



I.F.G.E.

Institut Français
de Gouvernement
des Entreprises

LE RÔLE ET LA RESPONSABILITÉ DE L'ACTIONNAIRE DE LONG TERME

Cahier I : Arguments et propositions



ATTRACTION
OUVERTURE
FÉDÉRATIVE
ACTIONNAIRES SEB
DÉVELOPPEMENT



Cahiers pour la Réforme

MODE D'EMPLOI

Ce *Cahier pour la Réforme* est un outil de synthèse et de références sur l'actionnaire de long terme. Il a pour objectif de répondre à la question suivante : Quel est le rôle et la responsabilité de l'actionnaire de long terme ?

Aujourd'hui, l'image de l'actionnaire est plutôt dégradée. Ce dernier est souvent considéré comme un acteur économique irresponsable n'ayant que des droits et aucun devoir, ne s'intéressant qu'aux dividendes et à l'augmentation du cours de l'action. Les conséquences de cette posture sont parfois dévastatrices. L'actionnaire doit montrer qu'il a d'autres préoccupations. C'est en s'inscrivant dans une démarche de long terme qu'il verra ses intérêts converger avec ceux des autres parties prenantes (salariés, clients, fournisseurs, ...)

Ce *Cahier pour la Réforme* arrive dans un contexte où la nouvelle génération d'actionnaires doit se donner pour mission d'accompagner la mutation économique. Pour cela, l'actionnaire doit retrouver une place de partenaire auprès des entreprises. L'objectif de ce travail est donc de proposer une réflexion sur **le rôle et la responsabilité de l'actionnaire de long terme**. Ce travail est une étape nécessaire pour permettre un meilleur fonctionnement des Assemblées générales. L'objectif est également d'aboutir à de nouveaux principes et de nouvelles pratiques de fonctionnement des Assemblées qui viennent enrichir les codes de gouvernement des entreprises.

Ce cahier débouche sur des propositions concrètes mais n'aborde pas les modalités de mise en œuvre de celles-ci. Ce sera l'objet d'une nouvelle étape. Le périmètre de notre réflexion ne concerne que les sociétés cotées françaises.

L'argumentation que nous développons se fonde sur 5 questions essentielles, de la plus générale à la plus technique :

- **Question 1 : Qu'est-ce qu'un actionnaire de long terme ?**
- **Question 2 : Au sein d'un actionnariat diversifié, quelle est la place de l'actionnaire de long terme ?**
- **Question 3 : Quelles sont les évolutions nécessaires pour promouvoir l'actionnaire de long terme ?**

- **Question 4 : L'actionnaire de long terme doit-il avoir des droits supplémentaires ou spécifiques par rapport aux autres actionnaires ?**
- **Question 5 : L'actionnaire de long terme doit-il avoir des devoirs supplémentaires ou spécifiques par rapport aux autres actionnaires ?**

Pour chaque question débattue vous trouverez:

- ✓ **Les controverses** : une synthèse des principaux points de vue sur la question posée, les arguments et les contre-arguments.
- ✓ **Une analyse** : un raisonnement systématique et détaillé point par point, répondant aux controverses et permettant de dégager des conclusions cohérentes pour résoudre la question posée.
- ✓ **Des propositions** : pour chaque question, nous formulons des préconisations destinées à préciser le rôle et la responsabilité de l'actionnaire de long terme. L'objectif de ces propositions est d'être agitateur d'idée sans pour autant être trop technique dans les modalités d'application de ces propositions.

Ce ***Cahier pour la Réforme*** bénéficie d'une part de la rigueur scientifique propre à un centre de recherche et, d'autre part, de consultations approfondies de l'ensemble des parties prenantes sur le sujet. A la fin de ce cahier, vous trouverez toutes les **ressources utilisées** pour fonder nos analyses. Elles sont de trois types :

- ✓ **Les personnalités** que nous avons interrogées : dirigeants d'entreprises, actionnaires, investisseurs, avocats, universitaires..... Les experts ont été interrogés par le biais de plusieurs réunions permettant de débattre à chaque question posée. D'autres experts ont été interviewés lors d'entretiens en tête à tête.
- ✓ **Les rapports et travaux techniques** sur le gouvernement d'entreprise abordant la question des Assemblées générales.
- ✓ Les **travaux de recherche académique internationale** qui permettent de comprendre les enjeux de l'actionnaire de long terme. La liste des publications les plus importantes est donnée à la fin du document.

