'intérêts (Art. L.544-2 et suivant du CMF).

Quel est le rôle des agences en conseil de vote dans les opérations activistes ?

Lorsqu'un *proxy fight*⁴⁰ s'engage dans une entreprise ciblée par un actionnaire activiste, la position de l'agence est déterminante du succès ou de l'échec de la campagne activiste. On l'a dit, l'actionnaire, activiste, généralement minoritaire, doit obtenir le soutien des autres investisseurs, notamment des investisseurs institutionnels en raison de leur poids dans le capital social de l'émetteur, pour espérer

³⁷ Transposition de la directive (UE) 2017/828 du parlement européen et du conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires

³⁸ L'influence réelle des agences de conseil en vote sur le vote des investisseurs est difficilement mesurable et fait l'objet de controverses. Néanmoins, selon le Directeur général de *Proxinvest*, L. Dessaint, les investisseurs français utiliseraient la recommandation de l'agence mais effectueraient en sus une analyse interne. Les investisseurs américains et européens en France, soit, choisissent l'agence en raison d'une politique de vote à laquelle ils adhèrent et donc se conforment à la recommandation, soit, choisissent de suivre intégralement les recommandations sans autre forme de recherche.

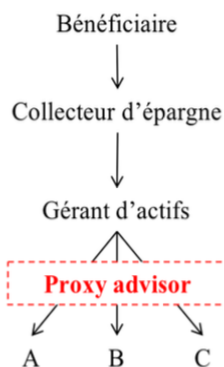
³⁹ Issue de la transposition de la directive (UE) 2017/828 du parlement européen et du conseil du 17 mai 2017.

⁴⁰ La « bataille de procuration » (*proxy Contest* ou *proxy fight*) consiste pour un actionnaire, en la sollicitation des votes à ses propres frais. L'objectif est d'obtenir la minorité de blocage ou la majorité des votes afin de contester certaines clauses statutaires ou afin d'obtenir un contrôle par l'obtention d'un siège -ou plusieurs- d'administrateur au Conseil d'Administration.

avoir un impact dans l'organisation de ce dernier. Si l'investisseur dont le fonds activiste espère le soutien a recours à une agence de conseil en vote, l'activiste devra donc nécessairement aller dans le sens de l'agence de vote en question.

La campagne du fonds américain *P. Schoenfeld Asset Management* (PSAM) à l'encontre du groupe *Vivendi* est une bonne illustration de ce phénomène. En 2015, ce fonds menait une campagne pour que ses projets de résolution relatifs au versement d'un dividende exceptionnel par le groupe Vivendi soient adoptés en Assemblée Générale. Le groupe Vivendi reçu le soutien de l'*agence institutional shareholder services* (ISS) qui recommanda de voter contre les projets de résolution de PSAM, considérant que la société cible s'était montrée suffisamment prudente dans la gestion de ses actifs pour ne pas inquiéter les actionnaires. Le soutien de l'agence a alors permis que la négociation bascule en faveur de la direction⁴¹.

Figure 2. Les Proxy Advisors : intermédiaires entre le Gérant d'actifs et l'Émetteur dans l'adoption du vote



Ces premières observations mettent en lumière les mécanismes au cœur du développement des sujets ESG au sein des actionnaires activistes. La position des investisseurs institutionnels constitue un élément important à prendre compte car les fonds activistes, principalement minoritaires, doivent obtenir le soutien d'un plus grand nombre d'actionnaires pour que leur campagne soit un succès et doivent donc faire de ces sujets d'intérêt de ces investisseurs. Or, parce que ces investisseurs institutionnels sont eux-mêmes contraint par la loi, et les particuliers pour le compte desquels ils agissent, ils tendent à accorder plus d'importance aux critères ESG. Il en résulte donc que pour obtenir un soutien d'investisseurs institutionnels, les actionnaires activistes doivent eux-mêmes se saisir des thématiques ESG.

Ainsi, la frontière entre l'activisme actionnarial et les autres actionnaires est poreuse. Les investisseurs autrefois acquis au management sont désormais plus actifs comme en témoigne l'investissement socialement responsable : ils déposent des résolutions, pratiquent l'exclusion et la sélection de titres. Ces investisseurs socialement responsables – fonds de pension, de gestion, etc., tous comme les

⁴¹ Bien que, en l'occurrence, *Vivendi* a ensuite accepté d'augmenter le dividende sensiblement contre le retrait des résolutions du fonds PSAM, ainsi que l'engagement de ce dernier à voter en faveur des engagements de Vivendi.

actionnaires personnes physiques et morales qui s'engagent dans les thématiques ESG constitue une autre forme d'activisme, moins agressif, les actionnaires engagés. On assiste donc à une évolution en direction d'une démocratie actionnariale, sous l'impulsion des actionnaires engagés et de la loi.

§2. L'activisme des acteurs de la société civile

Qu'elles soient ou non actionnaires, les organisations non gouvernementales jouent un rôle croissant dans la prise en compte des dynamiques ESG (A), notamment du fait des particularités de leurs actions (B)

A. Le rôle croissant des organisations non gouvernementales (ONG)

En tant qu'actionnaires, les ONG constitue désormais un réel contre-pouvoir dans les Assemblées Générales (1) et détiennent indirectement un pouvoir sur l'entreprise quand bien-même elles ne seraient pas actionnaires (2)

1. Un nouveau contre-pouvoir dans les Assemblées Générales

Les Organisations non gouvernementales (ONG) sont des personnes morales de droit privé à but non lucratif -soit des associations- créées par des acteurs privés, relevant du droit interne⁴² et dont l'action est indépendante des États. Ces institutions, qui se revendiquent généralement comme représentant la société civile, mobilisent différents moyens de pression, allant du boycott de produits⁴³, aux manifestations publiques ou affichages publicitaires visant à dénoncer des pratiques jugées éthiquement critiquables.

Des associations investissent désormais dans des secteurs qui sont pourtant en contradiction avec leurs engagements historiques comme en témoigne la participation de *Greenpeace* au capital de groupes tels que *Total Energies* ou *EDF*. Loin de leur champ d'action habituel, les ONG ont progressivement fait leur entrée au capital de grandes entreprises pour agir au plus proche du pouvoir économique. Bien qu'en France, la pratique de l'activisme actionnarial par une ONG ne constitue qu'un phénomène relativement récent, il n'en demeure pas moins très impactant pour les entreprises ciblées. Ces ONG revendiquent plus de cohérence entre les politiques de commerce équitable⁴⁴ ou de développement durable affichées par l'émetteur, et les actions réellement mises en œuvre. Elles entendent ainsi exposer les tentatives d'écoblanchiment⁴⁵ et susciter des actions concrètes. Cette

⁴² Les ONG sont rattachées à leur pays d'origine. En France, elles relèvent donc du régime des associations, issu de la loi du 1^{er} juillet 1901 relative au contrat d'association.

⁴³ À l'instar de l'appel au Boycott, par des ONG, d'entreprises notamment françaises, persistant à commercialiser leurs produits en Russie, dans le cadre du conflit russo-ukrainien (Novethic, NESTLÉ, LEROY MERLIN, AUCHAN... LES APPELS AU BOYCOTT SE MULTIPLIENT CONTRE LES ENTREPRISES QUI RESTENT EN RUSSIE, 22 mars 2022).

⁴⁴ Aussi utilisé dans sa traduction anglophone « *Fair trade* »

⁴⁵ Utilisation fallacieuse d'arguments faisant état de bonnes pratiques écologiques dans des opérations de marketing ou de communication (Dictionnaire Larrousse) ; aussi utilisé dans sa traduction anglophone « *greenwashing* ».

dynamique est très présente dans le secteur pétrolier et le secteur financier, là où les enjeux climatiques sont les plus importants.

Par ailleurs, même en n'étant pas actionnaires des Entreprises ciblées, les ONG trouvent le moyen de se positionner en **contre-pouvoir** lors des Assemblées Générales. L'exemple récent le plus significatif est donné par les Assemblées générales de *Total Energies*. Face au refus de l'Entreprise d'inscrire à l'ordre du jour des résolutions climatiques déposées par des groupes d'actionnaires, treize ONG⁴⁶ ont tenté d'amener les actionnaires de *Total Energies* à voter contre la stratégie climatique⁴⁷ du groupe ainsi qu'à l'encontre du renouvellement du mandat de trois Administrateurs.

Cet interventionnisme est promis à de grandes perspectives. À l'avenir, les banques et entreprises ayant des activités sensibles auront probablement tendance à consulter les ONG actionnaires - voire, aussi des non-actionnaires - avant de participer à des financements de projets dans des secteurs dont l'impact sur l'environnement est important. Une telle évolution est susceptible de soulever des controverses juridiques au titre de la hiérarchie des pouvoirs entre le Conseil d'Administration, qui détermine les orientations de l'activité de l'entreprise (C. com., art. L. 225-35), et l'Assemblée Générale, « seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions » (C.com., art. L.225-96). Cette controverse sera étudiée ultérieurement, ayant déjà été soulevée dans d'autres circonstances (Cf. Partie 2 ; Section 2 ; §1. B. Des outils insuffisants).

Cette pression pourrait conduire certaines entreprises à des décisions radicales, telles que le retrait de certains secteurs sensibles sur le plan environnemental et social, à l'instar de la banque *britannique HSBC* qui adopte une politique « *best in class* » n'éliminant aucun secteur, à l'exception de l'armement et du tabac⁴⁸, tout en sélectionnant les plus vertueux en matière d'ESG.

L'arrivée d'une nouvelle génération d'actionnaires profitera vraisemblablement à l'action des ONG, cette génération étant apparemment plus sensible aux enjeux ESG. Selon Maître J. Visconti, avocat spécialisé en droit pénal financier et contentieux boursier, « *les investisseurs d'aujourd'hui ne refuseront pas forcément d'investir dans une société qui n'est pas très éthique si elle génère de la valeur. Les jeunes en revanche, pourraient refuser d'investir dans des sociétés polluantes bien qu'elles génèrent beaucoup de valeur* »⁴⁹.

Finalement, en s'opposant aux décisions des dirigeants et en usant de leurs droits en tant qu'actionnaires (cf. Partie 2), ces ONG participent au développement de la démocratie actionnariale au sein de l'entreprise en mettant en avant les sujets ESG.

⁴⁶ Les Amis de la Terre France, Reclaim Finance, 350.org, Le Mouvement, Oxfam France, GreenFaith France, Greenpeace France, Notre Affaire à Tous, Réseau Action Climat, Mouvement Laudato Si', France, Alternatiba, ANV-COP21 et Sum Of Us

⁴⁷ Pour « *son incompatibilité manifeste avec l'objectif de limitation du réchauffement à 1,5 °C au-dessus du niveau pré-industriel* » des Accords de Paris du 12 décembre 2015.

⁴⁸ https://www.hsbc.fr/1/PA_esf-ca-app-content/content/ere/pdf/actualites/reportingExtraFi-FCPE_031018_LR.pdf

⁴⁹ Entretien avec Maître J. Visconti, avocat spécialisé en droit pénal financier et contentieux boursier. Il assiste et conseille des clients particuliers et institutionnels dans le cadre d'actions civiles ou pénales relatives à des contentieux financiers, ou de procédures menées par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

2. Un pouvoir sur les entreprises

La place des ONG dans l'activisme actionnarial ne se limite pas aux conséquences juridiques attachées au statut d'actionnaire. Les ONG disposent d'un rôle non négligeable dans le processus d'évaluation de la performance environnementale et sociale des entreprises, sur le comportement des entreprises, et donc implicitement sur les choix d'investissements des investisseurs (principalement des ISR). Évidemment, la pression que ces ONG exercent par le biais des manifestations, campagnes de sensibilisation et autres boycotts peut influencer le comportement de l'entreprise dans le sens d'une stratégie ESG plus vertueuse afin de rétablir son image auprès du grand public. Néanmoins, ces effets ne sont pas immédiats. L'influence que ces ONG exercent sur le comportement des entreprises et indirectement, sur celui des investisseurs, est bien plus palpable lorsqu'il s'agit de nouer des partenariats avec les entreprises, ou contribuer à leur évaluation.

Les ONG nouent de plus en plus de partenariats avec les entreprises, qu'ils soient orientés vers l'activité de celle-ci ou celle de l'ONG. Dans le premier cas, les ONG participent à la vie de l'Entreprise et influent alors sur leurs pratiques grâce à l'expertise qu'elle apportent. Ce faisant, elles contribuent au développement de la Responsabilité sociale et environnementale (RSE) au sein des entreprises dont elles sont partenaires, lesquelles seront alors plus susceptibles d'attirer des investisseurs socialement responsables. On peut songer notamment à l'Association *France Nature Environnement*, qui noue des partenariats avec des structures qui partagent leur souci de protection de l'environnement, et qui prennent des engagements visant à améliorer leurs pratiques⁵⁰. Néanmoins, le risque de ce type de partenariat réside dans la perte d'indépendance de l'ONG partie à ce partenariat - alors même que l'indépendance est consubstantielle de la qualification d'ONG -, lorsque celle-ci agit à la fois sur le front politique (par la sensibilisation du public, le lobbying, etc.), et sur le terrain (en intervenant dans le financement de projet). Dans le second cas, c'est à dire lorsque le partenariat a pour objet de promouvoir l'activité de l'ONG, la relation entretenue entre les parties conduira l'entreprise à s'impliquer dans des projets sociaux par l'intermédiaire notamment du *sponsoring* ou du mécénat, renforçant l'image de marque de l'entreprise, tout en permettant à l'ONG d'obtenir des fonds et équipements lui permettant de mener à bien son action.

Les ONG pèsent aussi dans l'évaluation de la performance ESG de l'entreprise, et donc sur la mesure de la durabilité des produits financiers émis par l'entreprise évaluée. En effet, les agences de notation qui ont pour fonction de déterminer les labels de durabilité des produits financiers, et d'évaluer la transparence de la performance ESG affichée par l'entreprise, n'agissent pas seules. Elles se réfèrent à l'expertise de divers acteurs : le Gouvernement, des académiciens, mais aussi les ONG. Aussi, le simple établissement d'une relation de partenariat entre l'ONG et l'entreprise constitue une information pertinente pour ces agences afin d'évaluer performance ESG de l'entreprise et lui attribuer une note. Enfin, et plus directement, les ONG avec le concours de parties prenantes, participent à l'évaluation d'entreprises, notamment de banques, en développant des indicateurs et

⁵⁰ On peut citer le groupe international français AXA, spécialisé dans l'assurance ainsi que la gestion d'actifs, qui a soutenu l'action de *France Nature Environnement* autour des forêts et de leur adaptation au changement climatique, ou encore, les entreprises signataires du **Pacte National sur les Emballages Plastiques** – à l'instar des groupes *Danone*, *Casino*, ou encore *Carrefour* - impulsé par la *fondation Tara Océan*, et dont l'objet est de limiter l'utilisation d'emballages plastiques en favorisant une économie circulaire.

classements à l'instar du *Green Central Banking*⁵¹ publié en novembre 2022, établi par un collectif de 21 ONG qui dresse la liste des banques centrales du G20 les plus actives dans leur stratégie ESG.

B. Les particularités de l'action des ONG

Les ONG interpellent aujourd'hui les entreprises sur le fondement de leur devoir de vigilance (1) dont l'enjeu n'est finalement pas juridique (2)

1. Le devoir de vigilance : un nouvel objet de responsabilité des entreprises

En réaction à l'effondrement d'un immeuble au Bangladesh hébergeant les usines de production de multinationales causant plus de mille cent morts et deux milles blessés⁵², la loi n° 2017-399 du 27 mars 2017⁵³, a intégré en droit français un devoir de vigilance qui incombe aux sociétés mères et aux entreprises donneurs d'ordre. L'idée de la loi est de permettre à la société civile d'interpeller les entreprises pour qu'elles se justifient de leur(s) action(s) ou inaction(s), éventuellement de celle(s) de leur(s) filiale(s) ou entités « *avec lesquelles est entretenue une relation commerciale établie* »⁵⁴, génératrice(s) d'« *atteintes graves envers les droits humains et les libertés fondamentales, la santé et la sécurité des personnes ainsi que l'environnement* ». Ce dispositif complète les exigences de *reporting extra-financier* décrites précédemment, destinées à orienter les financements publics et privés vers un capitalisme plus « vert ». En 2019, la Commission européenne⁵⁵ a adopté une proposition de directive relative au devoir de vigilance afin d'harmoniser les législations nationales qui ont, pour beaucoup, déjà adopté ce type d'obligation, et d'améliorer certains pans de l'obligation.

Toute société établie en France, dès lors qu'elle satisfait à l'un des seuils alternatifs suivants, est soumise au devoir de vigilance :

- Toute société qui emploie, à la clôture de deux exercices consécutifs, au moins **cinq mille salariés** en son sein et dans ses filiales directes ou indirectes dont le siège social est établi sur le territoire français, ou ;
- Toute société qui emploie, à la clôture de deux exercices consécutifs, **au moins dix mille salariés** en son sein et dans ses filiales directes ou indirectes dont le siège social est fixé sur le territoire français ou à l'étranger.

Présentée comme une avancée majeure, la loi relative au devoir de vigilance témoigne pourtant d'une certaine réticence eu égard à son champ d'application restreint, et d'un manque d'ambition à saisir

⁵¹ <https://greencentralbanking.com/>

⁵² Ministère de l'Économie et des Finances, *Évaluation de la mise en œuvre de la loi n° 2017-399 du 27 mars 2017 relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre*, Janvier 2020.

⁵³ Loi relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre Codifié aux articles L.225-102-4 et suivant du Code de Commerce.

⁵⁴ Cf. 55.

⁵⁵ Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil sur le devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité et modifiant la directive (UE) 2019/1937.

pleinement les problématiques ESG. Seules 265 sociétés françaises étaient soumises au devoir de vigilance en 2020⁵⁶, sur 270 grandes entreprises (GE) et 5 841 entreprises de taille intermédiaire (ETI)⁵⁷.

