

Proxinvest ou la recherche d'un actionnariat vigilant

par

■ **Pierre-Henri Leroy** ■
Président de Proxinvest

En bref

L'emprise qu'une certaine finance exerce sur les décisions des entreprises cotées est désormais dénoncée jusque dans les cénacles libéraux. L'opportunisme court-termiste, l'indifférence aux considérations sociales et territoriales, et l'irrespect des actionnaires causent d'importants dommages sur le tissu socio-économique. En fondant, il y a vingt ans, Proxinvest, une agence qui conseille les actionnaires institutionnels dans leurs votes aux assemblées générales, Pierre-Henri Leroy avait une idée-force : ce n'est qu'en redonnant le pouvoir aux actionnaires et en les aidant à exercer toute leur responsabilité que ces dérives pourront être canalisées. Armé de bon sens et d'une authentique indépendance, entouré d'une équipe technique capable de rendre lisibles les projets de résolution les plus obscurs, Proxinvest promeut inlassablement un actionnariat vigilant, seul susceptible, selon lui, de réconcilier toutes les parties prenantes autour du projet d'entreprise.

Compte rendu rédigé par Sophie Jacolin

L'Association des Amis de l'École de Paris du management organise des débats et en diffuse les comptes rendus, les idées restant de la seule responsabilité de leurs auteurs. Elle peut également diffuser les commentaires que suscitent ces documents.

Séminaire organisé grâce aux parrains de l'École de Paris (liste au 1^{er} juillet 2018) :

Algoé¹ • Caisse des dépôts et consignations • Carewan¹ • Conseil régional d'Île-de-France • Danone • EDF • Else & Bang • ENGIE • FABERNOVEL • Fondation Roger Godino • Groupe BPCE • Groupe OCP • HRA Pharma² • IdVectoR² • IPAG Business School • La Fabrique de l'industrie • Mairie de Paris • MINES ParisTech • Ministère de l'Économie et des Finances – DGE • Renault-Nissan Consulting • RATP • SNCF • UIMM • Ylios¹

1. pour le séminaire Vie des affaires
2. pour le séminaire Ressources technologiques et innovation

Le cabinet Proxinvest, que j'ai créé en 1995, a pour mission de conseiller les investisseurs sur leur politique d'engagement et d'exercice des droits de vote. Nos recommandations visent à défendre les intérêts de tous les actionnaires, grands comme petits. En la matière, le système est régi par des principes limpides, valant pour les PME comme pour les multinationales : la position d'actionnaire doit être gagnante à long terme, en dépit de son caractère aléatoire et risqué. Les effets de levier industriels et financiers de l'entreprise sont ainsi faits que lorsque les affaires fleurissent, l'actionnaire en profite, pour peu qu'il reste encore de l'argent à distribuer. Cette dernière précision n'est pas anodine, car il convient de rappeler que l'actionnaire n'est payé qu'en dernier ressort, après les fournisseurs, les impôts, les employés, les banques... Cette règle du jeu est saine. En revanche, l'organisation des marchés financiers présente de réelles carences, que Proxinvest s'attache à dénoncer.

Une logique saine, des pratiques déviantes

Proxinvest étant lui-même actionnaire de quelque 600 entreprises cotées en Bourse, parfois à hauteur de quelques titres, nous sommes invités aux assemblées générales, recevons tous les documents financiers afférents et disposons du droit de questionner les émetteurs. Deux semaines et demie avant une assemblée générale, nous communiquons à nos clients une étude fondée sur le document de référence qui passe en revue les grands éléments d'information sur la société (comptes, gouvernance, statuts, composition du conseil d'administration...) et analyse l'enjeu des résolutions proposées.

Les conseils que nous dispensons reposent sur notre politique de vote publique, établie dans l'intérêt à long terme de tous les actionnaires, que nous publions et appliquons pour nos propres actions. Cette politique valorise les entreprises qui nous paraissent défendre de beaux projets et sont sagement gérées – comme Air Liquide, Michelin, Essilor, Danone, Dassault Systèmes... D'autres nous semblent avoir des pratiques plus discutables, sont surendettées ou le théâtre d'intérêts politiques confus. En exerçant son pouvoir, l'actionnaire peut, même lorsqu'il est minoritaire, faire bouger les lignes. Néanmoins, cet exercice n'est pas toujours couronné de succès, tant le système est verrouillé.

Les clients de Proxinvest sont exclusivement des investisseurs professionnels. Pour nous garder de conflits d'intérêts, et en vertu d'une loyauté élémentaire, nous refusons toute mission de conseil en gouvernance aux émetteurs. Un même principe de loyauté devrait régir toute l'économie française, mais lui fait malheureusement défaut.

À la naissance de Proxinvest, en 1995, une assemblée générale comportait en moyenne une dizaine de résolutions. Depuis, ce nombre a doublé, les juristes ayant une propension grandissante à vouloir prévenir toute situation. Je me définirais pour ma part comme un juriste amateur. Jusque-là, je n'avais abordé le droit que sous le prisme de la finance industrielle et de la finance bancaire, domaines dans lesquels j'avais travaillé vingt ans. J'ai véritablement découvert le Code de commerce en créant Proxinvest et ai été favorablement impressionné par sa clarté et sa capacité à protéger les actionnaires minoritaires. Depuis, malheureusement, j'ai assisté à une dégradation continue de la qualité de ce droit. Y persiste cependant l'heureux principe de la souveraineté ultime des actionnaires en assemblée générale, notamment – mais pas seulement – en cas de défaut de décision du conseil d'administration.