L'I.F.G.E / EMLYON est un centre de recherche mais aussi un *think tank*. Les avis et les informations recueillis nous ont permis de dégager nos propres analyses. Nous en assumons la responsabilité. En aucun cas, nos propos ne peuvent être imputés aux personnalités interrogées ou aux participants au groupe de travail qui ne donnent aucune approbation ni désapprobation et restent libres vis-à-vis de nos propres conclusions.

Ce ***Cahier pour la Réforme*** a été réalisé conjointement avec FÉDÉRACTIVE, le premier actionnaire de SEB (petit-électroménager) qui poursuit une politique d'actionnaire de long terme depuis sa création en 2005. Pour plus d'informations, vous pouvez consulter son site www.federactive.com et apporter vos commentaires sur son espace de dialogue www.clubfederactive.com.

ARGUMENTS ET PROPOSITIONS

QUESTION 1

Qu'est-ce qu'un actionnaire de long terme ?

Il existe plusieurs catégories d'actionnaires. Les actionnaires n'ont pas tous un seul et même objectif. L'actionnaire de long terme est une catégorie d'actionnaires spécifique et a ses propres caractéristiques. L'objectif de cette question est de définir l'actionnaire de long terme afin de savoir s'il peut jouer un rôle au sein du gouvernement d'entreprise.

Controverses

- Certains experts pensent que l'actionnaire de long terme est un actionnaire qui s'intéresse à la vie de l'entreprise, à sa santé et qui souhaite soutenir le projet porté par cette dernière. Il élargit son analyse à des critères extra-financiers. **Il a souvent un attachement très fort à l'entreprise.** En cela, il se distingue de l'actionnaire uniquement attaché au rendement immédiat.
- D'autres experts précisent que l'actionnaire de long terme doit surtout comprendre l'activité de l'entreprise dans laquelle il investit. Il doit avoir les moyens de s'intéresser à l'entreprise en ayant notamment une vision stratégique, contrairement à un actionnaire de court terme qui n'a qu'une approche financière. **Il peut donc avoir une certaine affection pour l'entreprise sans pour autant parler « d'affectio societatis ».**
- Pour d'autres, **l'actionnaire de long terme n'a pas pour objectif un profit immédiat**, voire ne recherche aucun profit contrairement à l'actionnaire de court terme mais recherche un rendement régulier. Il n'est pas attaché à une plus-value immédiate puisqu'il n'a pas pour intention de vendre. Il se distingue du bailleur de fonds qui privilégie le gain financier à court terme.
- Pour certains, l'actionnaire de long terme se définit par son **horizon d'investissement** et non par sa durée d'investissement. L'horizon d'investissement suppose au départ une intention ou un engagement de conservation, alors que la durée d'investissement peut être longue sans que cela corresponde au choix de départ.

- Pour certains, l'actionnaire de long terme doit **avoir un poids minimum pour faire entendre sa voix**. De ce point de vue, il faut distinguer les actionnaires individuels et les investisseurs institutionnels.
- Au contraire, d'autres experts pensent que des petits actionnaires peuvent s'organiser et se fédérer pour parler d'une seule voix et se faire entendre. Un actionnaire de petite taille ayant une grande notoriété peut communiquer ses positions et rallier d'autres actionnaires.
- Certains pensent que **l'actionnaire de long terme est un actionnaire « actif »** à des degrés divers, qui vont de : « il comprend l'activité de l'entreprise et soutient sa stratégie de développement » à « il cherche à peser sur la stratégie de l'entreprise ».
- En sens contraire, d'autres pensent que l'actionnaire de long terme peut être un actionnaire « dormant » et qu'il peut ne pas estimer utile d'avoir sa propre vision stratégique pour la bonne marche de l'entreprise.

Analyse

A la lecture des controverses, il est difficile de définir précisément l'actionnaire de long terme : l'actionnaire de long terme est multiple. Cependant, la nature de l'actionnaire de long terme s'articule autour de quatre caractéristiques : son projet pour l'entreprise, sa confiance dans l'entreprise, sa participation au contrôle et sa volonté de s'associer en vue de partager les mêmes intérêts.