Le devoir de vigilance implique que les entreprises concernées mettent en place un plan contenant cinq mesures⁵⁸ destinées à prévenir les risques inhérents à leur(s) activité(s). L'obligation de vigilance existe indépendamment de la publication du plan, permettant de rendre publiques les mesures de vigilances prises par les entreprises. Cette publication n'assure pas le respect de leur obligation de vigilance, de sorte que le juge doit vérifier que les mesures de vigilances proposées sont suffisantes, adaptées aux risques soulevés par l'activité et surtout, effectivement mises en œuvre. Comme le relève justement l'ONG *Les Amis de la Terre* dans l'affaire *Total* précitée, « *les débats judiciaires se focalisent sur le plan de vigilance et l'interprétation de ce qu'il devrait contenir, se détournant donc en partie des vraies questions, à savoir les violations en cours et risques de violations imminentes causées par le méga-projet de Total en Ouganda et en Tanzanie* »⁵⁹.

Toute la difficulté réside dans la définition des risques devant figurer dans le plan de vigilance pour être conforme à la loi. Définis de manière trop précise, les risques que recouvrent le devoir de vigilance seraient trop restreints, définis de manière large, cela soulèverait des incertitudes quant à la nature des mesures concernées par le plan. À défaut d'entre-deux, c'est une rédaction très extensive des risques devant figurer dans le plan qu'à retenu le législateur, entraînant donc une insécurité juridique. Le plan doit en effet comporter **toutes « les mesures de vigilance raisonnables propres à identifier les risques et à prévenir les atteintes graves envers les droits humains et les libertés fondamentales, la santé et la sécurité des personnes ainsi que l'environnement »**. Cette incertitude est nourrie par l'absence de toute jurisprudence sur le fond, qui aurait le mérite d'éclairer le contenu de ce devoir de vigilance. À l'avenir, l'adoption d'un décret précisant les risques devant être pris en compte par les sociétés, ou à défaut, des décisions de jurisprudence sur la question, pourraient établir un standard de vigilance attendu des sociétés, qui devra toutefois être apprécié *in concreto* au regard de l'activité et, éventuellement, des moyens financiers de la société concernée.

⁵⁶ En juin 2019, deux ONG – CCFD- *Terre Solidaire* et *Sherpa*- avec l'aide de la coopérative *Dataactivist*, ont mis en place en un outil citoyen de suivi de la loi, **le radar du devoir de vigilance**, qui recense les sociétés soumises à l'adoption et à la mise en œuvre d'un devoir de vigilance, la prise en charge de ces obligations par les sociétés concernées, et le contentieux relatif à ce devoir.

⁵⁷ INSEE, *Caractéristiques des entreprises par catégories* (données annuelles. 2020), paru le 3 octobre 2020.

⁵⁸ Article L.225-102-4 du code de commerce.

« (...) Il comprend les mesures suivantes :

- 1° Une cartographie des risques destinée à leur identification, leur analyse et leur hiérarchisation ;
- 2° Des procédures d'évaluation régulière de la situation des filiales, des sous-traitants ou fournisseurs avec lesquels est entretenue une relation commerciale établie, au regard de la cartographie des risques ;
- 3° Des actions adaptées d'atténuation des risques ou de prévention des atteintes graves ;
- 4° Un mécanisme d'alerte et de recueil des signalements relatifs à l'existence ou à la réalisation des risques, établi en concertation avec les organisations syndicales représentatives dans ladite société ;
- 5° Un dispositif de suivi des mesures mises en œuvre et d'évaluation de leur efficacité. (...)

⁵⁹ Les Amis de la Terre France, *TOTAL OUGANDA, Première action en justice sur le devoir de vigilance des multinationales : où en est-on ?*

Néanmoins, le contenu du plan pourrait être établi par référence à l'article 17 de la loi Sapin II relative à la lutte contre la corruption et aux manquements à la probité, ainsi qu'aux principes directeurs des Nations Unies relatifs aux entreprises et aux droits de l'Homme, comme le suggèrent les travaux préparatoires de la loi française relative au devoir de. Ces principes apparaissent d'ailleurs régulièrement dans les plans de vigilance dressés par les entreprises, à l'instar du plan de vigilance publié par *Total Energies* en 2018⁶⁰.

La loi ne précise pas non plus les personnes pouvant agir au titre d'un manquement au devoir de vigilance, et désigne plus généralement les personnes ayant un intérêt à agir. Il s'en déduit que les Associations de défense de l'environnement et des droits humains, les syndicats et les salariés impactés par un défaut d'adoption ou de mise en œuvre du plan de vigilance, sont habilités à agir au titre d'un manquement au devoir de vigilance. C'est en effet sur ce fondement que des ONG, telles que les *Amis de la Terre*, ont dernièrement agi contre *Total Energies* pour son plan de vigilance insatisfaisant.

2. L'enjeu de l'action des ONG sur le fondement du devoir de vigilance

La loi distingue selon que le défaut d'adoption ou de mise en œuvre du plan a entraîné un dommage à l'environnement, la santé et la sécurité des personnes, ou une atteinte aux droits humains et libertés fondamentales.

En l'absence de dommage, le requérant doit mettre en demeure la société d'établir un plan ou de le mettre en œuvre, selon l'objet de sa contestation. À l'issue d'un délai de trois mois à compter de cette mise en demeure, la juridiction compétente peut, à la demande de toute personne justifiant d'un intérêt à agir, enjoindre à la société concernée, le cas échéant sous astreinte, de respecter ses obligations. Le président du tribunal, statuant en référé, peut être saisi aux mêmes fins. À défaut d'une telle mise en demeure, l'action de l'ONG (dans notre hypothèse) serait jugée irrecevable, comme l'illustre la récente décision du Tribunal de Paris du 27 février 2023⁶¹, seul compétent pour connaître du litige⁶². En l'espèce, il est reproché aux ONG⁶³ demanderesse de ne pas avoir mis en demeure la société de se conformer aux exigences légales liées au devoir de vigilance pour les plans de vigilance ultérieurs à celui qui était initialement contesté. Seul le plan de vigilance de Total de 2018 avait en effet fait l'objet d'une mise en demeure le 24 juin 2019, de sorte qu'entre le jugement du Tribunal de Paris, le 27 février 2023, et la mise en demeure, des plans de vigilance ultérieurs avaient été adoptés par le groupe. Selon le Tribunal, cette solution est justifiée en ce que la mise en demeure a pour objet « *de permettre à l'entreprise de se mettre en conformité dans le cadre d'un dialogue* » et « *doit nécessairement dès lors être regardée comme une condition nécessaire préalable à la délivrance d'une injonction par le juge* ». Aussi, la mise en demeure serait un gage de sécurité juridique et contribuerait

⁶⁰ Plan de vigilance Total Energies 2018, art. 3.5.3.1.

⁶¹ TJ Paris, 28 févr. 2023, n° 22/53943

⁶² Art. L.211-21 du Code de l'organisation judiciaire : « *Le tribunal judiciaire de Paris connaît des actions relatives au devoir de vigilance fondées sur les articles L. 225-102-4 et L. 225-102-5 du code de commerce* ».

⁶³ Mise en demeure de Total par les Amis de la Terre France, Survie, AFIEGO, CRED, NAPE/Amis de la Terre Ouganda et NAVODA.

au développement des alternatives amiables de résolution des litiges, destinées à limiter le contentieux, donc pallier la lenteur de la justice. Argument assez paradoxal lorsque c'est notamment la lenteur de la justice⁶⁴, incompatible avec une obligation annuelle d'élaborer un plan de vigilance, qui a entraîné l'irrecevabilité de la demande. Cette décision est critiquable en ce qu'elle conduit à une surinterprétation de l'obligation de mise en demeure au détriment de l'application du devoir de vigilance, revenant à protéger les entreprises contre le risque de condamnation, là où l'esprit du texte est de contraindre les entreprises à se conformer aux exigences légales visant à limiter des atteintes aux droits fondamentaux du fait de leur activité.

Peut-être les barrières à l'action en justice, qu'elles soient d'origine légale ou issues d'une interprétation des juges, sont-elles trop importantes pour que l'action sur le devoir de vigilance parvienne au résultat escompté : participer activement à la lutte contre les dérives environnementales et sociales résultant de l'activité des entreprises.

En présence d'un dommage, l'article L.225-102-5 du code de commerce prévoit que le manquement aux obligations qui découlent du devoir de vigilance - obligation d'établir un plan de vigilance et de le mettre en œuvre de manière effective - engage la responsabilité de son auteur. C'est donc sur le terrain de la responsabilité civile de droit commun (C. civ Art. 1240) que se fonde l'action en violation du devoir de vigilance. L'ONG doit ainsi rapporter la preuve d'une faute - l'absence de plan ou de sa mise en œuvre -, d'un dommage, et d'un lien de causalité entre la faute et le dommage. L'absence de plan de vigilance ou de sa mise en œuvre est la cause de la survenance du dommage. En théorie, la responsabilité des sociétés sur le fondement du devoir de vigilance est large puisqu'elle oblige une société mère donneur d'ordre à identifier tous les risques auprès de ses filiales mais aussi des sous-traitants ou fournisseurs avec lesquels elle ou ses filiales entretiennent une relation commerciale établie. Encore faut-il parvenir à engager la responsabilité de la société sur ce fondement, ce qui n'est pas arrivé depuis l'introduction du devoir de vigilance en 2017.

Au regard du déséquilibre économique évident entre une multinationale et une ou des ONG, il est regrettable que la loi sur le devoir de vigilance n'établisse pas un renversement de la charge de la preuve au profit des ONG, tant cette charge est lourde. Les ONG manquent de ressources pour réunir les preuves exigées, d'autant plus lorsque les preuves sont situées à l'étranger et que des informations clefs sont parfois détenues par la multinationale elle-même. À cela s'ajoute le potentiel danger que représente la collecte de preuves et de témoignages lorsque le dommage est produit dans des pays sensibles, à l'instar de l'Ouganda. Cette lourdeur de la charge de la preuve est de nature à contredire le droit à un procès équitable⁶⁵, par la même, l'accès à la justice, que l'ordre juridique français est censé garantir.

Lorsque la responsabilité de la société sur le fondement du devoir de vigilance est établie, elle l'oblige à réparer le préjudice que l'exécution de ses obligations aurait permis d'éviter. En pratique, il est possible que cette sanction soit peu dissuasive au regard des profits qui pourraient résulter de l'activité dommageable. Une étude bénéfice/risque en amont de l'opération pourrait vraisemblablement faire

⁶⁴ En l'espèce, les ONG françaises et ougandaises avaient adressé une mise en demeure le groupe Total Energies en 2019, relativement au plan de vigilance 2018. Trois années après que la mise en demeure initiale soit adressée, la compétence en la matière est enfin attribuée au Tribunal judiciaire de Paris.

⁶⁵ Article 6 de la Convention Européenne des Droits de l'Homme (CEDH)

pencher la balance du côté de la mise en œuvre de l'opération dommageable. À l'origine, la loi n° 2017-399 du 27 mars 2017⁶⁶ relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre sanctionnait la méconnaissance de ces obligations par une amende civile. Le Conseil constitutionnel, saisi par plus de soixante députés et soixante sénateurs avant la promulgation de la loi⁶⁷, a censuré l'amende civile d'un montant maximal de 10 Millions d'euros, en raison de la méconnaissance du principe de légalité des délits et des peines (Article 8 de la Déclaration des Droits de l'Homme et du Citoyen 1789). Cette décision n'est pas étonnante au regard de la généralité des termes employés pour définir la nature des mesures devant être adoptées et mises en œuvre dans le plan de vigilance. Cependant, une telle sanction aurait été bien plus dissuasive, donc, plus susceptible d'atteindre les objectifs de la loi.

Outre la mise en œuvre de la responsabilité de la société, la juridiction peut ordonner la publication, la diffusion ou l'affichage de sa décision ou d'un extrait de celle-ci ou encore ordonner l'exécution de sa décision sous astreinte. Cette sanction n'est pas à négliger, puis qu'elle touche à la réputation de l'entreprise et peut avoir de réels effets sur le comportement des consommateurs et des investisseurs souhaitant consommer ou investir de façon plus responsable, à l'égard de l'entreprise ciblée.

L'obligation de vigilance des entreprises s'inscrit dans un changement de paradigme. L'entreprise qui n'est plus seulement un outil de profit destiné à rémunérer les actionnaires et permettre la croissance de celle-ci, doit désormais se conformer à des normes comportementales de nature à contribuer efficacement à la lutte contre des atteintes graves portées aux droits fondamentaux et à l'environnement. Cependant, les dizaines d'actions⁶⁸ en cours soulignent les limites de la loi quant à sa capacité à contraindre les entreprises à se conformer à ces exigences. Pour le moment, ces actions ont moins vocation à engager la responsabilité des entreprises visées qu'à communiquer au grand public sur les dérives du capitalisme industriel. Ce faisant, les ONG espèrent influencer sur les résultats des sociétés visées, rendant l'opinion juge de leurs actions néfastes et inactions coupables. L'enjeu de l'action des ONG sur le fondement du devoir de vigilance, ou sur d'autres fondements étudiés ultérieurement, moins spécifiques à leur action (cf. *say on climate*), est donc la médiatisation. Qu'elles soient ou non actionnaires, l'influence qu'elles exercent permet de dresser un parallèle avec les actionnaires activistes traditionnels, dont l'influence est également le mode opératoire.

SECTION 2 : Les effets contrastés de l'activisme actionnarial et de l'engagement actionnarial dans la dynamique ESG

⁶⁶ Codifié aux articles L.225-102-4 et suivant du Code de Commerce.

⁶⁷ Conformément à l'article 61 de la Constitution.

⁶⁸ L'une des dernières actions en date sur le fondement du devoir de vigilance est dirigée contre le secteur bancaire. Trois ONG – *Les Amis de la Terre*, *Oxfam France* et *Notre affaire à tous* – ont assigné BNP Paribas le 23 février 2023 devant le Tribunal Judiciaire de Paris pour non-respect de la loi sur le devoir de vigilance. Elles invoquent le défaut d'engagement présent quant aux émissions d'actions et obligations dans le secteur pétrolier et le gaz, l'objectif de réduction de 30% ses encours liés à l'extraction et à la production de gaz, et de 80% ceux liés à l'extraction et à la production de pétrole d'ici 2030, étant jugé trop lointain.

Après ses acteurs, il convient de se pencher sur les effets de l'activisme actionnarial (A) et de l'engagement actionnarial (B) sur les dynamiques ESG.

A. Les effets de l'activisme actionnarial sur les performances ESG de l'émetteur

On l'a vu, les fonds activistes intègrent de plus en plus les dynamiques ESG dans leurs stratégies, notamment par nécessité (cf. supra). Il s'agit donc de déterminer dans quelle mesure les fonds activistes sont prêts à sacrifier le rendement, au moins à court terme, au profit du progrès environnemental, social, et de la gouvernance des entreprises. Les études révèlent que leur action est efficace sur la gouvernance d'entreprise (1), plus que sur les aspects environnementaux et sociaux en raison de la prépondérance du critère financier (2).

1. Une action efficace en matière de gouvernance

Historiquement, la gouvernance est le sujet de prédilection des actionnaires activistes (1), bien que leur impact en la matière soit encore aujourd'hui controversé (2)

a) L'importance du critère gouvernance pour les fonds activistes

L'identification des leviers de la création de valeur est au cœur des campagnes activistes : *Quels sont les dysfonctionnements à l'origine de l'écart entre le prix de l'action sur le marché, et sa valeur réelle ?* La promotion des sujets ESG au sein de l'actionnariat dissimule une forte concentration des campagnes sur des enjeux liés à la gouvernance de l'entreprise, plus que sur l'impact de l'activité de l'émetteur sur le climat ou les droits fondamentaux des travailleurs. C'est donc surtout la forte médiatisation autour des questions ESG, résultant notamment de l'action des ONG, qui laisse penser que les questions environnementales et sociales sont aujourd'hui au cœur de la plupart des campagnes activistes. Finalement, aucune tendance linéaire ne se dégage quant à la progression des campagnes dirigées sur les aspects environnementaux et sociaux de l'ESG. Ce phénomène est encore plus vrai en France, État qui représente un tiers des campagnes activistes en Europe, et dont la spécificité est l'attention portée à la gouvernance⁶⁹ par comparaison avec le Royaume-Uni ou l'Allemagne, champions européens de l'activisme actionnarial.

Les sujets visés vont du changement dans l'organisation de la gouvernance, à la composition des organes de direction, mais peuvent aussi se concentrer sur la cession de l'entreprise ou d'une partie de l'entreprise. À titre d'illustration, en 2021 en Europe, comme en 2020, la demande la plus fréquente des activistes portait sur des nominations d'administrateurs - les activistes cherchant à y installer leurs représentants - contre deux demandes publiques seulement concernant les aspects ESG en 2021. Les actionnaires activistes s'intéressent aussi aux dividendes, la France étant le premier État européen et troisième dans le monde à verser le plus de dividendes à ses investisseurs selon l'indice JHGD⁷⁰. Cependant, *Proxinvest*, agence de conseil en vote, reste vigilante puisqu'elle recommande de voter contre une résolution portant sur la distribution de dividendes dès lors qu'elle n'a pas fait l'objet de l'un des contrôles suivants : contrôle d'excès, contrôle d'insuffisance, contrôle d'incohérence, contrôle

⁶⁹ François Funck-Brentano, Associé-Gérant chez Lazard, groupe de conseil financier et de gestion d'actifs.

⁷⁰ Le JHGD est une étude à long terme qui vise à dégager les tendances en matière de dividendes au niveau mondial. Elle mesure l'évolution des dividendes versés par les multinationales à leurs investisseurs et est ventilée par région, industrie et secteur.

d'endettement⁷¹. On peut aussi citer la rémunération des dirigeants comme forte préoccupation des campagnes activistes, ce qui est d'autant plus vrai en période inflationniste, comme l'illustrent les contestations récentes sur la rémunération du Directeur Général du groupe Stellantis, C. Tavares, lors de l'Assemblée générale de 2022⁷².