La tradition française en la matière est plutôt saine, et l'esprit général du marché témoigne d'une volonté de bien faire. À mes débuts, il m'a donc semblé assez facile de m'inscrire dans cette logique. Rapidement, j'ai constaté que ce principe de souveraineté ultime de l'actionnaire n'était pas pleinement partagé, en particulier par les secrétaires généraux des entreprises analysées. À l'époque, je transmettais systématiquement les études de Proxinvest aux émetteurs, pour corriger mes éventuelles erreurs ou fautes d'interprétation, mais aussi à des fins pédagogiques. Il me paraissait utile de leur faire connaître la position légitime d'un actionnaire. Ce fut l'occasion de mesurer

la paresse intellectuelle de nombre de mes interlocuteurs. La plupart se contentaient de dupliquer les résolutions d'année en année, sans s'interroger sur l'intérêt qu'elles présentaient pour les actionnaires. À titre d'exemple, je conseillais systématiquement de voter contre le quitus, pratique consistant à renoncer par avance à toute action de justice, sur la base des informations ayant été communiquées. Sachant que les trois quarts des clients de Proxinvest étaient des fiduciaires, il aurait été absurde qu'ils abandonnent les droits des tiers qu'ils gèrent. « *Vous savez bien que le quitus ne sert à rien !* » me répondaient les émetteurs, qui avaient pourtant choisi de mettre le quitus à l'ordre du jour... De même, sur des questions techniques comme le rachat d'actions, j'ai eu à entendre de formidables bévues. Il est par exemple aberrant, pour calculer les montants versés comme rémunération ou retour aux actionnaires, d'ajouter aux dividendes les sommes consacrées aux rachats d'actions par les sociétés. J'ai eu beau redoubler de pédagogie auprès de l'Association française des entreprises privées (AFEP), il m'a été impossible de leur faire entendre raison sur des éléments de bonne logique, tout comme le caractère malsain du droit de vote double.

J'ai surtout vu à la tête de nos grandes entreprises de brillants ingénieurs ou énarques ayant peu le sens du commerce, mais maîtrisant tous les rouages de la politique. Ils respectent généralement la loi du plus fort, à mille lieues d'une loi des marchés qui se nourrit, elle, de confiance patiemment acquise.

Autant dire que nos analyses de fond des résolutions soumises aux assemblées générales trouvent peu de répondeur parmi les émetteurs. Cependant, j'ai également été déçu par le faible intérêt de nombreux investisseurs pour ces sujets.

Points de vigilance

Parmi nos sujets de vigilance, figure en premier lieu la problématique des comptes et de l'information financière. Il nous est arrivé de détecter des falsifications de comptabilité. Ainsi, le constat d'une désinformation sur les comptes et les performances de SoLocal nous a conduits à soutenir avec succès la demande de révocation de son président en 2017.

Les conventions réglementées sont une autre question majeure, plus cruciale encore que celle de la rémunération des dirigeants. J'ai parfois le sentiment que Proxinvest est seul à lire les rapports spéciaux des commissaires aux comptes. Nous y avons fait d'extraordinaires découvertes, constatant parfois que des sociétés étaient vidées de l'intérieur par des dirigeants sans scrupule. Je l'illustrerai plus loin par quelques exemples frappants.

Nous nous intéressons également à la composition des conseils de surveillance ou d'administration. Nous nous sommes ainsi opposés à certaines nominations au conseil d'administration de Renault soit au motif que le candidat détenait trop de mandats, soit parce qu'il avait auparavant assumé la présidence de comités associés (dans le passé et dans d'autres entreprises) à des décisions préjudiciables aux droits des actionnaires, soit en raison d'un nombre insuffisant de membres indépendants au conseil. Nous appliquons une position rigoureuse sur cette question de l'indépendance des administrateurs.

Nous analysons par ailleurs les packages de rémunération à l'aune de critères très sophistiqués. Certains de nos clients ont des politiques de vote complexes sur les rémunérations, politiques que nous gérons. Cela peut nous conduire à émettre une recommandation selon nos critères, et une autre recommandation selon les critères du client.

Les résolutions touchant les statuts sont également importantes et le seront de plus en plus pour la définition de la stratégie.

À cela s'ajoutent les résolutions d'autorisations financières : autorisations d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription, fusions-acquisitions... Certaines des transactions présentées en assemblée générale sont désastreuses. D'autres sont magnifiques, comme celle qui a permis à Dassault Systèmes de racheter, en 1998, la société américaine qui développait le logiciel CATIA sur Windows. Celle-ci avait trois ans d'âge, réalisait un chiffre d'affaires de 1 million de dollars et affichait 200 000 dollars de pertes. Dassault Systèmes la