- L'actionnaire de long terme est porteur d'un projet pour l'entreprise.

L'actionnaire de long terme exprime généralement une vision à long terme de l'entreprise et incarne un modèle de développement de l'entreprise qui donne du sens et qui n'est pas qu'un objectif financier. En cela l'actionnaire de long terme se distingue de l'actionnaire de court terme.

Ainsi, l'actionnaire de long terme doit surtout comprendre l'activité de l'entreprise dans laquelle il investit. Il recherche également, par son investissement, un rendement durable et soutenable compatible avec le développement de l'entreprise. Il ne cherche pas systématiquement une plus-value immédiate.

L'actionnaire de long terme est l'actionnaire qui s'intéresse à l'activité de l'entreprise sur **une durée correspondant à un cycle normal d'exploitation ou à une succession de cycles**. Cela dépend des métiers, des domaines d'activités stratégiques des entreprises. Le cycle d'activité d'une entreprise peut aller de 2 ans à plus de 5 ans. C'est la raison pour laquelle il faut parler d'horizon d'investissement de l'actionnaire de long terme.

Comme l'expliquent certains experts, cet horizon d'investissement s'apprécie différemment de la durée d'investissement. L'horizon d'investissement suppose au départ une intention de conservation alors que la durée d'investissement peut être longue sans que cela corresponde au choix de départ.

Le choix, au départ, de l'horizon d'investissement peut avoir des formes très différentes : durée du cycle normal d'exploitation, durée recommandée par les analystes, durée imposée pour bénéficier d'un avantage fiscal, durée obligatoire pour certains actionnaires comme les salariés.

- Le choix d'investissement à long terme repose sur la confiance dans l'entreprise.

Le choix pour un investisseur de s'engager durablement dans une entreprise plutôt que dans une autre repose principalement sur la confiance.

Pour instaurer celle-ci ou la maintenir, l'actionnaire de long terme doit établir une relation avec l'entreprise et ses organes sociaux (dirigeants et Conseil de surveillance, Conseil d'administration...). Dans la suite du texte, l'expression « Conseil d'administration¹ » est utilisée pour désigner l'organe délibérant : le Conseil d'administration, le Conseil de surveillance etc... car c'est la forme la plus courante.

L'entreprise représentée par son « Conseil d'administration » et l'actionnaire de long terme peuvent également avoir des relations directes et échanger sur des objectifs clairement exprimés tels que : soutien de l'actionnaire à une stratégie de croissance à long terme de l'entreprise, objectifs de développement à long terme, objectifs de rendement (dividende) etc.

Cet actionnaire est donc, selon son degré d'engagement : responsable, impliqué ou actif, voire activiste. Lorsqu'il y a une pluralité d'actionnaires de long terme, la relation directe avec l'entreprise peut être précédée d'une coordination préalable entre les actionnaires.

L'actionnaire fait reconnaître son degré d'implication à long terme. Cette implication à long terme donne à l'entreprise la visibilité et la stabilité qui lui sont nécessaires pour mettre en œuvre sa stratégie.

- L'actionnaire de long terme participe généralement au contrôle de l'entreprise.

Sans que cela soit toujours vérifié, l'actionnaire de long terme participe à des niveaux divers au contrôle de l'entreprise et la confiance qu'il accorde à celle-ci repose généralement sur ce contrôle.

La participation au contrôle n'implique pas nécessairement que l'actionnaire soit de taille importante. Des actionnaires peuvent se réunir en concluant entre eux un pacte d'actionnaires en vue d'organiser collectivement leur contrôle.

- L'engagement de l'actionnaire de long terme traduit sa volonté de partager avec d'autres actionnaires des intérêts communs.

Il y a dans la nature même de son engagement à long terme, de manière plus ou moins affirmée, une volonté de s'associer en vue de partager les mêmes intérêts ou de mener une politique commune avec d'autres actionnaires vis-à-vis de l'entreprise. Lorsque cette volonté commune est suffisamment affirmée, elle est appelée en droit « affectio societatis ».

¹ L'expression « Conseil d'administration » est utilisée pour désigner l'organe délibérant : le Conseil d'administration, le Conseil de surveillance etc...