Selon Maître J. Visconti, le terme d'activisme ESG est trompeur et inadéquat, puisqu'il conduit à mettre sur le même plan les sujet environnementaux, sociétaux et de gouvernance, alors que les activistes « E et S », c'est à dire les actionnaires engagés, n'ont pas grand-chose à voir avec les activistes « G ». Ces deux types d'activisme correspondent à des logiques radicalement différentes. Ces derniers adoptent des stratégies bien plus proactives et impactantes pour les sociétés que les premiers.

b) L'impact controversé sur la Gouvernance des sociétés cotées

Les théories de la gouvernance d'entreprise suggèrent que les investisseurs institutionnels pourraient améliorer la qualité de la gouvernance en dialoguant avec la direction voire, en menaçant de leur retrait. Toutefois, on l'a vu, l'investissement actif au sein du capital de l'émetteur a peu à peu laissé place à l'investissement passif, notamment avec la forte présence de fonds indiciels et d'ETF. Or, s'il peut menacer l'émetteur de véhiculer une mauvaise image de la société, l'investisseur passif n'a pas la possibilité de se retirer – il ne lui est pas possible de liquider sa position puisqu'il doit répliquer le marché dans son ensemble – si les engagements des sociétés en matière d'ESG ne sont pas suivis d'effets. Des études académiques⁷³ soutiennent que le pouvoir du dirigeant et la durée des mandats au conseil d'administration sont plus importants dans les entreprises où une proportion élevée du capital est détenue par des investisseurs passifs et que la valeur de ces entreprises a une tendance à baisser à mesure que le pouvoir du dirigeant se renforce. Cette analyse suggère aussi que les investisseurs passifs affectent négativement plusieurs aspects de la gouvernance d'entreprise : ils décourageraient les investissements à long terme et l'indépendance du conseil d'administration, là où l'action des actionnaires dans toutes ses formes – du moins au plus agressif, d'engagement à activisme actionnarial - favoriserait l'indépendance de celui-ci. D'autres travaux⁷⁴ soutiennent également que la forte présence de fonds passif au capital favoriserait la pérennisation de la direction de la société. L'investissement passif s'avèrerait donc défavorable au changement et dans une certaine mesure, par la même, à l'investissement durable.

L'essor de l'activisme actionnarial n'a donc rien d'une coïncidence. Indéniablement corrélé au développement de l'investissement passif, son rôle est alors crucial et son action légitimée puisqu'il vise à pallier l'incapacité ou l'absence de volonté des investisseurs passifs de contrôler le conseil d'administration de l'entreprise. En relevant les dysfonctionnements de la gouvernance, les fonds activistes apportent une expertise précieuse pour la direction de l'entreprise cible, celle-ci étant

⁷¹ Principe de gouvernement d'entreprise et Politique de vote 2023, Ligne directrice de vote 2023, 3. L'affectation du résultat, la gestion des fonds propres et les opérations en capital, 3.1 affectations du résultat, 3.1.1 Dividende (P.67).

⁷² Résultats de l'Assemblée Générale Annuelle 2023 de Stellantis

⁷³ Nan Qin and Di Wang, Are Passive Investors a Challenge to Corporate Governance? ; March 23, 2018.

⁷⁴ Les fonds activistes, Chapitre 4. Les fonds activistes et la gouvernance d'entreprise, Dunod, p. 70 et s.

généralement constructive et accompagnée de recommandations. Dans l'affaire *Pernod-Ricard* en décembre 2018, au regard des sous-performances enregistrées, le fonds activiste *Elliott management* reprochait au groupe, une gestion opérationnelle trop laxiste, une emprise de la famille Ricard trop forte, et mettait en évidence des marges plus faibles que celles de son rival *Diageo*. Le fonds activiste attribuait aussi cette sous-performance à un manque d'ouverture sur l'extérieur et au manque d'indépendance et d'expertise de certains des administrateurs du Conseil d'Administration du groupe. Le fonds *Elliott Management* propose alors une multitude de recommandations, notamment l'alignement des règles de gouvernance avec les standards internationaux, ainsi que le remplacement de certains administrateurs par des administrateurs indépendants et disposant d'une expertise dans le secteur des spiritueux. Le groupe *Pernot Ricard* s'est montré attentif et a mis en place la plupart des recommandations proposées⁷⁵ par le fonds activiste, ce qui a eu une incidence positive sur les résultats opérationnels⁷⁶ et les objectifs annuels projetés en termes de marge opérationnelle⁷⁷. Maître J.Visconti, intervenant lors d'une table ronde sur l'activisme ESG à laquelle participait Alexandre Ricard, Président-Directeur Général du groupe *Pernod-Ricard*, relate que selon ce dernier, l'intervention du fonds aurait permis de révéler les dysfonctionnements du groupe que lui-même ignorait, et les stratégies à mettre en œuvre pour améliorer la structure de gouvernance. Finalement, il décrit là la fonction d'alerte des activistes, consubstantielle à cette catégorie d'actionnaires.

L'affaire du groupe *Rallye*, maison mère de *Casino*, est probablement l'une des meilleures illustrations de la fonction d'alerte des fonds activistes spéculatifs⁷⁸. Le groupe coté *Casino* est détenu à 52,3 % (61,5 % des droits de vote) par la holding cotée *Rallye*, elle-même détenue par Foncière *Euris* à 58,4 % (71,4 % des droits de vote), contrôlée par *Finatis* à 90,8 %. Le groupe *rallye* est donc en grande partie possédé par *Euris*, la holding personnelle de Jean-Charles Naouri, Directeur général du groupe *Casino*.

⁷⁵ Communiqué de presse de la société Pernot Ricard, Pernod Ricard nomme Patricia Barbizet au poste d'Administratrice référente, 23 janvier 2019.

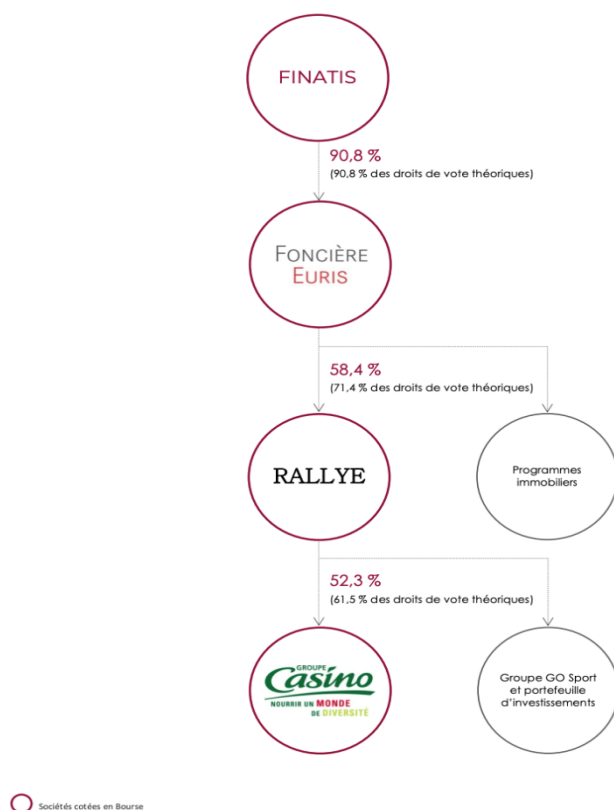
⁷⁶ The Pernod Ricard Market View, basée sur IWSR, données volume à fin 2019 ; Impact Databank 2020, données 2019.

⁷⁷ Le Monde : « Cible d'Elliott, Pernod Ricard dévoile un projet stratégique ambitieux », 7 février 2019.

⁷⁸ Le fonds Muddy Waters pratique un activisme court, peu développé en France, qui consiste à parier sur la baisse du cours. La technique consiste à emprunter des titres sur le marché, pour les revendre et espérer les racheter plus tard à moindre coût.

Fin 2018, la société *Rallye* était endettée à 2,9 milliards euros, endettement garanti par les actions Casino dont le cours baissait depuis 5 ans.

Figure 3 : Organigramme simplifié du groupe au 31 déc. 2019⁷⁹



Le conseil d'administration a donc privilégié l'intérêt de l'actionnaire majoritaire, la société Rallye, en lui versant massivement des dividendes pour que celle-ci puisse faire face à son endettement. Or, c'est ce comportement, contraire à l'intérêt du groupe, qui a conduit à l'ouverture d'une procédure de sauvegarde à l'égard de Rallye, le 23 mai 2019. Or, déjà en 2015, des fonds activistes, à l'instar du fonds New Yorkais *Muddy waters*, procédaient à des ventes à découvert⁸⁰, pariant sur la baisse de valorisation des titres de Rallye et dénonçant l'opacité des comptes, ce que contestait par le groupe Casino. La prise en compte de l'avertissement du fonds activiste aurait alors peut-être permis d'éviter une procédure collective.

Il convient de relativiser un argument souvent soulevé par une partie de la doctrine pour discréditer l'activisme actionnarial, selon lequel les fonds activistes bouleverserait fondamentalement l'activité et l'organisation de la société cible, dans un intérêt purement personnel. Au contraire, la stratégie des fonds activistes – sauf à ce qu'il s'agisse de ses dérives, qui par ailleurs, existent dans tous les domaines et ne sont pas représentatives du phénomène activiste- consiste habituellement à se

⁷⁹ Source : Rapport annuel *Finatis* 2019.

⁸⁰ La vente à découvert désigne un mécanisme de vente d'un actif non détenu par le vendeur, pratique courante sur les marchés à terme. La vente à découvert consiste soit, à parier sur la baisse de valorisation d'un actif, soit à titre spéculatif (afin d'encaisser une plus-value sur la vente du titre), ou encore à titre de couverture (protection contre le risque de baisse du cours, ce qui permet au vendeur de sécuriser son prix de vente.)

focaliser sur des sujets précis sur lesquels leur expertise permettra d'améliorer la gestion de l'entreprise (comme démontré dans le cas Pernod-Ricard). En outre, les fonds activistes ne détiennent généralement qu'une participation minoritaire dans le capital social de l'émetteur. La réussite de cette démarche dépend donc de la capacité de ces fonds à convaincre les autres investisseurs et actionnaires de la société. Il semble que ce soutien ne sera accordé que s'il y va de l'intérêt de tous les actionnaires, et s'il est susceptible de corriger certains problèmes de gouvernance, plutôt que de favoriser une stratégie consistant à tirer un profit à court terme.

Finalement, les actionnaires activistes qui mobilisent les leviers de la gouvernance d'entreprise sont essentiellement motivés par la valorisation boursière, la sous-performance étant l'élément déclencheur de la campagne activiste. La valorisation boursière reflète avant tout l'intérêt des actionnaires, dont certains auteurs soulignent que cet intérêt ne saurait se confondre avec l'intérêt de l'entreprise⁸¹. Néanmoins, comme l'illustrent ces développements, il n'est pas rare que l'activisme actionnarial centré sur la gouvernance coïncide avec l'intérêt social en ce qu'il participe de la bonne gouvernance d'entreprise⁸². La direction de l'entreprise peut alors réagir à l'activisme, soit en adoptant les demandes ou en coopérant, soit en résistant aux demandes ou en les ignorant, comportement qui sera parfois déterminant de l'avenir de la société.

2. La prépondérance du facteur financier par rapport aux facteurs environnementaux et sociaux

L'affirmation selon laquelle « *les entreprises ont une seule et unique responsabilité sociale : utiliser leurs ressources et s'engager dans des activités destinées à accroître leurs bénéfices*⁸³ », qui correspond à une vision traditionnelle et étroite de la société, laisse progressivement place à une conception moins restrictive, celle de l'entreprise qui tient compte notamment de l'intérêt des différentes parties prenantes, et de l'impact de son activité sur l'environnement et droits fondamentaux. En France, la loi Pacte du 22 mai 2019 témoigne de ce changement de paradigme, puisqu'elle introduit en droit français la notion de société à mission⁸⁴, statut dont sont désormais dotées les sociétés qui incluent dans leurs statuts une raison d'être au sens de l'article 1835 du code civil et qui se conforment aux autres conditions posées par l'article L.210-10 du code de commerce. *Mais dans quelle mesure, et de quelle manière, les actionnaires activistes participent-ils à la performance ESG de la société, plus généralement de l'entreprise ?*

Comme indiqué précédemment, les actionnaires activistes qui s'intéressent à la gouvernance n'ont pas grand-chose en commun avec ceux qui s'intéressent exclusivement aux aspects environnementaux

⁸¹ **Antoine Rebérioux**, professeur d'économie, université Paris-VII-Diderot, L'Express (site web) Economie Entreprises, vendredi 19 février 2021.

⁸² Le Gouvernement des entreprises est envisagé comme moyen de résoudre les conflits d'agence qui existent entre les dirigeants, associés et créanciers et qui naissent des différences d'objectifs et des asymétries d'information qui représenteraient alors un coût pour la société. A. Couret, *Les apports de la théorie micro-économique moderne à l'analyse du droit des sociétés* : Rev. sociétés 1984, p. 10.

⁸³ Friedman M., « The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits », The New York Times Magazine, sept. 1970; Friedman M., *Capitalism and Freedom*, 1962, University of Chicago Press.

⁸⁴ Article 176 de la loi n°2019-486 du mai 2019 relative à la croissance et à la transformation des entreprises, complétant les articles L.210-10 et L.210-12 du code de commerce.

et sociaux, les actionnaires engagés. Néanmoins, cette distinction encore présente aujourd'hui tend à s'effacer eu égard aux changements de stratégie des investisseurs, et à la nécessité pour les actionnaires activistes d'obtenir le soutien de ces derniers (v. supra). Pour susciter l'adhésion, les actionnaires activistes traditionnellement centrés sur la gouvernance peuvent adopter différentes initiatives. La première initiative possible consiste à demander la révocation des dirigeants⁸⁵, par le dépôt d'une résolution (C. com., art. L. 225- 105) – sous réserve de représenter au moins 5% du capital social ou, de façon plus anecdotique, en engageant une action sociale *ut singulli* (C.com art. L225-252) à l'encontre du dirigeant qui aurait pris une décision en contradiction avec la raison d'être (C. com. art.L.225-251⁸⁶).

Bien qu'une place croissante soit dédiée aux considérations ESG, l'activisme des actionnaires spéculatifs pourrait être préjudiciable au développement des dynamiques ESG, car les principales campagnes sur la gouvernance mettraient à l'arrêt la politique RSE des entreprises cibles, et remettrait en cause ces mêmes politiques lorsque leur place est trop importante comme en témoigne *l'affaire Danone*. *Danone* est la première société française à s'être dotée du statut de société à mission. En l'espèce, les résultats annuels et le cours de l'action *Danone* étaient bien inférieurs - augmentation de 2,7% - à celui de ses concurrents *Unilever* et *Nestlé* - augmentations respectives de 48% et 72% - depuis la nomination du Président-Directeur Général Emmanuel Faber et l'introduction d'une raison d'être dans les statuts⁸⁷. Cette différence de performance financière n'a pas échappé au fonds activiste londonien *Bluebell Capital Partner*. Ce dernier, focalisé sur les rendements financiers, est parvenu avec le soutien des investisseurs institutionnels à destituer le Président et Directeur général Emmanuel Faber et sa stratégie orientée vers la durabilité et un capitalisme plus responsable.

Ce cas démontre que les actionnaires activistes centrés sur les aspects de gouvernance ne sont pas encore prêts à sacrifier les rendements financiers en faveur du progrès environnemental et social. Il témoigne aussi de la difficulté, tant pour l'entreprise que pour les actionnaires, à hiérarchiser et équilibrer les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance avec la recherche de la maximisation de la richesse des actionnaires.

Sur ce point, il est possible de dresser un parallèle avec le développement de l'activisme ESG aux États-Unis. Le modèle de l'activisme actionnarial étant lui-même importé des États-Unis, il est possible que le phénomène ESG français s'inspire du modèle américain dans sa construction. En 2021, une des plus grandes compagnies pétrolières cotée au monde, *ExxonMobil*, fut la cible d'un fonds spéculatif activiste, *Engine No.1*. À l'issue d'une course aux procurations, le fonds activiste était parvenu à obtenir sa représentation au Conseil d'Administration par trois administrateurs, reconnus pour leur expertise en matière d'énergie renouvelable et de transition énergétique, en lieu et place d'administrateurs existants. Cette victoire, médiatisée comme étant une avancée majeure vers le capitalisme durable,

⁸⁵ La méconnaissance d'une disposition légale ou statutaire constitue un juste motif de révocation (Cass. com., 15 janv. 2020, n° 18-12009).

⁸⁶ Les dirigeants de société anonyme « sont responsables individuellement ou solidairement (...) des infractions aux dispositions législatives [et] des violations des statuts ». La raison d'être étant inscrite dans les statuts, sa méconnaissance constitue une violation des statuts.

⁸⁷ Leila Abboud, 'Activist fund Bluebell Capital takes aim at Danone' Financial Times (Paris, 18 janvier 2021).

ne doit pas dissimuler le rôle que la mauvaise performance financière a joué dans la campagne activiste.

Que ce soit dans le cas français *Danone*, ou le cas américain *Exxonmobil*, il est peu probable que ces sociétés eurent été la cible de fonds actionnaires si leurs performances financières étaient satisfaisantes, ce qui démontre bien que le rendement financier demeure au cœur des campagnes activistes. Par deux orientations différentes, l'une au s'appuyant sur la protection de l'environnement - le cas *ExxonMobil*- et l'autre à l'opposé – *le cas Danone* - il est possible d'atteindre un même résultat, la maximisation de la valeur actionnariale, ...

Certes, il existe quelques campagnes exclusivement centrées sur le développement des facteurs ESG (et sans que le sujet de la gouvernance d'entreprise ne soit associé à une perte de valeur), mais elles ne constituent pas les fondements de la stratégie de fonds d'investissements activistes. Ces campagnes, qui ne se sont encore jamais présentées en France, s'inscrivent dans un cadre *probono*, et visent notamment à contribuer à légitimer l'action de l'activiste dans une campagne ultérieure destinée à un double résultat – valorisation actionnarial et considérations ESG. Finalement, de telles campagnes soulignent bien que le développement des sujets ESG au sein des entreprises contribuent effectivement à la rentabilité de l'entreprise, car si une campagne peut bien être menée en dépit de ses conséquences ESG, jamais une campagne ne serait menée au détriment de la valeur actionnariale. Les dimensions financières et ESG ne sont finalement pas dissociables.

B. Les effets de l'engagement des actionnaires sur la prise en compte des dynamiques ESG

1. **Un engagement ascendant pour les thématiques ESG**

Les actionnaires dits « engagés » se présentent non comme des activistes, mais bien comme des actionnaires engagés dont les actions visent à établir une relation basée sur le dialogue avec l'entreprise sur le long terme. Les revendications portent principalement sur deux éléments : une meilleure information ainsi qu'une adaptation des choix, quant à l'activité opérationnelle de la société, aux enjeux ESG. Cette terminologie générique « actionnaires engagés » désigne tant les investisseurs institutionnels responsables (ISR), que les actionnaires individuels, mobilisés collectivement ou non, qui peuvent notamment avoir recours à des agences de conseil en vote comme *Proxinvest* en France. Outre les actions des ONG qui sont totalement déconnectées de tout objectif de valorisation actionnariale - Les ONG étant des institutions à but non lucratif qui acquièrent des actions dans le seul but de défendre des valeurs environnementales, éthiques et sociales -, les actions d'actionnaires engagés sont rarement totalement décorrélée des aspects financiers. L'engagement actionnarial tend finalement à réconcilier l'objectif de valorisation actionnariale et la promotion d'un modèle économique durable. Ces actionnaires considèrent, a priori à juste titre que l'amélioration de la performance ESG sur le long terme améliorera la performance financière de l'entreprise, des études ayant démontré la corrélation entre performance ESG et de performance financière de la société sur le long terme⁸⁸.

Parmi les sujets de mobilisation, en France, la **gouvernance** – nomination des administrateurs, rémunérations des dirigeants sociaux, droits de vote double, etc.- demeure celui dont l'actionnariat

⁸⁸ [Étude - Responsabilité des entreprises et compétitivité. Évaluation et approche stratégique \(PDF - 1004.86 Ko\)](#), France stratégie.

s'empare le plus. Cette mobilisation s'observe grâce aux différents outils mobilisé par les actionnaires, notamment le dépôt de résolution en Assemblée Générale (cf. infra).

La thématique **environnementale**, bien que très médiatisée, est finalement encore peu soulevée par les actionnaires dits engagés (abstraction faite des ONG). L'association Share indique qu'en 2020, seulement onze résolutions climatiques ont été déposée au cours d'Assemblées Générales en Europe (six en Norvège, quatre au Royaume-Uni, une en France), dont dix visaient des entreprises du secteur pétrolier. Néanmoins, il convient de nuancer le chiffre d'une part, parce que le dépôt de résolutions n'est pas l'unique mode d'action des actionnaires engagés, d'autre part, parce qu'il existe tout de même une augmentation du nombre de résolutions déposée à ce sujet par comparaison avec les années précédentes. Avant 2015, moins de deux résolutions étaient recensées, contre cinq entre 2015 et 2019. En France, le premier cas de résolution climatique n'est intervenu qu'en 2020, au sujet de la modification des statuts en faveur d'une prise en compte des enjeux environnementaux par Total. *Total Energies* est une entreprise pétrolière et gazière active en France et à l'international. Dans le cadre de l'Accord de Paris en 2015⁸⁹, ayant pour ambition de limiter l'élévation de la température « nettement en dessous de 2°C par rapport aux niveaux préindustriels » d'ici la fin du siècle, les entreprises de ce secteur d'activité doivent réduire drastiquement le recours aux énergies fossiles. Néanmoins, la politique du groupe a été d'assurer l'attractivité pour les actionnaires avec un dividende élevé. Onze investisseurs ont alors déposé une résolution externe destinée à renforcer les ambitions climat de Total notamment par l'inscription d'une stratégie de réduction d'émissions alignée avec l'Accord de Paris dans les statuts et une résolution externe sur l'ambition climatique⁹⁰. Le dialogue a en partie abouti, puisque la résolution visant à la modification des statuts pour intégrer les enjeux environnementaux et sociaux et les engagements climat dans les missions du conseil d'administration a été adoptée avec 98,38% des voix. De nouvelles résolutions climatiques ont été adoptées en France en 2021 dans les groupes Atos, Vivendi, et Total, ce qui permet un peu d'optimisme quant à l'évolution de la prise en compte des sujets environnementaux grâce à l'engagement actionnarial.

La thématique **sociale** est en revanche souvent oubliée de l'engagement⁹¹, peut-être parce que l'impact social des activités économiques est plus difficile à mesurer que l'impact environnemental. Néanmoins, la crise sanitaire⁹² et les revendications soulevées sur le juste partage de la valeur, ainsi

⁸⁹ Article 2 (...)

1. Le présent Accord, en contribuant à la mise en œuvre de la Convention, notamment de son objectif, vise à renforcer la riposte mondiale à la menace des changements climatiques, dans le contexte du développement durable et de la lutte contre la pauvreté, notamment en :

a) Contenant l'élévation de la température moyenne de la planète nettement en dessous de 2°C par rapport aux niveaux préindustriels et en poursuivant l'action menée pour limiter l'élévation de la température à 1,5 °C par rapport aux niveaux préindustriels, étant entendu que cela réduirait sensiblement les risques et les effets des changements climatiques; (...)

⁹⁰ Novethic, Engagement actionnarial, juillet 2020.

⁹¹ « ESG » : grandeurs et misères du « S » comme Social, La tribune, 27 janvier 2023.

⁹² Crise sanitaire de la COVID-19.

que, dans une autre mesure, la volonté de diversification des investisseurs - visant à limiter le risque de leurs investissements -, souligne un regain d'intérêt pour les thématiques sociales.

2. La portée limitée de l'engagement actionnarial sur la performance ESG des émetteurs

La portée de l'engagement actionnarial peut être appréciée par la prise en compte des requêtes des actionnaires par la société cible. Toutefois, les études concernant l'efficacité de la démarche des actionnaires engagés sont limitées et très approximatives. Le manque d'études ne permet pas de dégager une tendance d'ensemble et donc de pondérer en excluant les cas extrêmes. De plus, il est très difficile de mesurer tous les événements extérieurs à l'engagement des actionnaires ayant pu exercer une influence sur la performance ESG de l'entreprise : l'émetteur a pu envisager la mise en œuvre d'une politique ESG plus satisfaisante avant l'intervention des actionnaires, d'autres facteurs ont pu influencer l'émetteur sur le chemin d'une politique plus vertueuse, etc.

Les études⁹³ soulignent que le succès de l'opération est lié principalement à deux facteurs. D'une part, au coût financier qu'implique la demande des actionnaires pour l'émetteur – Une demande moins coûteuse sera plus facilement acceptée et mise en œuvre par la société cible-, d'autre part, au poids des investisseurs qui effectuent la demande, raison pour laquelle les investisseurs et actionnaires engagés forment des coalitions. (Cf. partie 2).

L'engagement actionnarial ne fait pas l'unanimité et est critiquable à plusieurs égards par comparaison avec l'activisme actionnarial traditionnel. Il peut être reproché à l'engagement actionnarial tel que pratiqué par les ISR, son manque d'ambition et son mode d'action. Les critiques exposées ci-après tiennent plus à la capacité à atteindre les objectifs -ce dont il est ici question-, qu'aux objectifs poursuivis – création de valeur d'une part et performances environnementales, sociales, et liées à la gouvernance d'autre part.

À la différence de l'activisme actionnarial qui vise les sociétés en raison d'un dysfonctionnement dans la gouvernance, avec la volonté d'y remédier – quand bien même cette volonté n'est pas déconnectée de l'idée de création de valeur-, l'engagement actionnarial tel que pratiqué par les ISR procède souvent de manière discriminatoire, choisissant de se désinvestir plutôt que d'essayer d'améliorer les performances ESG par son action. Aussi, la stratégie utilisée est parfois inadéquate, l'ISR faisant la promotion des « petits pas »⁹⁴, incompatible avec un contexte de crise.

L'autre lacune réside dans les politiques de vote des actionnaires engagés -ISR- souvent insuffisantes, imprécises sur le fond comme sur la forme et trop hétérogènes pour parvenir à des résultats tangibles. À titre d'exemple, une étude relative aux politiques⁹⁵ dont l'objet est de lutter contre le réchauffement climatique met en lumière qu'aucun investisseur – ou presque- ne décline ces objectifs en demandes précises en faveur de la baisse des émissions de gaz à effet de serre (GES). Seules 26% des politiques des actionnaires engagés faisant l'objet de cette étude sont engageantes vis-à-vis de l'émetteur sur la sortie du charbon et seuls deux des acteurs analysés formulent des demandes claires sur le secteur

⁹³ Viviane de Beaufort, *Montée d'un activisme engagé : quelles incidences potentielles ?* Revue des sociétés 2023, P.207.

⁹⁴ Rapport engagement actionnarial 2022, Les investisseurs au service du statut quo, Reclaim finance. P4.

⁹⁵ Cf. 90.

pétro-gazier. Ensuite, moins de la moitié des investisseurs mettent en œuvre leur échelle de sanctions en cas d'échec du dialogue, ni n'établissent des critères d'échéance entraînant une sanction supérieure dans l'échelon. Enfin, 23 investisseurs (sur 24) ne fournissent pas de comptes-rendus des assemblées générales et les deux tiers, aucun chiffre sur les résultats concrets de leur engagement.

Un autre écueil possible de l'engagement actionnarial est son instrumentalisation comme outil de communication par l'entreprise cible qui viserait exclusivement à satisfaire l'image attendue d'elle, sans qu'aucune mesure concrète ne soit mise en œuvre – du *greenwashing* en d'autres termes -. Mais, sur ce point, l'engagement actionnarial tel que pratiqué par les ONG, actionnaires et investisseurs institutionnels en dehors de l'ISR s'avère bien plus efficace que l'engagement actionnarial qui peut se contenter de l'affichage des entreprises, quand bien même cela n'aurait aucun impact significatif sur les performances ESG. L'engagement actionnarial dont il est question est susceptible de remettre en cause la réputation de la société cible auprès du grand public, les engagements portés par les ONG et actionnaires étant le reflet des considérations citoyennes de nos sociétés actuelles. Autrement dit, les ONG et actionnaires engagés peuvent décrédibiliser la société auprès du grand public, ce qui demeure peut-être la pire des sanctions pour l'émetteur – on peut établir un parallèle avec la mort civile qu'implique la pratique du *name & shame* de la *cancel culture*⁹⁶ - à défaut notamment, de sanction juridique effective. Aussi, l'engagement actionnarial fait et fera à l'avenir, évoluer le comportement des entreprises en termes d'informations fournies par les émetteurs. Les informations renseignées par l'émetteur au terme de questions écrites, à l'occasion d'une Assemblée Générale, ou encore d'un contexte plus informel, engagent juridiquement – pour ce qui est des questions écrites (Art. L.225-108 c.com)- et à défaut, en termes réputationnels - l'émetteur serait décrédibilisé si les actions promues n'étaient pas menées -.

Finalement, il semblerait que l'activisme des ONG soit celui le plus impactant pour les sociétés puisqu'il a trait à sa réputation. Cet activisme étant le fait des acteurs de la société civile, il est plus politique que juridique, quand bien même ces ONG viendraient acquérir des parts sociales pour mener à bien leurs actions. Ces ONG n'étant pas constituées en vue de générer des bénéfices, elles ne prennent pas en compte l'aspect création de valeur, consubstantiel au droit des sociétés, et sans lequel les sociétés n'accepteront probablement pas de changer radicalement. La transition écologique ne se fera pas sans réelle transition juridique opérée par le droit des sociétés.

Si l'engagement actionnarial n'a pas pour le moment révolutionné le comportement des sociétés face aux thématiques ESG, les mesures mis en place sur le plan national : l'intégration des enjeux environnementaux et sociaux dans l'objet social, la possibilité d'adopter une raison d'être et l'introduction du devoir de vigilance qui s'étendra bientôt à une échelle européenne et qui promet d'être plus contraignant, sont autant de mesures qui soulignent la volonté d'évoluer vers un capitalisme plus durable, dont seul le temps déterminera si elles étaient suffisantes pour relever les défis climatiques et sociaux de notre époque (Dérèglement climatique, inégalités sociales, etc.).

⁹⁶ « Culture de l'annulation » ou « culture de l'effacement ».

PARTIE 2 : L'ENCADREMENT DE L'ACTIVISME ACTIONNNARIAL (dans sa conception large comprenant l'engagement actionnnarial)

L'activisme et l'engagement actionnnarial se développent et ce faisant, deviennent de plus en plus organisés, que cette organisation résulte du droit ou de l'action des actionnaires. L'objet de cette partie est d'étudier la façon dont se développent l'activisme et l'engagement actionnnarial dans le cadre du droit commun (SECTION 1) puis, dans le cadre plus spécifique aux thématiques ESG (SECTION 2). Il s'agit aussi de faire un point sur les défis du régulateur face aux perspectives d'évolution du phénomène activiste pour une meilleure prise en compte des dynamiques ESG par les entreprises.

SECTION 1 : Le cadre du droit commun des sociétés

§1. Les outils classiques à la disposition des actionnaires

A. La coalition comme arme principale de l'actionnnariat activiste et engagé

L'essor de l'engagement actionnnarial et le développement de l'activisme actionnnarial en France mettent en lumière la réappropriation, par ces actionnaires engagés et activistes, des droits inhérents à leur qualité : outre l'exercice du droit de vote (Art. 1844 c. Civ.) l'actionnaire peut contester les décisions prises par la direction de la société et/ou engager un dialogue avec celle-ci. Ce phénomène, bien qu'antérieur à l'introduction de la loi relative à la croissance et à l'information des entreprises, dite loi PACTE⁹⁷, est favorisé par celle-ci, l'objectif ayant été notamment, d'accroître l'information due aux actionnaires afin d'augmenter leur participation à la vie sociale.

L'actionnaire activiste n'est soumis à aucun régime particulier. Contrairement au droit boursier qui impose à l'actionnaire activiste des règles de particulières, l'activisme étant considéré comme une méthode d'investissement impliquant une transparence accrue, le droit des sociétés ne distingue pas l'actionnaire en raison de son activisme.

L'actionnaire activiste doit dans un premier temps, construire sa position au sein de la société. Il doit donc acquérir des titres de la société cible, lui permettant d'être actionnaire, et donc, d'exercer les droits qui en découlent. L'opacité de ces acquisitions est par ailleurs souvent contestée par les émetteurs, qui reprochent à la directive MIF⁹⁸ de l'autoriser, en dépit de ses nombreux apports. (La directive MIF est étudiée ultérieurement dans le cadre de la régulation des dérives de l'activisme actionnnarial).

La première démarche de l'activisme et de l'engagement actionnnarial ne réside dans aucun texte, et intervient presque systématiquement⁹⁹. La majorité des démarche d'engagement ou d'activisme actionnnarial débutent par une tentative **de dialogue** avec les dirigeants et/ou le Conseil

⁹⁷ LOI n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises.

⁹⁸ Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil.

⁹⁹ Rapport *Activisme Actionnnarial, le Club des juristes*, Annexe 3, Enquête adressée aux émetteurs en Europe selon laquelle le dialogue est presque systématiquement recherché.

d'Administration de l'émetteur. L'émetteur a tout intérêt à ce que le dialogue aboutisse à un accord avec l'actionnaire, et l'actionnaire -engagé ou activiste-souhaite que ses demandes soient entendues. Néanmoins, certains activistes choisissent encore d'agir par surprise¹⁰⁰, empêchant tout dialogue préalable à une campagne publique, contrairement aux actionnaires engagés - investisseurs et associations d'actionnaires principalement - pour lesquels le dialogue est la pratique privilégiée, notamment parce qu'il permet d'aborder des sujets stratégiques dans l'entreprise de manière confidentielle : cession d'actifs, acquisition de sociétés, etc. Leur action, qui résulte moins de la pression exercée sur l'émetteur que de la fréquence des positions prises à son encontre, nécessite une inscription dans la durée - plusieurs fois par an -, et doit être préparée - questionnaires envoyés en amont des entretiens - pour assurer son efficacité. Le dialogue est particulièrement soutenu peu de temps avant les Assemblées Générales, l'enjeu étant d'influer sur les positions de l'émetteur durant lesdites Assemblées. Ce dialogue prend la forme de courriers, de réunions en dehors du cadre formel de l'Assemblée générale, notamment à l'occasion de *roadshows*, dialogues entre les dirigeants d'entreprise et investisseurs influents¹⁰¹.

Le dialogue tend à se structurer et s'organiser autour d'initiatives des actionnaires responsables avec le concours d'autres acteurs du marché. Le *Forum pour l'investissement responsable* (FIR), qui regroupe investisseurs, sociétés de gestion, agences de notation extra-financières, conseils investisseurs, organisations de place, syndicats, ONGs, etc., est devenue une organisation phare en termes de dialogue avec les entreprises du CAC 40¹⁰².

Néanmoins, le dialogue trouve ses limites dans la faculté dont dispose l'émetteur d'occulter certaines informations, voire de ne pas répondre à l'invitation au dialogue. À défaut d'accord, les Assemblées Générales constitue le lieu de revendication des actionnaires, à l'occasion desquelles il leur sera désormais possible de questionner la direction ou de déposer des projets de résolutions externes.

En raison du seuil de détention de 5%¹⁰³ du capital social (C. com., art. L. 225- 105 ; R.225-71) exigé pour pouvoir déposer un projet de résolution en France, les actionnaires – actionnaires activistes, investisseurs institutionnels responsables, actionnaires individuels, etc.- forment **des coalitions**. Ces coalitions sont encore souvent ponctuelles, visant essentiellement à ce que l'agrégation des participations permette d'atteindre le seuil de 5% . Pour ne citer qu'un exemple déjà rencontré, le fonds ISR Phitrust le 15 avril 2020 a été le leader d'une alliance entre actionnaires visant à intégrer la responsabilité environnementale et sociale dans les missions du conseil d'administration de Total

¹⁰⁰ Néanmoins, le club des juristes dans son rapport relatif à l'activisme actionnarial (2019) indique que certaines informations connues des actionnaires activistes à l'occasion de *roadshows* sont directement publiées par ces derniers sur leur site internet par crainte qu'un manque de transparence soit sanctionné sur le fondement de l'information privilégié (Art. L.465-1 CMF). Or, cette précaution rend impossible un dialogue purement privé et qui conduit à engager directement une campagne publique.