Les avis divergent concernant la taille requise de l'actionnaire de long terme. D'une manière générale, il existe souvent une confusion dans la taille que doit avoir un actionnaire pour être considéré comme l'actionnaire principal, de référence, légitime, crédible, stable. Mais à partir du moment où l'actionnaire de long terme a cette volonté de partager les mêmes intérêts et d'incarner un modèle de développement de l'entreprise, il peut le faire quelle que soit sa taille, éventuellement en s'unissant avec d'autres actionnaires de long terme.

L'affectio societatis n'est pas toujours apparent dans la démarche de l'actionnaire de long terme notamment lorsque domine sa volonté d'exercer souverainement son droit de vote en assemblée générale. En effet, lorsque les actionnaires privilégient leur souveraineté individuelle, ils ne sont plus en concert. A l'inverse, lorsque les actionnaires privilégient leur volonté de s'unir pour mener une politique commune, l'affectio societatis domine, ils agissent de concert au détriment de leur souveraineté individuelle. Il existe tous les degrés dans la combinaison de ces deux principes d'action de l'actionnaire : agir de concert et agir souverainement (notamment lorsque l'actionnaire exerce son droit de vote).

Quelle que soit sa démarche, l'actionnaire de long terme peut avoir des profils différents. Il peut être un actionnaire historique qui n'a pas forcément fait le choix de l'entreprise au départ mais qui fait celui de rester. Il peut s'agir également d'un actionnaire qui fait une démarche volontaire vis-à-vis de l'entreprise en faisant une étude approfondie de critères précis. Pour certains, l'objectif peut-être d'aller jusqu'à dénoncer certaines pratiques. Il joue alors un rôle « activiste ».

Les actionnaires de long terme peuvent être très différents les uns des autres. Il n'est pas facile de connaître leurs intentions et leur stratégie d'investisseur. Que ce soit l'Etat, un investisseur institutionnel ou des personnes physiques, il serait utile de les encourager à faire connaître leur identité, leur stratégie d'investissement, les raisons de leur investissement et leurs intentions.

Propositions

1. L'actionnaire de long terme doit être encouragé à donner son identité, sa stratégie d'investissement, les raisons de son investissement et ses intentions.
2. L'actionnaire de long terme doit se voir reconnaître un rôle et une responsabilité spécifiques au sein des différentes instances contribuant au gouvernement de l'entreprise : l'Assemblée générale et le « Conseil d'administration ».

QUESTION 2

Au sein d'un actionnariat diversifié, quelle est la place de l'actionnaire de long terme ?

*Le marché est utile aux entreprises pour contribuer à leur financement, pour assurer leur stabilité et pour orienter leur développement. Toutefois, il se doit d'être efficace. L'efficacité du marché résulte de sa liquidité : il faut que tout investisseur qui souhaite vendre ou acheter puisse le faire facilement. Cette efficacité repose sur la **diversité des actionnaires** : les actionnaires de long terme (qui sont, par nature, peu actifs en termes de transactions) ne peuvent investir ou vendre que s'il y a d'autres actionnaires qui leur offrent des opportunités de transactions. Ces autres actionnaires sont généralement des actionnaires de court terme. Dans cet environnement d'actionnariat diversifié, quelle est la place de l'actionnaire de long terme ?*

Controverses

- Certains pensent que l'actionnaire de long terme apporte une **sécurité** et une **stabilité** à l'entreprise en lui assurant son indépendance. Avec un actionnaire de long terme, l'entreprise est moins exposée à des prédateurs car ces actionnaires ne vendent pas à la première opportunité de réaliser une plus-value. D'autres ajoutent que la présence d'un actionnaire de long terme permet un certain « confort » pour l'équipe dirigeante en lui laissant le temps nécessaire à la mise en œuvre d'une stratégie de développement à long terme.
- Au contraire, d'autres pensent qu'un actionnaire historique de long terme, qui connaît très bien l'entreprise (et l'équipe dirigeante) peut devenir un frein à des changements de cap nécessaire à la survie de l'entreprise. Par exemple, s'il n'a plus assez de moyens financiers pour développer l'entreprise, il peut freiner son développement. Il peut manquer de recul. Pourtant, il ne devrait pas empêcher l'arrivée de nouveaux actionnaires qui apportent un regard neuf pour l'entreprise et un horizon de long terme. Cela peut-être difficile d'accepter d'être dilué.
- Certains indiquent que l'actionnaire de long terme est nécessaire au sein d'une entreprise mais que ce n'est pas suffisant. Il doit être d'une **taille importante** pour prendre toute sa place et être légitime vis-à-vis des autres actionnaires et vis-à-vis de l'équipe dirigeante.