¹⁰¹ Viviane de Beaufort avec le soutien d'Hichâm Ben Chaïb, *Activisme actionnarial - L'art du questionnement - Forum pour l'investissement responsable*, 29 avr. 2022.

¹⁰² https://www.frenchsif.org/isr_esg/plateforme-engagement/engagement-actionnarial/##

¹⁰³ Précisément, les seuils de détention vont de 0,5% à 5% du capital selon la capitalisation totale de la société (Art. L.225-71 c.com).

Energies. Mais elles tendent à devenir plus pérennes. À ce titre, on peut notamment citer l'initiative *Climate Action 100+*.

Climate Action 100+ est une coalition pérenne d'investisseurs institutionnels responsables, constituée en 2017 à l'occasion du *One Planet Summit*¹⁰⁴, dont l'objectif est d'amener les cent émetteurs mondiaux les plus importants à diminuer fortement les émissions de gaz à effet de serre, dans un horizon de cinq ans, et plus généralement, d'influer sur la responsabilisation des entreprises sur les sujets ESG.

Des coalitions peuvent aussi se former sur des thématiques précises. On peut citer l'initiative britannique FAIRR qui réunit des investisseurs institutionnels du secteur agro-alimentaire qui ont « *conscience que le respect des critères de développement durable est la clé du succès en matière de gestion de risque et de retours sur investissements* ». Ces derniers visent des entreprises - notamment des chaînes de restauration rapide en France qui pratiquent l'élevage industriel d'une façon incompatible avec les impératifs écologiques et la survie de cette activité.

Lorsque que la coalition consiste en la mise en commun des ressources et des engagements autour d'un activiste en particulier – les « *pacte de loups*¹⁰⁵ » ou le phénomène de meute – elle est souvent critiquée en ce qu'elle échapperait aux exigences relatives au franchissement de seuil, et donc altérerait la capacité de réaction des dirigeants. L'obligation de divulgation de franchissement de seuils s'impose en effet à tout actionnaire, personne physique ou morale, d'une société dont le siège social est situé en France et dont les actions sont cotées sur Euronext Paris, Euronext growth ou encore Euronext Access, qui détient directement ou indirectement 5% -s'agissant du premier seuil- du capital ou des droits de vote : il doit informer la société du nombre d'actions ou de droit de vote qu'il possède dans un délai de quatre jours de Bourse à compter du franchissement (Art. L.233-7 du code de commerce). Or, lorsque ces pactes sont informels, les actionnaires sont pris en compte séparément de sorte que l'obligation déclarative ne s'applique pas au groupe. Mais ces coalitions sont efficaces lorsque la structure de la gouvernance rend impossible une action individuelle de l'actionnaire activiste. Aussi, il faut souligner que le succès des « *pactes de loups* » dépend plus de la faculté qu'ont ces actionnaires à convaincre les investisseurs institutionnels, que de leurs poids dans le capital social. Ces pactes ne sont plus seulement le fait d'investisseurs activistes traditionnels. Les actionnaires engagés s'adaptent à ces pratiques comme en témoigne les coalition Climate Action 100+, UN PRI ou le FIR.

Outre les règles légales qui peuvent la rendre parfois nécessaire, la coalition constitue une véritable arme pour les activistes qui démultiplie leur capacité d'influence sur les émetteurs.

B. Les autres outils à la disposition des actionnaires activistes et engagés

¹⁰⁴ Initiative lancée en 2017 par le Président Emmanuel Macron, l'ONU et la Banque mondiale, *One Planet Summit* rassemble de nombreux décideurs de tous horizons afin d'identifier et d'accélérer des initiatives transformatrices et le financement de solutions en faveur du climat, de la biodiversité et des océans.

¹⁰⁵ Wolf pack activism.

Si l'arme principale des actionnaires activistes et des actionnaires engagés est la coalition, c'est parce que ce seuil de 5% est un prérequis pour l'exercice de la plupart des droits des actionnaires de nature à influencer les positions de la direction de l'entreprise cible.

S'agissant du dépôt de résolution en Assemblée Générale, en dehors même des coalitions, les actionnaires échangent également entre eux sur les points à l'ordre du jour et procèdent à des sollicitations de votes afin de peser davantage lors du vote ou pour parvenir au seuil exigé de 5%.

Les actionnaires activistes ou engagés ont également la possibilité de convoquer une assemblée générale à bref délai s'ils détiennent 5 % du capital social (art. L. 225-103 du code de commerce), sous réserve que la demande tende à des fins légitimes conformes à l'intérêt social et non à la satisfaction de fins propres aux demandeurs. Mais cette technique est très peu utilisée en raison de la difficulté que constitue cette notion de fins légitime.

Sous réserve des mêmes conditions de seuil, un actionnaire peut, après avoir écrit des questions sur une opération de gestion, demander la nomination d'un expert au moyen d'une action contentieuse, lequel produira alors un rapport sur ladite opération (art. L. 225-231 et L.223-32 du code de commerce).

On assiste également à des contestations plus informelles, à l'instar des lettres publiques à la direction. Larry FLink, Président et Directeur Général de *Blackrock*, incite par exemple les entreprises à "*s'engager auprès de leurs principales parties prenantes pour répondre à leurs attentes* », consigne, même implicite, de défiance à l'égard d'un dirigeant ou d'un administrateur.

Les actionnaires peuvent également soumettre au vote l'élection d'un nouveau dirigeant, ou revendiquer une place d'administrateur au Conseil d'administration. Aussi, les actionnaires peuvent individuellement ou collectivement, menacer les administrateurs ou le directeur général d'intenter une action en justice sur le fondement de l'action sociale *ut singulli*, ou sur le fondement d'un préjudice subi personnellement (Art. L.225-252 c. com) sous réserve de démontrer l'existence d'une faute de gestion attribuable à ces derniers, d'un préjudice, et d'un lien de causalité (Art. 1240 c. civ). De telles actions demeurent très marginales pour au moins deux raisons : d'une part dans le cadre d'une action sociale *ut singulli*, parce que l'actionnaire doit avancer tous les frais inhérents à l'action en justice et ne récupère aucun bénéfice personnel de son action - Les dommages et intérêts étant attribués à la société - ; d'autre part dans le cadre de l'action personnelle, parce que le préjudice distinct de celui la société étant entendu de manière très restrictive, l'action est jugée irrecevable dans la majeure partie des cas¹⁰⁶.

Les actionnaires peuvent néanmoins agir sur le fondement d'un manquement au droit boursier s'il y a lieu, en invoquant notamment une rétention d'informations au détriment d'actionnaires minoritaires. La jurisprudence offre quelques exemples de contentieux en la matière. On peut citer la sanction infligée à l'entreprise de production d'électricité *Theolia* – devenue *Futuren*- par l'AMF pour délit de rétention d'information privilégiée à la suite d'une plainte d'un actionnaire lorsque celle-ci a retardé la communication de l'annulation d'une cession annoncée à un prix supérieur au prix convenu par les parties. Mais là encore, les chances de succès sont assez fines. Certains praticiens considèrent que, contrairement à la *Securities and Exchange Commission* (SEC) aux États-Unis, l'AMF est très - ou trop -

¹⁰⁶ Pour une illustration v. Cass. com., 4 novembre 2021, n° 19-12.342, Publié au Bulletin.

protectrice des intérêts des émetteurs¹⁰⁷. S'ajoute à cela le caractère très onéreux de telles actions pour les actionnaires, représentés par quelques cabinets spécialisés à l'instar de *SONJ Conseil*, *Vermeille Avocats*, ou *Visconti & Grundler*.

Enfin les ONG actionnaires peuvent agir sur le fondement du devoir de vigilance, bien que les chances des succès soient ici aussi faibles (Cf. Partie I).

À défaut de moyens suffisants, les investisseurs peuvent avoir recours à la médiation qui devrait pouvoir intervenir dans des contentieux relatifs à l'activisme actionnarial sous toutes ses formes (Art. L.621-19 du code monétaire et financier).

S'agissant des actionnaires engagés, c'est donc finalement plus par la méthode du questionnaire¹⁰⁸ que les actionnaires minoritaires se manifestent, ces derniers n'atteignant pas forcément les seuils requis pour mobiliser d'autres outils juridiques. L'article L.225-108 du code de commerce permet en effet à tout actionnaire « *de poser par écrit des questions auxquelles le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, est tenu de répondre au cours de l'assemblée* ». Le Forum pour l'investissement responsable précité est particulièrement actif à ce sujet. Le FIR a acquis une action de chaque entreprise du CAC 40 afin de confronter le Conseil d'Administration sur des thématiques ESG en envoyant un questionnaire très complet. Les entreprises sont alors tenues d'y répondre directement durant l'Assemblée Générale, ou a posteriori, en publiant la réponse à la question posée sur le site internet (Art L.225-108 du code de commerce ; R.225-84). Au sujet de l'environnement, il a par exemple été demandé aux entreprises de communiquer le pourcentage de leurs activités (exprimé en chiffre d'affaires) qui dépend directement de la biodiversité, ainsi que les dépenses en faveur de la biodiversité¹⁰⁹.

Néanmoins, des espoirs sont permis quant à l'abaissement du seuil de 5% requis pour l'exercice des droits précités. Les seuils exigés pour le dépôt de projet de résolutions dans les autres pays sont souvent moins élevés qu'en France. Son abaissement en France pourrait accroître l'attractivité auprès des investisseurs étrangers. Des collectifs comme le FIR se sont d'ailleurs récemment mobilisés— pour l'abaissement du seuil exigé pour proposer des projets de résolution environnementales et sociales en Assemblée Générale¹¹⁰-. Outre l'abaissement du seuil légal, l'attribution au législateur de la faculté d'arbitrer la recevabilité des résolutions, en lieu et place du Conseil d'administration permettrait aux actionnaires de dialoguer plus facilement avec la direction de l'entreprise. Aujourd'hui, le Conseil d'Administration a la possibilité de refuser d'inscrire à l'ordre

¹⁰⁷ Selon maître J. Visconsti, l'AMF a deux missions principales : la protection de l'épargne des Français, et la protection de la place financière de Paris. La protection de la place financière de Paris serait assurée par une réglementation pro-émetteurs afin d'être plus attractive à l'international.

¹⁰⁸ Viviane de Beaufort, Montée d'un activisme actionnarial engagé : quelles incidences potentielles ? — *Rev. Sociétés* 2023. 207

¹⁰⁹ FIR, *Comment le CAC 40 répond-il aux investisseurs ?* Rapport d'engagement – Saison 3, Question 2 – environnement.

¹¹⁰ Axe 3 : Faire de la finance durable un projet coopératif pour toutes les parties prenantes ; 13. Faciliter les dépôts de résolutions environnementales et sociales en assemblée générale en permettant à 100 actionnaires de pouvoir le faire, en baissant par au moins deux le seuil de détention de parts sociales et en simplifiant les procédures liées au dépôt de résolutions (...)

du jour un projet de résolution d'actionnaires s'il estime que cette résolution interfère avec ses prérogatives stratégiques.

§2. La régulation des droits et obligations des actionnaires

L'augmentation des campagnes activistes ou engagées des actionnaires en Europe et en France a suscité l'attention des autorités nationales et européennes. S'il existe un engouement à promouvoir l'engagement actionnarial (A) tel n'est pas le cas à l'égard de l'activisme actionnarial (B).

A. Une réglementation favorisant l'engagement actionnarial

Ces dernières années, la Commission européenne a pris une série de mesures ayant vocation à promouvoir l'engagement actionnarial. Jusqu'ici dans une logique d'ouverture, le droit européen contrairement à la France, encourageait l'activisme actionnarial, l'idée étant que la mobilisation de ces actionnaires poussait les dirigeants dans leurs retranchements, les incitant à de meilleures performances. La modification de la directive CE n° 2007/36 du 11 juillet 2007, dite « *droit des actionnaires* » par la directive (UE) n° 2017/828 du 17 mai 2017 dite SRD II, annonce un changement de paradigme puisqu'elle n'invite plus les actionnaires et investisseurs à la prise de risque à court terme, mais plutôt à encourager **l'engagement des actionnaires sur le temps long**. Ceci est opéré notamment en « augmentant la transparence entre les sociétés et les investisseurs »¹¹¹, et en renforçant les droit des actionnaires. La directive ne définit pas la notion d'engagement actionnarial par opposition à celle d'activisme actionnarial. Mais, c'est bien l'engagement actionnarial comme implication des actionnaires dans la société, et non l'activisme actionnarial comme investissement pour influencer la direction en utilisant -le plus souvent- les leviers de la gouvernance, qui est visé par la directive. Comme le souligne le *think tank* « *Droit & croissance* », il est cependant regrettable que la directive distingue l'engagement actionnarial de l'activisme actionnarial par une dichotomie entre bons et mauvais actionnaires, tant il est difficile de concevoir un engagement actionnarial sans la participation des fonds d'investissements activistes

La directive est complétée d'un règlement d'exécution du 3 septembre 2018¹¹², entré en application le 3 septembre 2020 qui fixe des exigences minimales en ce qui concerne l'identification des actionnaires, la transmission d'informations et la facilitation de l'exercice des droit des actionnaires.

La transposition de cette directive est opérée par la loi dite Loi Pacte¹¹³, citée précédemment, et finalisée par la loi 2021-1308 du 8 octobre 2021, dite « loi DDADUE »¹¹⁴ qui intègre au code de commerce les articles relatifs à la procédure relative à l'identification des actionnaires (art. L. 228-2 et

¹¹¹ Dir. (UE) n° 2017/828 du PE et du Cons., 17 mai 2017, modifiant la directive n° 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, considérant 3.

¹¹² Règlement d'exécution (UE) n° 2018/1212 de la Commission du 3 septembre 2018 fixant des exigences minimales pour la mise en oeuvre des dispositions de la directive n° 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne l'identification des actionnaires, la transmission d'informations et la facilitation de l'exercice des droits des actionnaires.

¹¹³ Loi Pacte du 22 mai 2019 ainsi que le décret d'application n° 2019-1235 du 27 nov. 2019.

¹¹⁴ Loi n° 2021-1308 du 8 oct. 2021 portant diverses dispositions d'adaptation au droit de l'Union européenne dans le domaine des transports, de l'environnement, de l'économie et des finances.

L. 228-3-1) et en y ajoutant les dispositions relatives à la facilitation de l'exercice des droits des actionnaires, ainsi que les nouvelles obligations d'information à la charge des investisseurs institutionnels et gestionnaires d'actif. En effet, l'augmentation des droits des actionnaires passe par une augmentation des devoirs qui incombent aux gestionnaires d'actifs et fonds d'investissement, lesquels peuvent aussi, au titre de leur devoir fiduciaire à l'égard de leurs investisseurs, voter dans le meilleur intérêt de la société ou selon une politique préétablie. On l'a vu, ces investisseurs sont soumis à des contraintes de transparence, non seulement lors des Assemblées Générales, mais désormais sur le long terme.

Le droit de vote n'est plus qu'une prérogative de l'actionnaire, mais devient un outil de l'engagement, que l'actionnaire peut mobiliser.

La directive (UE) n° 2017/828 vise tout d'abord à renforcer les droits existants des actionnaires directs des sociétés – par opposition à ceux qui ne sont actionnaires qu'indirectement, par le biais d'intermédiaires –, tels qu'ils résultent de la directive n° 2007/36/CE, relatives à certains droits des actionnaires de sociétés cotées. Les droits à l'information sont augmentés tout comme le droit de consultation sur la rémunération des dirigeants, et le droit d'exercer un certain contrôle sur les transactions associant des parties liées. De plus, les obligations d'information renforcées désormais applicables aux investisseurs institutionnels et gestionnaires d'actif contribuent à promouvoir la communication et coopération entre actionnaires et parties prenantes. Néanmoins, il n'existe pas de consécration d'un droit à la collaboration à proprement parler, puisque si ce droit existe – les actionnaires pouvant se réunir dans le cadre d'associations à l'instar de l'Association des actionnaires minoritaires¹¹⁵ – le collectif sera encadré par la notion d'action de concert étudiée ultérieurement.

La directive vise aussi à renforcer les droits des actionnaires dits « indirects », c'est à dire les chaînes d'intermédiaires par lesquelles les sociétés cotées sont souvent détenues étant donné que « *l'exercice effectif des droits des actionnaires dépend de l'efficience de ces chaînes d'intermédiaires* »¹¹⁶. Cette notion de détention indirecte n'est pas étrangère du droit français. La notion de contrôle en droit français est par exemple définie par la détention directe ou indirecte des droits de vote (C. com., art. L. 233-16 II). C'est notamment en appréhendant le droit de vote que la directive est parvenue à renforcer les droits des actionnaires indirects : elle améliore les procédures liées à la logistique du vote et à l'information des actionnaires pour faciliter la communication, tout au long de la chaîne des intermédiaires, entre la société et les titulaires effectifs des titres sociaux.

Il n'est pas seulement attendu des actionnaires et des investisseurs institutionnels qu'ils s'engagent dans la société dont ils détiennent des titres, mais aussi que cet engagement s'inscrive dans la durée.

Concernant les actionnaires activistes, mis à part la promotion du dialogue actionnarial¹¹⁷ entre actionnaires et sociétés, qui profite tant à l'actionnaire qu'à la société émettrice, l'AMF ne formule

¹¹⁵ ADAM (Association des actionnaires minoritaires), ANAF (Association nationale des actionnaires de France), DEMINOR (Cabinet de défense des actionnaires minoritaires), FAS (Fédération française des actionnaires salariés), Regroupement PPLocal, etc.

¹¹⁶ Dir. (UE) n° 2017/828, considérant 4.

¹¹⁷ Communication AMF du 28 avril 2020

aucune recommandation favorisant leur action, alors qu'elle reconnaît pourtant la nécessité de leur action quant à la bonne santé du marché. La promotion de ce dialogue vise essentiellement à prévenir ce qu'elle considère comme des dérives de l'action des activistes actionnariaux : « *l'existence d'un dialogue transparent, régulier et ouvert entre un émetteur et ses actionnaires constitue l'une des clés pour prévenir les excès des campagnes activistes et, le cas échéant, réduire leur effet potentiellement déstabilisateur* ». Par exemple, pour donner suite au constat¹¹⁸ que le dialogue se limite essentiellement aux sujets relatifs à la Gouvernance, l'AMF avait souligné la nécessité d'engager des discussions sur les autres « sujets d'attention des actionnaires tels que la stratégie et la performance ». Ainsi, elle complète le guide de l'information permanente¹¹⁹ en recommandant aux émetteurs d'avoir recours à un administrateur référent pour dialoguer sur lesdits sujets d'attention des actionnaires, donc notamment les préoccupations ESG dont les actionnaires activistes seront amenés à se saisir en tant que levier encore davantage dans les années à venir. (Cf. partie 1). L'AMF intègre également au guide de l'information permanente, la préconisation d'une publication par l'émetteur sur son site internet des supports de la présentation réalisée lors de *roadshow*, et invite ce dernier à s'interroger, en cas de vote contesté en assemblée générale, sur l'opportunité d'une communication sur les mesures prises par le conseil à la suite de ce vote. Ce faisant, elle élargit le champ d'application de ces deux préconisations.

Néanmoins, il faut rappeler que les recommandations de l'AMF sont, comme l'indique leur dénomination, facultatives, donc ne s'imposent ni à l'émetteur, ni à l'actionnaire activiste. Toutefois, ces recommandations sont majoritairement suivies, du moins par les sociétés émettrices qui annoncent se conformer au code de gouvernance AFEP-MEDEF.

B. Une régulation en prévention des dérives de l'activisme actionnarial

La méthode juridique classique repose sur la qualification : à chaque notion définie précisément correspond une catégorie juridique dont découle le régime juridique applicable. Or l'activisme actionnarial est une notion protéiforme, non définie par le droit, correspondant plus à un comportement adopté par un/des actionnaire(s) qu'à une catégorie juridique. De prime abord, le phénomène activiste paraît donc incompatible avec toute appréhension par le droit. En outre, on pourrait considérer que l'actionnaire activiste ne fait qu'user des prérogatives propres à la qualité d'actionnaire, que ce soit dans la phase d'acquisition des titres ou dans celle de la gouvernance.

Néanmoins, les dérives - déstabilisation des entreprises à des moments peu opportuns (lors de crises financières, à l'approche d'échéances de refinancement), manipulation des cours à des fins exclusivement lucratives, etc. - incitent à réguler le phénomène. L'activisme actionnarial ne saurait s'épanouir dans un sens favorable à la performance des entreprises sans un encadrement limitant les pratiques déloyales, guidées par un intérêt personnel et/ou trop court-termistes. La tâche est délicate. Il s'agit de trouver un équilibre entre une maîtrise des excès et un cadre assurant aux activistes la possibilité de continuer leur action positive sur la gouvernance, la performance et prochainement sur

¹¹⁸ AMF, Rapport 2019 sur la gouvernance d'Entreprise, Étude réalisée sur un échantillon de 26 sociétés sur 40 qui déclarent avoir mis en place un dialogue entre le conseil et les investisseurs, dont il ressort que le dialogue est restreint aux questions relatives à la Gouvernance.

¹¹⁹ Guide applicable aux sociétés se référant au Code AFEP-MEDEF ainsi qu'aux émetteurs dont les titres financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé, un système multilatéral de négociation ou un système organisé de négociation.

les aspects environnementaux et sociaux (cf. supra) -. Divers rapports et communications de l'AMF ont nourri d'éventuelles pistes de régulation, et ont parfois conduit le législateur à prendre des mesures. Cet encadrement intervient tant dans la phase d'acquisition des titres, que dans la phase dite de gouvernance, notamment quant aux droits des actionnaires à formuler des propositions, au fonctionnement des campagnes, et à la limitation des conflits d'intérêts.

L'encadrement de la phase d'acquisition des titres de la société cible

La première étape d'une campagne activiste consiste à construire sa position, c'est à dire acquérir une participation dans le capital social de l'émetteur. Certaines positions ont été critiquées au regard des techniques financières mobilisées, telles que l'usage de produits dérivés, considérées par les émetteurs comme abusives car opaques. Elles permettent en effet de contourner les franchissements de seuils statutaires ou légaux, en raison selon certains auteurs¹²⁰ des dispositions de la directive MIF qui provoque une fragmentation de la position de la liquidité.

Dans ce contexte, il est apparu nécessaire de soumettre les actionnaires, notamment activistes, à des déclarations lors de franchissement de seuils d'une part, pour rompre l'asymétrie d'information sur la répartition du capital entre les actionnaires activistes et les autres actionnaires de la société cible et d'autre part, pour éclairer l'émetteur et le régulateur (L'AMF) sur l'évolution de son capital.

L'article L.233-7 du code de commerce prévoit qu'une déclaration est requise lorsque des personnes, agissant seules ou de concert viennent à posséder, directement ou indirectement, un nombre d'actions franchissant à la hausse ou à la baisse 5 et 10 % du capital¹²¹ ou des droits de vote. Par ailleurs, les seuils statutaires peuvent renforcer ces dispositions en prévoyant une obligation supplémentaire d'information portant sur la détention de fractions du capital ou des droits de vote, inférieurs aux seuils réglementaires sans pouvoir descendre en-deçà de 0,5 %. En outre, lorsque les actions de la société sont admises aux négociations sur un marché réglementé, la personne est tenue de déclarer ses intentions des six mois à venir lors du franchissement du seuil de 10% du capital ou des droits de vote. L'article précise la liste des mentions devant figurer dans cette déclaration notamment, si cette personne agit seule ou de concert (sur ce point, v. infra), si elle envisage de poursuivre ses achats ou d'acquérir le contrôle de la société, ou encore, si elle envisage de demander sa nomination ou celle d'une ou plusieurs personnes comme administrateur - demande très fréquente des actionnaires activistes -, membre du directoire ou du conseil de surveillance. Les exigences en termes de franchissement de seuils sont renforcées en période d'offre publique d'achat, chaque franchissement de 1% de détention devant être notifié, et la déclaration d'intention étant requise dès le seuil de 5% franchi, et lorsqu'il y a augmentation de la détention par pas de 2%.

L'AMF envisage de raffermir encore cet encadrement. Plusieurs pistes sont envisagées dans une communication relative à l'activisme actionnarial¹²² publiée le 28 avril 2020, notamment celle d'ajouter un seuil de déclaration de 3% comme il existe au Royaume Uni, ou encore requérir une

¹²⁰ L'activisme actionnarial, Rapport du Club des juristes 2019.

¹²¹ Le droit national va plus loin que la directive européenne qui prévoit seulement les droits de vote.

¹²² Consultable sur le lien suivant : https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/2020-04/communication-amf-sur-activisme-actionnarial_avril20_2.pdf

déclaration d'intention à l'occasion d'un franchissement de seuil de 5%, en vue de prévoir plus en amont l'arrivée d'actionnaires activistes au capital. Néanmoins, le **groupe de travail du club des juristes**¹²³, sous la direction de Michel Prada, relativise l'opportunité d'un abaissement généralisé des seuils. En effet ces contraintes additionnelles, qui s'appliqueraient indistinctement à tous les investisseurs, auraient pour conséquence de freiner les investissements en raison des coûts supplémentaires qu'une telle déclaration emporterait, et de diminuer fortement les campagnes activistes. Dans la même idée de ne pas freiner indument l'actionnariat engagé, on peut citer le FIR qui, outre ses appels à adopter des pratiques responsables dans le cadre de la finance durable, s'est récemment mobilisé¹²⁴ en faveur d'un abaissement du seuil exigé pour proposer des projets de résolution environnementales et sociales en Assemblée Générale¹²⁵, ainsi qu'à l'attribution au législateur de la charge d'arbitrer la recevabilité des résolutions. À ce jour, le législateur n'a pas encore pris position sur les évolutions relatives au franchissement de seuil, et son opportunité est encore le fruit de nombreuses controverses.

Néanmoins, en période normale, c'est à dire hors contexte d'offre publique, ces dispositions ne concernent que rarement les fonds activistes en raison généralement, de leur participation dans la société cible très inférieure aux seuils en discussion.

La déclaration s'impose aux actionnaires individuels et aux actionnaires agissant dans le cadre d'une action de concert. On l'a dit, le succès d'une opération activiste dépend notamment de la capacité à rallier les autres actionnaires à sa cause. Il s'agit donc de déterminer si cette coalition peut être appréhendée sous le prisme de l'action de concert. L'enjeu est important, car la sanction consiste en la perte des droits de vote attachés aux actions excédant la fraction qui n'a pas été régulièrement déclarée pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de 2 ans suivant la date de régularisation de la notification, sans que l'actionnaire puisse non plus, déléguer le droit de vote attaché à la part non déclarée (Art. L. 233-14, al. 2, du Code de commerce).

« Sont considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord en vue d'acquérir, de céder ou d'exercer des droits de vote, pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société ou pour obtenir le contrôle de cette société » (Art. L.233-10 c. com)¹²⁶. La

¹²³ « Le Club des juristes est un lieu indépendant de débats et de propositions juridiques. Il réunit autour du droit des professionnels d'horizons divers. Magistrats, avocats et notaires, professeurs et représentants d'entreprises, mènent ensemble une réflexion prospective autour des problèmes juridiques les plus saillants. Premier *think tank* juridique français, le Club des juristes s'est constitué autour de deux objectifs majeurs : Encourager le débat juridique et innover et renforcer la place du droit dans le débat public et améliorer la compréhension des questions juridiques par tous ». Source : site internet club des juristes.

¹²⁴ FIR, Livre blanc pour la finance durable, 22 *propositions pour 2022*, 14 décembre 2021.

¹²⁵ Axe 3 : Faire de la finance durable un projet coopératif pour toutes les parties prenantes ; 13. Faciliter les dépôts de résolutions environnementales et sociales en assemblée générale en permettant à 100 actionnaires de pouvoir le faire, en baissant par au moins deux le seuil de détention de parts sociales et en simplifiant les procédures liées au dépôt de résolutions (...)

¹²⁶ Le droit français retient une définition différente que celle posée par l'art. 10, a de la directive n° 2004/109/CE (directive Transparence) et de celle de l'art. 2, § 1, d de la directive n° 2004/25/CE du 21 avril 2004 (directive OPA)

qualification d'action de concert dépend donc de la caractérisation d'un accord, lequel a pour objet de mettre en œuvre une politique commune.

S'agissant de l'exigence d'un accord d'abord, son existence est avérée lorsque la concertation consiste en une entente entre ceux qui participent à l'élaboration d'un plan, aucun formalisme particulier n'étant exigé. En revanche, le simple fait que des actionnaires soutiennent la démarche de l'actionnaire activiste ne suffit pas à caractériser une action de concert. La notion de concert est subordonnée à une concertation, ce qui implique que l'activiste et l'actionnaire qui le soutient se connaissent, et échangent sur le plan commun.

S'agissant de cette politique commune ensuite, seule une définition négative peut en être donnée au regard de la jurisprudence en la matière. Il n'est pas nécessaire que la politique commune ait trait à la gestion de la société, de sorte qu'il s'avère suffisant que les concertistes aient la volonté commune de gérer au mieux leurs participations¹²⁷. Il n'est pas nécessaire non plus, que la politique commune ait pour but d'influer sur la stratégie et orientation¹²⁸ future de la société.

Finalement, cette définition de l'action de concert est très imprécise et ne permet pas d'appréhender les contours de la notion, ce qui est évidemment source d'une très grande insécurité juridique pour les actionnaires activistes qui pourraient voir certaines de leurs actions sanctionnées sur le fondement d'une absence de déclaration de franchissements de seuil, dont eux-mêmes pourraient ne pas être au courant. C'est d'autant plus vrai qu'une récente jurisprudence de la Cour de cassation a appréhendé de manière très extensive la notion d'action de concert. Le club des juristes¹²⁹ recommande, pour limiter ce risque, que « *soient précisés les comportements susceptibles de permettre la caractérisation d'une action de concert dans le cadre d'une campagne activiste* », à l'instar de la liste blanche élaborée par l'ESMA¹³⁰ pour la directive OPA.

Parmi les mesures destinées à encadrer l'activisme actionnarial, celle qui est relative à la communication des sociétés durant la « *quiet period* ¹³¹ » témoigne probablement le mieux de la volonté de l'AMF de limiter ses dérives. Il est parfois reproché aux actionnaires activistes d'abuser de leur pouvoir d'influence en communiquant des informations fausses ou trompeuses en vue de déstabiliser le marché. Face à ces pratiques, qui sont essentiellement le fait d'activistes « short », l'AMF permet aux émetteurs d'apporter toute information nécessaire au marché, même au cours de cette période d'embargo, en réponse à des déclarations publiques fausses ou trompeuse. Cette recommandation, ne nécessitant pas l'intervention du législateur, est directement intégrée à son guide sur l'information permanente et la gestion de l'information privilégiée. Dans la même idée, l'AMF recommande à tout actionnaire qui initie une campagne publique de communiquer sans délai à l'émetteur concerné les informations et analyses (*white paper*) qu'il adresse aux autres actionnaires.

¹²⁷ CA Paris, Pôle 5 – chambre 5-7, 30 juin 2016, n° 15/04613.

¹²⁸ Com., 15 mars 2011, n° 10-11.877 : *Rev. Sociétés*, 2011. 552, note F. Martin-Laprade ; *RTD com.*, 2011. 603,

¹²⁹ Club des juristes, Rapport précité sur l'activisme actionnarial, recommandation n° 10, p. 44.

¹³⁰ ESMA, 12 novembre 2013, *Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive*, ESMA/2013/1642»

¹³¹ Période d'embargo durant laquelle l'émetteur n'est pas autorisé à communiquer avec le marché.

Ce faisant, elle permet une vérification des informations communiquées en amont et de rétablir la situation réelle de l'émetteur face à des accusations potentiellement erronées¹³².

L'objectif de transparence entre l'émetteur et l'actionnaire dans la phase de gouvernance

En Europe, la régulation de la communication entre les activistes, les émetteurs, et le marché, est assurée par le Règlement européen sur les abus de marché, dit MAR (*Market Abuse Regulation*), applicable tant à l'émetteur qu'aux investisseurs, donc notamment aux actionnaires activistes. Le Règlement MAR oblige les investisseurs à procéder à toute recommandation ou campagne d'information susceptible de constituer une manipulation de marché. Ce risque se présente notamment au moment de l'acquisition ou de la cession des titres, le fonds pouvant utiliser des connaissances anticipées pour procéder à l'opération au meilleur moment.

Enfin, une proposition française et européenne, bien que non destinée à encadrer l'activisme actionnarial, aurait un impact non négligeable sur celui-ci si elle était adoptée¹³³. Cette réforme, soutenue en France par le Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris (HCJP), qui a remis le 15 septembre 2022 un rapport invitant à une évolution législative en ce sens¹³⁴, et au sein de l'Union européenne (UE) par la Commission, qui a publié le 7 décembre 2022 – *Listing Act* comprenant des mesures destinées à rendre les marchés boursiers plus attractifs et à en faciliter l'accès aux PME – une proposition de directive imposant aux États membres de permettre la création de droits de votes multiples pour les sociétés entrant en bourse. Cette possibilité serait subordonnée à une décision des actionnaires à la majorité qualifiée, et dans l'hypothèse où il existerait plusieurs catégories d'actions. Si la proposition de directive prévoit une série de mesures destinées à protéger les actionnaires minoritaires, un tel dispositif pourrait porter atteinte à la démocratie actionnariale s'il restreignait de manière trop drastique les possibilités d'intervention des minoritaires. Certes, le droit de vote multiple serait notamment subordonné à la conservation des fonctions exécutives au sein de la société pendant toute la durée de vie des actions de préférence. Mais le risque est que les actionnaires majoritaires soient de plus en plus intouchables, dénaturant alors le droit des sociétés, l'intervention des minoritaires disparaissant de fait. Une telle mesure pourrait réduire considérablement la marge de manoeuvre des actionnaires activistes, mais aussi, des actionnaires engagés, pourtant vus comme nécessaires au bon fonctionnement du marché.

SECTION 2 : Le cadre spécifique aux thématiques ESG

Outre les outils juridiques précités, les actionnaires peuvent désormais mobiliser certains outils spécifiques aux thématiques ESG (§1), parmi ces outils, la légalité des résolutions climatiques fait l'objet de controverses (§2).

¹³² D'autres mesures concernent les activistes pratiquant les ventes à découvert, mais ne seront pas évoquées puisqu'elles ne sont pas au cœur du sujet, la majorité des campagnes activistes en France étant menées par des actionnaires activistes « long ».

¹³³ Bulletin Joly Sociétés - n°01 - page 63 Propositions française et européenne pour ouvrir le vote multiple aux sociétés entrant en bourse, 1^{er} janvier 2023.

¹³⁴ Rapport du groupe de travail constitué auprès du HCJP, présidé par le professeur Hervé Synvet ; H. Synvet et C. Coupet, « Présentation du rapport du HCJP sur les droits de vote multiples », [BJB nov. 2022, n° BJB200z3](#).

§1. Les outils ESG à la disposition des actionnaires

La rémunération de Carlos Ghosn - 7,2 millions d'euros de rémunération prévue - , à l'époque Président et Directeur général du groupe Renault, a donné lieu à un vote consultatif – à l'époque - de l'Assemblée Générale des actionnaires. Le plan de rémunération a été adopté en dépit d'un vote de l'AG majoritairement défavorable. Dans ce contexte le gouvernement a fait adopter la Loi Sapin II, le 8 novembre 2016¹³⁵ qui introduit un vote des administrateurs sur la rémunération des dirigeants (salaire fixe et éléments variables),¹³⁶ désormais tenu par le résultat du vote actionnarial. Le retrait du plan est donc obligatoire lorsque le vote de l'AG n'est pas favorable. Plus précisément, ce mécanisme, communément nommé *Say on pay*, permet aux actionnaires de se prononcer sur le montant et le dispositif de rémunération en prévoyant un vote ex-ante, relatif à la politique de détermination de la rémunération, suivi d'un vote ex-post relatif aux éléments dus et attribués aux dirigeants au titre de l'exercice précédent.

La loi Pacte¹³⁷ qui transpose la directive SRD 2, complète le mécanisme de *Say on pay* en introduisant un ratio d'équité (Art. L. 22-10-9, I, 6°, c.com), rapport comparatif de la rémunération des dirigeants de l'entreprise avec la rémunération moyenne et médiane des salariés. Ces ratios doivent être publiés dans le document d'enregistrement universel et mis en perspective avec les performances de l'entreprise au cours des cinq années précédentes, afin de permettre la comparaison.