- En sens inverse, d'autres pensent que l'actionnaire de long terme est nécessaire quelle que soit sa taille. Un petit actionnaire, en communiquant bien, peut impacter de manière significative l'entreprise et sa stratégie. De nombreux exemples ont été observés en Assemblées générales d'actionnaires lors des questions orales.
- Certains experts pensent que l'actionnaire de long terme doit être systématiquement représenté au sein du « Conseil d'administration » dans la mesure où il exprime la vision à long terme de l'entreprise.
- Certains précisent que l'actionnaire de long terme peut avoir un rôle même s'il n'est pas membre du « Conseil d'administration ». Dans ce cas, sa place se situe entre les dirigeants et les autres actionnaires. **Il peut jouer le rôle de veilleur ou de vigie vis-à-vis des dirigeants. Il peut jouer le rôle de fédérateur, d'animateur ou de modérateur par rapport aux autres actionnaires.** Cela le légitimerait auprès des autres catégories d'actionnaires et vis-à-vis des dirigeants.
- Inversement, d'autres pensent que du point de vue du dirigeant, l'entreprise a besoin de l'actionnaire de long terme mais sans forcément son implication. Autrement dit, du point de vue du dirigeant, il est précieux de s'appuyer sur des actionnaires de long terme. Toutefois, le dirigeant peut trouver plus confortable que ces actionnaires soient « dormants ».
- Certains précisent que du point de vue des salariés, c'est un avantage d'avoir un actionnaire de long terme dans la mesure où il encourage une politique sociale et environnementale responsable. L'actionnaire de long terme considère davantage les salariés comme une ressource contrairement à d'autres qui voient le salarié comme une charge.

Analyse

Les controverses montrent que l'actionnaire de long terme doit se positionner par rapport aux autres actionnaires et vis-à-vis du dirigeant et du « Conseil d'administration ». Plus globalement, l'actionnaire de long terme a toute sa place au sein du gouvernement de l'entreprise. Mais le rôle qui découle de sa nature (décrite dans l'analyse de la question précédente) est original et ne ressemble ni à celui du « Conseil d'administration », ni à celui des dirigeants. Ce rôle naturel vient soutenir l'action du dirigeant et du « Conseil d'administration ».

- La notion d'intérêt social à long terme.

L'actionnaire de long terme est nécessaire au sein d'un actionnariat diversifié, car sa nature le pousse à défendre l'intérêt général de l'entreprise (c'est-à-dire l'intérêt à long terme de toutes les parties prenantes) et le place naturellement au centre des courants. Son intérêt tend à converger avec **l'intérêt des autres parties prenantes** de l'entreprise. Une vision à long terme encourage l'entreprise à poursuivre une politique sociale et environnementale responsable. Dans ce cas, les salariés sont considérés comme une ressource et non comme une charge. **L'intérêt de l'actionnaire de long terme est également commun à celui de tous les actionnaires, mais il l'exprime dans une perspective de long terme.** Nous parlons alors « **d'intérêt social à long terme** » et pas uniquement d'intérêt social. Plus les parties prenantes ont une vision de l'entreprise à long terme, plus ces visions se rejoignent.

L'intérêt de l'actionnaire de long terme est d'apporter à l'entreprise les moyens d'un développement équilibré plus respectueux des intérêts de toutes les parties prenantes. L'état d'esprit de l'actionnaire de long terme est de se dire : « ce qui est bon pour l'entreprise est bon pour moi ». Cela est différent de l'état d'esprit que d'autres actionnaires peuvent avoir : « qu'est-ce qui est bon pour moi ? ». L'actionnaire de long terme se caractérise par sa volonté naturelle de faire converger ses intérêts avec ceux de l'entreprise.

- La confiance de l'actionnaire de long terme envers l'entreprise.