Ce mécanisme est donc conçu comme un outil de développement de la démocratie actionnariale. Pour atteindre cet objectif, il conviendrait de revoir les modalités d'application du ratio d'équité ajouté par la loi Pacte. Son application par les sociétés qui y sont soumises révèle un manque d'harmonisation d'une société à l'autre, qui résulte en grande partie de l'absence d'une méthode unique de construction de ce ratio par la loi. Par ailleurs, la publication du ratio d'équité ne concerne pas les sociétés cotées à Euronext Paris ayant leur siège social à l'étranger, quand bien même elles seraient actives en France par le biais de leurs filiales, ce qui représente une part importante des sociétés : c'est le cas par exemple des groupes *Airbus*, *ArcelorMittal*, ou encore *STMicroelectronics*-¹³⁸. S'agissant des sociétés dont le siège social est implanté en France, le ratio d'équité ne s'applique qu'au seul périmètre de la maison mère, qui n'est pas toujours le périmètre le plus significatif lorsque la mère est une société *Holding*. Aussi, les ratios sont parfois manipulés par les sociétés qui indiquent des montants attribués parfois largement inférieurs aux montants attribués par le Conseil d'administration. Par exemple, le groupe LVMH a indiqué une rémunération doublement inférieure à celle qui était réellement versée par le Conseil d'Administration au Directeur général délégué du groupe. Dans ces circonstances, et en raison du contexte caractérisé par une forte progression des rémunérations des dirigeants du CAC 40, le FIR a, en 2020 et 2021, proposé des modifications des

¹³⁵ Loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique.

¹³⁶ Cette pratique vient en effet du monde anglo-saxon, les États-Unis et le Royaume-Uni l'ayant adopté quelques années auparavant.

¹³⁷ Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises

¹³⁸ Jean-Luc Champetier, *Bourse.com*, *Le ratio d'équité, nouvel indicateur de bonne gestion*, 22/02/2022.

Sur le plan européen, l'existence d'un cadre légal harmonisé rendant le mécanisme contraignant dans tous les États membres est souhaitable. Par exemple, malgré un vote négatif des actionnaires sur une rémunération de 19,15 millions d'euros en 2021, le Directeur Général du groupe *Stellantis* devrait se voir octroyer une rémunération record de 23,45 millions d'euros, le mécanisme du *say on pay* n'étant que consultatif. Le fait que le mécanisme soit contraignant en France contrairement à d'autres États européens entraîne des stratégies d'évitement, les sociétés pouvant être amenées à déplacer leur siège social, ou faire en sorte que ce siège social ne soit qu'une holding non opérationnelle.

La rémunération des dirigeants n'est pas restée indifférente à toute préoccupation environnementale et sociale. L'intégration de critères RSE dans la rémunération des dirigeants est en effet une pratique qui se répand, notamment dans le monde bancaire. Cependant, des études soulignent encore le manque de transparence des sociétés quant aux critères-financiers retenus et leur mise en œuvre. Il s'agirait encore à ce jour plus d'une transparence affichée, que d'une transparence réelle. En 2022, seule la moitié des entreprises du CAC 40 communiquaient sur la méthode retenue pour calculer la performance extra-financière, et un tiers ne donnait aucune information sur le niveau de performance atteint, ou sur le montant variable attribué sur la base de ces critères¹³⁹. Dans une étude publiée le 30 juin 2017 *novethic*¹⁴⁰ soulignait l'intégration de critères extra-financiers à des éléments de rémunération des dirigeants du Crédit Agricole. Si cette pratique est pertinente à l'aune des enjeux actuels, l'utilisation d'un indice propre au Crédit Agricole suscite à juste titre les réticences des actionnaires : prise en compte réelle ou affichée – *greenwashing*-¹⁴¹ ?

Cette prise en compte de l'environnement par le prisme de la rémunération variable des dirigeants n'est pas suffisante pour emporter la satisfaction des actionnaires engagés. Les « résolutions climatiques » (*Say on climate*) ont été promues par Sir *Christopher Hohn*, fondateur du Hedge Fund activiste, « *The Children's Investment Fund* » (TCI) en 2003. Elles ont depuis pris une grande importance. Dès 2021, les émetteurs ont été interpellés par des actionnaires via le dépôt de résolutions « climatiques » durant les assemblées générales

Cette pratique est directement inspirée du monde anglo-saxon. On peut citer le groupe *ConocoPhillips* qui adopte une résolution climatique en 2021 à la suite du dépôt de résolutions climatiques par des actionnaires à l'occasion d'une Assemblée Générale. Il s'agit d'une résolution mise à l'ordre du jour des assemblées générales de l'entreprise cotée par l'entreprise elle-même ou par ses actionnaires, afin de faire voter chaque année sur la politique climat de l'entreprise et d'assurer un dialogue permanent sur les questions environnementales. Le phénomène atteint la France en 2021, avec plusieurs mobilisations très médiatisées dont celles des Assemblées générales des groupes *Vinci*, *TotalEnergies* et *Atos*. Confrontés au dépôt de résolutions climatiques, les Conseils d'Administration ont préféré proposer leur propre plan climatique, plutôt que ne laisser comme option que celui qui était proposé par les actionnaires engagés. Contrairement au dispositif *Say on pay*, le vote des résolutions climatiques *Say On Climate* a encore aujourd'hui un caractère purement consultatif, donc non contraignant, et est dépourvu de tout cadre légal.

¹³⁹ Novethic, Entreprises responsables, INTÉGRER LA RSE DANS LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS, UN LEVIER STRATÉGIQUE QUI SE GÉNÉRALISE, 30 juin 2017

¹⁴⁰ Supra.40

¹⁴¹ Sylvain Vanston, ESG Integration manager chez Axa.

Malgré le caractère seulement consultatif du vote des AG, les actionnaires engagés restent proactifs. Encore récemment, des investisseurs¹⁴² du groupe ENGIE coordonnés par le FIR et représentant 1,5% du capital, ont déposé une résolution intitulée « *Résolution de modification des statuts sur la stratégie climat* » soumise à la prochaine assemblée générale de l'entreprise le 26 avril 2023. L'objectif est double. D'abord, les investisseurs requièrent du groupe l'explication de sa stratégie climatique en conformité avec les Accords de Paris de 2015 – *Le réchauffement climatique ne devant pas dépasser 1,5°C d'ici la fin du siècle* -. Ensuite, signaler à ENGIE et aux autres actionnaires le souhait de certains investisseurs d'ajouter un vote consultatif *Say on Climate* à l'ordre du jour de l'assemblée générale, tous les trois ans pour la stratégie et tous les ans pour sa mise en œuvre¹⁴³. L'engagement n'est pas vain. En 2022, douze sociétés cotées ont, de leur propre chef, sollicité l'avis de leurs actionnaires, alors qu'elles n'étaient que trois en 2021¹⁴⁴.

Quant à la dynamique sociale dans la prise en compte des enjeux ESG par les actionnaires, aucun dispositif spécifique ne permet aux actionnaires et investisseurs de cibler spécifiquement les problématiques soulevées en termes de droits politiques et droit humains. Il y a donc encore une marge de manœuvre importante quant à cette thématique souvent oubliée de l'engagement.

§2. Les controverses attachées à la légalité des résolutions climatiques

Les outils à la disposition des actionnaires pour influencer sur la performance ESG de la société sont encore insuffisants, comme le montrent notamment les limites des effets de l'engagement actionnarial ESG sur l'émetteur (cf. Partie 1, Section 2). Une partie des investisseurs et de la doctrine militent ainsi en faveur de plus de droits pour les actionnaires relatifs aux enjeux ESG, plus particulièrement aux enjeux environnementaux, ou pour une mise en œuvre plus effective des droits qui leurs sont déjà reconnus.

Depuis que les résolutions climatiques ont fait leur apparition, un débat s'est développé quant à leur légalité. Au-delà de la question de l'introduction d'un vote contraignant, qui semble à ce jour inenvisageable, le débat s'est cristallisé autour de **la recevabilité de ces résolutions** par le Conseil d'Administration : le Conseil d'Administration peut-il rejeter des résolutions climatiques et refuser leur inscription à l'ordre du jour ? Dans l'affirmative, sur quel(s) fondement(s) ? Quels contre-arguments juridiques pourrait être opposés ?

Selon la doctrine majoritaire, le dépôt de résolutions climatiques serait contraire à la hiérarchie des organes dans la société anonyme telle que posée par l'arrêt Motte¹⁴⁵. C'est à dire que l'adoption de ces résolutions conduirait à une immixtion des actionnaires dans les compétences propres du Conseil d'Administration. C'est ce dont se prévalait le groupe Total Energies en 2020. En l'espèce, le Conseil d'administration du groupe avait accepté l'inscription à l'ordre du jour de l'assemblée générale d'un

¹⁴² APG, Candriam, Degroof Petercam AM, Ecofi, l'ERAFP, l'Ircantec, La Banque Postale AM, La Financière de l'Échiquier, Mandarin Gestion, Mirova, Meeschaert AM, Messieurs Hottinguer & Cie Gestion Privée, MN, OFI Invest AM, PGGM et Sycomore AM

¹⁴³ FIR, 16 INVESTISSEURS EUROPÉENS DEMANDENT LE DÉPÔT D'UNE RÉOLUTION LORS DE LA PROCHAINE ASSEMBLÉE GÉNÉRALE D'ENGIE, 28 mars 2023.

¹⁴⁴ L. Boisseau, Pourquoi le « *say on climate* » fait-il peur aux entreprises ? Les Échos, 13 févr. 2023.

¹⁴⁵ Civ. 4 juin 1946, S. 1947. 1. 153

projet de résolution déposé par des actionnaires relatifs à l'introduction d'une obligation d'information renforcée en matière climatique. Mais, le projet n'avait pas été adopté, au motif de la méconnaissance de la hiérarchie des organes dans la SA. C'est aussi ce que retient la Cour de cassation, soulignant qu'il n'appartient pas à « *l'assemblée générale d'empiéter sur les prérogatives du conseil en matière d'administration* ». Au visa de l'article L. 225-35 du Code de commerce, elle précisait que c'est au conseil d'administration qu'il incombe de « *déterminer les orientations de l'activité de la société* » et de veiller « *à leur mise en œuvre* », orientations qui comprennent notamment le plan climatique. Les revendications activistes relatives aux enjeux climatiques de l'activité de l'émetteur constitueraient alors un empiétement sur les pouvoirs propres du conseil d'administration.

Mais, une partie de la doctrine¹⁴⁶ considère que la portée de l'argument de l'atteinte à la hiérarchie des organes est limitée. De la même façon que dans une démocratie représentative, le peuple ne décide pas directement pour des raisons pratiques évidentes mais par le truchement de ses représentants, les actionnaires d'une société anonyme ne sauraient exercer le pouvoir décisionnel directement¹⁴⁷. L'Assemblée générale des actionnaires délègue alors son pouvoir décisionnel au Conseil d'Administration – le cas échéant, au Conseil de surveillance-, lequel rend compte de son action, notamment lors de l'Assemblée générale annuelle des actionnaires (Art. L.225-100 c.com). À défaut, les administrateurs risqueraient le non-renouvellement de leur mandat, voire, leur révocation. Les actionnaires étant les bénéficiaires effectifs de la société et ceux qui prennent le risque de subir les pertes (Art. 1832 c. Civ.), la société doit être gérée par le Conseil d'administration de manière à garantir leur intérêt.

La mise en œuvre de cette mission est aisée lorsque la société ne comprend que peu d'actionnaires individualisés. Elle s'avère plus complexe lorsque l'actionnariat est dispersé. C'est par définition le cas dans les sociétés cotées, dont les actions sont soumises à la négociation sur un marché réglementé. Le risque est que le Conseil d'Administration ne représente que l'intérêt des actionnaires majoritaires, au détriment des minoritaires. Ce risque est d'autant plus important que le Conseil d'Administration est élu à la majorité simple des actionnaires (art. L. 225-18 et L. 225-98 C. com). Le Conseil d'Administration ne peut non plus se plier aux intérêts des minoritaires. Le risque serait alors que ces derniers abusent de leur pouvoir d'opposition au détriment de l'intérêt social, par exemple, en empêchant la réalisation d'une activité profitable à la société, ou en proposant et votant des résolutions limitant leur exposition par l'usage de produits dérivés ou de prêts d'actions, ou encore, en prenant position sans être suffisamment informés. C'est donc dans telles circonstances seulement, pour s'opposer à l'inscription à l'ordre du jour de disposition contraires à l'intérêt social¹⁴⁸, que la reconnaissance d'un droit de veto

¹⁴⁶ V. par exemple : Recevabilité des projets de résolutions des actionnaires et contrôle de l'Autorité des Marchés Financiers : une approche fonctionnelle, Sophie Vermeille et Paul Oudin, Reg N°488 874 264

¹⁴⁷ Sophie Vermeille et Paul Oudin, Recevabilité des projets de résolutions des actionnaires et contrôle de l'Autorité des Marchés Financiers : une approche fonctionnelle « *de la même manière qu'un État démocratique ne peut fonctionner sur la seule base du référendum, la lourdeur du processus décisionnel d'assemblée générale empêche (...) les actionnaires de se saisir de la gestion courante de la société* ».

¹⁴⁸ Le droit de veto du Conseil d'Administration n'est consacré par aucun texte. Mais, il pourrait découler de l'interprétation combinée de l'article R.225-74 c.com qui dispose que les « points et les projets sont inscrits à l'ordre du jour » et de l'article L.225-35 c.com selon lequel « le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la société et veille à leur mise en œuvre ».

se justifie. Sophie Vermeille et Paul Oudin¹⁴⁹ distinguent la faculté d'opposition du Conseil d'Administration selon la nature de la résolution. L'évaluation des conséquences de certaines résolutions est plus complexe. Notamment la mesure de la portée des résolutions climatiques est plus complexe en ce qu'elles contribuent à la transition écologique et sont dans l'intérêt des actionnaires à long terme en limitant le risque systématique auquel s'expose la société. Selon eux, le Conseil d'Administration doit se conformer à la volonté des actionnaires, fussent-ils minoritaires, d'inscrire un projet à l'ordre du jour « *lorsque celui-ci n'a pas pour objet de détourner ce processus au profit d'intérêts privés étrangers à celui de la société* ».

De plus, la conception de la hiérarchie des organes ne doit pas être entendue de manière rigide puisque les statuts peuvent aménager les modalités d'administration et de direction dans l'intérêt social, sous réserve d'absence de bouleversement des principes généraux de hiérarchie et des compétences¹⁵⁰.

L'introduction de la raison d'être dans les statuts démontre que les statuts peuvent aménager la gestion de l'entreprise dans un sens particulier, auquel est alors tenu le Conseil d'Administration. Le Conseil d'Administration est en effet tenu de prendre « en considération (...) la raison d'être de la société définie en application de l'article 1835 du Code civil » (C. com., art. L. 225-35). On ne voit donc pas clairement pourquoi le dépôt de résolutions climatiques par des actionnaires viendrait bouleverser la hiérarchie des organes s'il est possible d'introduire une raison d'être dans les statuts qui oblige le Conseil d'Administration à suivre une direction précise. Sur ce point, il faut noter que l'inscription d'une raison d'être dans les statuts d'une société pourrait devenir le prochain fondement juridique des campagnes activistes ESG des actionnaires. Comme l'illustre Simon martin-gousset, associé chez White & Case LLP¹⁵¹, il pourrait être complexe pour Orange¹⁵² qui a inscrit une raison d'être dans ses statuts autour de la notion d'activité responsable, de prendre des décisions relatives au déploiement de la 5G sans justifier des impacts de cette activité sur l'environnement et la santé des utilisateurs.

Le rapport du HCJP¹⁵³ a conclu qu'« au regard des réserves exprimées sur la validité du dépôt de résolutions climatiques par les actionnaires en l'absence de cadre spécifique, le Groupe de travail propose l'adoption de recommandations (soft Law) destinées à **introduire le principe de la possibilité de telles résolutions** -climatiques- ainsi **qu'à recommander un cadre général**, notamment s'agissant de l'information à délivrer aux actionnaires sollicités pour exprimer leur avis consultatif. ». Le HCJP propose d'amender l'article L. 225-105 du code de commerce afin de permettre aux actionnaires d'obtenir rapidement **une décision de justice en cas de contestation** d'un refus d'inscription à l'ordre

¹⁴⁹ V. supra 52.

¹⁵⁰ CA Aix-en-Provence, 8e ch., 28 sept. 1982, n° 9999

¹⁵¹ La raison d'être des sociétés cotées : une aubaine pour les actionnaires activistes ? Bulletin Jolly Sociétés, Octobre 2020, P. 53

¹⁵² Orange, article 2 des statuts, mis à jour le 19 mai 2020 : « La raison d'être de la société est la suivante : "Orange est l'acteur de confiance qui donne à chacune et à chacun les clés d'un monde numérique responsable" »

¹⁵³ Rapport HCJP, 15 décembre 2022.

du jour de résolutions. Selon une partie de la doctrine¹⁵⁴, l'AMF serait l'organe le plus à même de contrôler l'exercice du droit de veto du Conseil d'Administration en cas de refus d'inscription d'une résolution climatique à l'ordre du jour. Ce à quoi d'autres¹⁵⁵ s'opposent, la mission de l'AMF étant la protection des épargnants et non la mise en œuvre du droit des sociétés.

Tenant compte de la mobilisation des investisseurs et des publications de l'AMF et du HCGE¹⁵⁶ (Haut comité de la gouvernance d'entreprise), l'AFEP et le MEDEF ont fait une place, dans une certaine mesure, aux résolutions climatiques dans le code du gouvernement d'entreprise révisé du 20 décembre 2022¹⁵⁷. L'objectif de la révision est d'accorder une place centrale aux enjeux ESG au niveau de l'entreprise et d'assurer l'intégration des enjeux de développement durable dans les décisions de gouvernance des entreprises. Le code révisé prévoit que le Conseil d'Administration pourra, s'il le juge opportun, tenir compte de l'attente des actionnaires s'agissant du plan climatique mené par la société. À compter du 1er avril 2023, les Assemblées générales devront appliquer le code de gouvernance révisé, si elles ont indiqué se conformer au code de gouvernance AFEP-MEDEF. À défaut, elles devront justifier ce défaut d'application conformément au principe « *comply or explain* ». L'apport de la révision doit être nuancé. Sur le plan des droits des actionnaires, le rapport ne consacre pas d'avancée majeure, mais se contente de confirmer la possibilité déjà avérée, de prendre en compte les projets de résolution climatique. Il ne consacre donc pas le *say on climate*, ni ne pose de cadre juridique contraignant le Conseil d'Administration à répondre aux actionnaires qui déposeraient ce type de résolutions.

CONCLUSION : Les défis du régulateur et les perspectives d'évolution réglementaire

Le phénomène de l'actionnariat activiste n'est plus le monopole de fait des traditionnels fonds activistes. Les investisseurs institutionnels, les gestionnaires d'actifs, les actionnaires individuels ou regroupés au sein d'un collectif et même des acteurs de la société civile, des ONG, adoptent de plus en plus un comportement d'actionnaire activiste. Ce phénomène n'est pas sans lien avec la crise démocratique de nos sociétés, et promet donc de se développer encore davantage.

Dans ce contexte et pour prendre en compte les attentes des actionnaires et parties prenantes, le droit des sociétés ne saurait se contenter d'organiser la prise en compte des dynamiques ESG autour du cadre existant du droit des sociétés. Si le droit des sociétés fait réellement obstacle au positionnement des actionnaires sur les dynamiques ESG – comme le considèrent la doctrine majoritaire et la Cour de cassation s'agissant des résolutions climatiques-, c'est probablement vers un durcissement des obligations des dirigeants et des émetteurs qu'il faut se tourner. La proposition de soumettre les administrateurs à un encadrement plus strict quant à la performance ESG de la société, déjà envisagé

¹⁵⁴ V. supra. 52.

¹⁵⁵ Pierre-Henri Conac, Max Planck Fellow, Professeur à l'université du Luxembourg, La Commission Climat et finance durable de l'AMF soutient les résolutions climatiques ; AMF, Commission Climat et finance durable : Publication sur les résolutions climatiques, mars 2023.

¹⁵⁶ Autorité des marchés financiers, Rapport 2022 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées, 1^{er} déc. 2022, Rapport du Haut Comité de gouvernement d'entreprise, 14 nov. 2022 ;

¹⁵⁷ <https://afep.com/wp-content/uploads/2022/12/Code-AFEP-MEDEF-version-de-decembre-2022.pdf>

par la commission européenne, a suscité de nombreuses réactions défavorables¹⁵⁸. Néanmoins, d'autres propositions vont dans le sens d'une responsabilité accrue des administrateurs : projet de directive sur le devoir de vigilance¹⁵⁹, proposition de directive NFRD¹⁶⁰, ou encore « devoir de sollicitude »¹⁶¹ qui impliquerait de tenir compte des conséquences des décisions du conseil d'administration sur les questions de durabilité et dans l'intérêt social. Encore faudra-t-il que leur mise en œuvre soit effective, contrairement au devoir de vigilance en droit national qui est à ce jour, resté sans effets concrets.

Les différentes expressions de l'activisme actionnarial soulignent aussi l'existence d'un clivage grandissant entre les actionnaires. Deux modèles antagonistes s'opposent, l'ancien centré sur la maximisation de la valeur actionnariale et la gouvernance d'entreprise, et le modèle émergent élargi aux enjeux environnementaux et sociaux. C'est cet antagonisme qui conduit parfois à une prise en compte artificielle des enjeux ESG par les investisseurs et gestionnaires d'actifs, dont les nombreux clients ont des visions totalement différentes de la société.

Si l'engagement actionnarial tel que pratiqué par les ISR, les ONG et les autres actionnaires peut contribuer à faire évoluer les comportements, la transition écologique désormais perçue comme indispensable par le plus grand nombre, semble devoir s'accompagner de mesures juridiques plus contraignantes. Aujourd'hui, les réglementations en faveur d'une prise en compte croissante des aspects sociaux et environnementaux, sont nombreuses mais demeurent inefficaces pour lutter effectivement contre les effets pervers du capitalisme. L'idée serait donc d'inverser cette tendance.

À l'égard de l'entreprise, il conviendrait d'établir des réglementations moins nombreuses ayant des effets concrets dans la prise en compte des externalités pour réduire la valeur des entreprises polluantes ou peu vertueuses en matière ESG ; ou encore imposer -ou recommander à l'instar de l'indépendance des administrateurs par l'AFEP-MEDEF-, la mise en place d'un **administrateur référent** doté d'une expertise particulière dans les domaines environnementaux, et sociaux, assurant ainsi la prise en compte des intérêts ESG revendiqués par les actionnaires trop minoritaires pour pouvoir inscrire des points à l'ordre du jour.

Il serait aussi sans doute utile que le droit (national et européen) intègre **une responsabilité des financeurs** d'une entreprise de sorte que les fonds activistes ne pourraient plus se concentrer exclusivement sur l'amélioration de la gouvernance et la création de valeur, mais seraient contraints d'intégrer des critères environnementaux et sociaux dans leurs investissements, sous peine de voir leur responsabilité engagée, sur le plan environnemental ou social. L'introduction d'une taxe corrélée aux critères ESG négatifs d'une société serait aussi un moyen d'influer le rendement immédiat des

¹⁵⁸ European Commission, Directorate-General for Justice and Consumers, Study on directors' duties and sustainable corporate governance: final report, Annex I, Publications Office, 2020.

¹⁵⁹ Proposition de directive sur le devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité, COM (2022) 71 final 2022/0051 (COD), 23 février 2022

¹⁶⁰ Proposition de directive relative à la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises, 21 avril 2021

¹⁶¹ Proposition de directive sur le devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité, COM (2022) 71 final 2022/0051 (COD), 23 février 2022, Art. 25

sociétés, et donc la prise en compte des critères ESG par les investisseurs. Aujourd'hui, si de telles taxes sont en vigueur en France, à l'instar de l'obligation de dresser un bilan carbone¹⁶², qui impose de publier un bilan GES sous peine d'amende, demeure trop souvent ignorée¹⁶³, les montants de ces peines étant peu dissuasifs au regard des profits réalisés grâce au comportement critiqué.

La responsabilisation des investisseurs et des émetteurs pourrait notamment être appréhendée par le prisme du prix des actions. Il s'agirait là de créer un prix (virtuel) des actions intégrant les externalités, non pris en compte par le marché : les coûts environnementaux de l'activité des entreprises (émissions de CO2 sur cycle de vie analyse de cycle de vie ou ACV, biodiversité). L'exercice s'annonce complexe à l'échelle d'une entreprise, car il l'est déjà à l'échelle de chacun de ses produits (systèmes d'éco-score divers encore anarchiques et dont la reconnaissance ou légitimité aux yeux du public est variable). Mais il est certainement nécessaire, d'où l'idée de se concentrer sur les éléments environnementaux les plus quantifiables, et de laisser de côté les aspects sociaux et gouvernance, qui en raison de la part de subjectivité qu'ils comportent, relèvent plus de la notation pure que de l'externalité.

Quant à l'engagement actionnarial, il reste à trouver les moyens de lui donner l'efficacité de l'activisme actionnarial. Celui-ci atteint mieux ses objectifs, mais ceux-ci sont plus éloignés d'une véritable approche environnementale et sociale. A l'inverse, l'engagement vise plus étroitement les objectifs ESG, mais son efficacité est encore limitée.

Enfin, s'agissant du cas particulier des sociétés à mission, il semble qu'une approche rigoureuse soit nécessaire pour entraîner un réel changement de comportement. En intégrant la notion de société à mission¹⁶⁴, la loi Pacte ne constitue qu'une étape dans le processus de transition écologique, et demeure inaboutie. Il conviendrait donc d'associer à la notion de société à mission, un régime qui lui soit propre, outre la seule sanction du retrait de la raison d'être et donc, du statut de société à mission, dans les statuts. Des mesures plus contraignantes – à l'instar de la justification d'un nombre d'actions concrètes en faveurs de l'environnement ou des droits sociaux- pour les entreprises dotées du statut permettrait de lui donner une efficacité concrète, en contrepartie d'une protection accrue à l'égard des fonds activistes pour les campagnes exclusivement motivées par la création de valeur.

¹⁶² Article 173 de la loi de transition énergétique pour une croissance verte ; L.229-25, R. 229-45, R. 229-50-1 c. env. ; L. 225-102-1 et R. 225-105-1 c. com.

¹⁶³ A. Sénecat, L'échec du bilan carbone « obligatoire », symbole du mépris des enjeux climatiques, *Les enquêtes des décodeurs*, Journal Le Monde (24/03/2023)

¹⁶⁴ Article 1835 c.civ ; Article 210-10 C.com

Bibliographie :

- 3 questions à Michel Prada, Président du groupe de travail, ancien Président de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) . (2022, DÉCEMBRE 12). *La semaine juridique - Édition Générale*(N°49).
- Afep. (Mercredi 18 janvier 2023). Compte rendu de réunion avec les représentants de Blackrock.
- Albouy, M. (2020, Juin). L'IMPACT DE L'ACTIVISME ACTIONNNARIAL SUR LA PERFORMANCE DES ENTREPRISES. (*Suppléments*) *Revue Banque*.
- Armand Grumberg, A. H.-H. (2022, Mars-Avril). L'ACTIVISME ACTIONNNARIAL EN EUROPE EN 2021. *Fusion & Acquisitions Magazine*.
- Articulation entre la politique d'engagement actionnnarial et la stratégie d'investissement . (2022, Décembre). *Le Lamy droit du financement*.
- Association française des entreprises privées (Afep). (Décembre 2019). *Activisme actionnnarial*.
- Autorité des Marchés Financiers (AMF). (17 mars 2021). *Activisme actionnnarial : l'AMF fait évoluer sa doctrine*.
- Babeau, O. (2020, Juin). LA DÉMOCRATIE ACTIONNNARIALE EST PLUS QUE JAMAIS L'AVENIR DE L'ENTREPRISE. *Revue Banque*, pp. 52-55.
- Beaufort, V. d. (2019, Juin). L'engagement actionnnarial en France, vecteur de gouvernance pérenne ? *REVUE DES SOCIÉTÉS* , pp. 375-390.
- Beaufort, V. d. (2023). Montée d'un activisme actionnnarial engagé : quelles incidences potentielles ? . *Revue des sociétés* , p. 207.
- Belinga, R. (2018). L'engagement actionnnarial: de l'industrialisation de l'actionnnariat à l'expression de nouvelles responsabilités. *Université Paris sciences et lettres*.
- Bénédictte Francois, P. à.-C. (2023). La RSE et les enjeux climatiques au coeur de la version révisée du code AFEP-MEDEF. *Revue des sociétés* , p. 258.
- Caroline Coupet, P. à.-A. (s.d.). Transposition de la directive Droits des actionnaires : say on pay et autres mesures d'application. *Bulletin Joly Bourse* , pp. 26-38.
- Cartapanis, A., & Teiletche, J. (2008). *Les Hedges funds et la crise financière* (Vol. Revue d'économie financière). Persée.
- Charléty, P. (2020). LES INVESTISSEURS FINANCIERS : DES ACTIVISTES EFFICACES FACE AUX RISQUES CLIMATIQUES ? *Association d'économie financière; Revue d'économie financière* (n°138), pp. 139-155.
- Christie, A. (2022). L'activisme actionnnarial : entre profit et raison d'être. *Groupe d'études géopolitiques, RED*, pp. 35-42.

(s.d.). *Directive (UE) 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires.*

Dominique SCHMIDT, A. d. (2021, avril). Quatre Questions sur L'activisme actionnarial en droit français. *Revue internationale des services financiers* .

DUTHILLEUL, A., & de JOUVENEL, M. (Janvier 2020). *Évaluation de la mise en oeuvre de la loi n°2017-399 du 27 mars 2017 relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre*. Ministère de l'Économie et des Finances, Conseil général de l'Économie, de l'Industrie, de l'Énergie et des Technologies.

Fourrel, E., Guenaoui, A., Oudin, P., & Vermeille, S. (25 septembre 2019). POUR UNE VÉRITABLE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE EN FRANCE RÉFLEXIONS SUR L'ACTIVISME ACTIONNARIAL. *DROIT ET CROISSANCE*.

François Funck-Brentano - Associé-Gérant chez Lazard Anne-Sophie d'Andlau - Associée gérante et co-fondatrice de CIAM Antoine Brocas - Secrétaire du Conseil et Directeur des Affaires Corporate chez Pernod Ricard Florence Priouret, D. d. (2021, Septembre 22). FONDS ACTIVISTES & RSE : DEUX APPROCHES ANTINOMIQUES ? (A.-S. E. durable), Intervieweur)

François, B. (2022). Bilan des assemblées générales 2022 : Say on climate et partage de la valeur. *Revue des sociétés* , p. 583.

Frédéric BAAB, L. B.-P. (2020, Décembre). COMPLIANCE ET ÉTHIQUE EN DROIT DES AFFAIRES. *Revue Lamy Droit des Affaires* .

Girard, C., & Gates, S. (12ème Congrès International de Gouvernance (CIG 2013) , Mai). L'évolution de l'activisme actionnarial en France au cours des deux dernières décennies. Nantes, France : HAL Open Science.

Groupe de travail présidé par Michel PRADA, a. P., & KANOVITCH, B. (Novembre 2019). *RAPPORT ACTIVISME ACTIONNARIAL*. Le club des juristes.

Grumberg, A. W., Barrière, F., & Darriet, P.-H. (2020, Juin). QUEL AVENIR POUR L'ACTIVISME ACTIONNARIAL ? *Revue Banque*, pp. 68-70.

HCGE. (Novembre 2022). *Rapport du Haut Comité de gouvernement d'entreprise (HCGE)*.

L'activisme actionnarial et la transition écologique. (4 novembre 2021). *Le monde du droit*.

Lamarche, D., & Thillaye, F. (2021). ESG ACTIVISM: OLD WINE IN NEW BOTTLES. *International journal for Financial Services*, pp. 30-36.

L'émergence de l'activisme financier vert et durable mettra à l'épreuve les rendements des fonds. (2022, juillet 14). *Les Echos*.

Lenoir, N. (2021, Mars). Le devoir de vigilance, un levier pour accélérer la transition écologique avec à la clé un bouleversement de la gouvernance d'entreprise. *Revue européenne de droit de la consommation*, pp. 373-390.

- Les résolutions climatiques : une conséquence de l'engagement actionnarial ? (2022, Décembre). *Le Lamy droit du financement*.
- Loubières, L. (2014, Juin). ACTIVISME ACTIONNARIAL : LE GRAIN DE SABLE PEUT-IL ENRAYER LA MACHINE ? *Revue projet*, pp. 41-49.
- Maître Julien Visconti Maître J. Visconti, a. s. (2023, février). L'activisme ESG en France . (J. Imberton, Intervieweur)
- Nöelle Lenoir, A. a. (2021, novembre 4). L'activisme actionnarial et la transition écologique .
- PARACHEVOKA-RACINE, I. (14 et 15 juin 2021). LA SOCIÉTÉ FACE AUX RÉALITÉS DE L'ENTREPRISE RESPONSABLE : QUEL AVENIR POUR LA TRANSITION ÉCOLOGIQUE ? Dans *Le droit économique, levier de la transition écologique?* . Colloque Université de Nanterre: Larcier .
- Politique d'engagement actionnarial. (2022, décembre). *Le Lamy droit du financement* .
- RICH, T. (2019, Juillet - Août - Septembre). L'activisme est un comportement d'investisseur. *Dossier : Gouvernance, Partage de la valeur et pérennité de l'Entreprise*. (M. HENAFF, Intervieweur)
- RINGE, W.-G., & GÖSLÜGÖL, A. A. (2022). UNE CRITIQUE DE LA POLITIQUE DE L'UE EN MATIÈRE DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ET DE FINANCEMENT DURABLE. *Groupe d'étude géopolitiques (RED)*, pp. 148-157.
- Roudaut, Y. (2008, Avril). LES ONG S'INVITENT DANS LE DÉBAT D'ACTIONNAIRES . *Revue l'Expansion Management Review*, pp. 36-43.
- Simon Guegen, L. M. (2021). Chapitre 4 : Les fonds activistes et la gouvernance d'entreprise. Dans L. M. Simon Guegen, *Les fonds activistes - Modes d'action, stratégies et résultats* (pp. 67-91). Dunod.
- Simon Guegen, L. M. (s.d.). Chapitre 7 : D'autres horizons pour l'activisme : impact investing, environnement et bénéfices sociaux. Dans *Les fonds activistes - Modes d'actions, stratégies et résultats*. (pp. 167-179). Dunod.
- Simon Guegen, L. M. (s.d.). Chapitre 5 : Les méthodes et stratégies des fonds activistes . Dans L. M. Simon Guegen, *Les fonds activistes - Modes d'action, stratégies et résultats* (pp. 93-147). Dunod .
- Simon martin-gousset Associate, W. &. (2020, Octobre). La raison d'être des sociétés cotées : une aubaine pour les actionnaires activistes ? *Bulletin Joly Sociétés*, pp. 49-55.
- Sophie Vermeille, P. O. (s.d.). *Recevabilité des projets de résolutions des actionnaires et contrôle de l'Autorité des Marchés Financiers : une approche fonctionnelle*.
- Stevignon, A. (s.d.). Le devoir de vigilance climatique, un nouveau champ de responsabilité pour les entreprises . *Revue européenne de droit de la consommation*, pp. 331-347.
- Tarek Miloud, M. C. (s.d.). Activisme actionnarial et responsabilité sociale de l'entreprise : étude empirique sur le marché français. *MANAGEMENT & AVENIR*(N°133), pp. 151-176.

VENNE, J.-F. (2022, AUTOMNE). UNE NOUVELLE ÈRE DE LA GOUVERNANCE. 47(N°3).

(Autorité des Marchés Financiers (AMF), 17 mars 2021) (3 questions à Michel Prada, Président du groupe de travail, ancien Président de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) , 2022)