Dans les périodes de crises, qu'elles soient globales ou intrinsèques à l'entreprise (conflits sociaux), la présence d'un actionnaire de long terme peut apporter un témoignage de confiance à l'ensemble des collaborateurs et au marché. Le marché exerce une pression sur les entreprises, notamment avec la publication des résultats trimestriels. L'actionnaire de long terme, par sa présence, permet à l'entreprise de mieux supporter cette pression. L'actionnaire de long terme est donc **un garant de stabilité et de sécurité pour les dirigeants et les autres parties prenantes**. Il "garde le cap" et ne vend pas à la première opportunité de réaliser une plus-value.

- Le « projet actionnarial ».

L'actionnaire de long terme incarne un **projet pour l'entreprise** qui donne du sens à son engagement d'investisseur. Ce projet appelé ci-après « **projet actionnarial** » contribue à rassembler les actionnaires et à leur donner l'identité « d'actionnaire de l'entreprise » et le sentiment de participer à un projet pour l'entreprise.

Une fois organisé autour d'un « projet actionnarial », l'actionnaire de long terme recherche naturellement à diffuser celui-ci auprès des autres actionnaires. L'objectif est ainsi de faire partager son « projet actionnarial » à d'autres d'actionnaires afin que ceux qui le souhaitent puissent y adhérer.

Il est donc fondamental pour l'actionnaire de long terme de communiquer sur les valeurs et le modèle de développement souhaités, pour susciter l'adhésion des autres actionnaires et attirer de nouveaux actionnaires qui partagent le même projet. Chez l'actionnaire de long terme il y a une tendance naturelle à s'impliquer et être responsable.

Le « projet actionnarial » incarné par l'actionnaire de long terme, notamment s'il réunit de nombreux actionnaires, influence l'équipe dirigeante dans ses choix stratégiques.

En effet, un « projet actionnarial » qui propose un développement régulier et durable de l'entreprise ne conduit probablement pas aux mêmes choix stratégiques qu'un « projet actionnarial » qui recherche un développement rapide mais risqué.

L'actionnaire de long terme communique alors ce « projet actionnarial » au « Conseil d'administration » afin d'échanger sur le contenu du projet. Cela permet de susciter et nourrir le débat sur l'essence-même de l'entreprise et ses véritables enjeux. Ainsi, l'actionnaire de long terme devient un interlocuteur direct du « Conseil d'administration » de l'entreprise.

En outre, cet échange avec le « Conseil d'administration » conduit l'actionnaire de long terme à revoir le « projet actionnarial » à travers le prisme de la stratégie définie et mise en œuvre par l'équipe dirigeante et réciproquement. La mise en cohérence du « projet actionnarial » et de la stratégie place l'actionnaire de long terme dans un rôle d'ambassadeur de la stratégie de développement de l'entreprise mise en œuvre par l'équipe dirigeante.

La place de l'actionnaire de long terme est donc de jouer **le rôle de relais entre le « Conseil d'administration » et l'ensemble des actionnaires par une réflexion sur les grands principes et le contour du « projet actionnarial ».**

L'objectif de l'actionnaire de long terme est bien de promouvoir un modèle de développement qui tient compte de l'intérêt de toutes les parties prenantes et de l'intérêt social à long terme de l'entreprise.

Ainsi, en expliquant son « projet actionnarial », l'actionnaire de long terme contribue à rapprocher l'intérêt à long terme des actionnaires avec celui des autres parties prenantes dans l'intérêt général de l'entreprise.

Propositions

3. L'actionnaire de long terme doit être en mesure de proposer un « projet actionnarial » pour l'entreprise afin de renforcer l'identité « d'actionnaires de l'entreprise » et donner du sens à leur investissement.
4. L'actionnaire de long terme doit chercher à partager son projet avec les autres actionnaires.
5. L'actionnaire de long terme doit communiquer son projet au « Conseil d'administration », en vue d'un dialogue.
6. La recherche d'un alignement à long terme des intérêts de l'entreprise et des intérêts de l'actionnaire à long terme doit être favorisée.

QUESTION 3

Quelles sont les évolutions nécessaires pour promouvoir l'actionnaire de long terme ?

L'actionnaire de long terme peut ou doit jouer un rôle plus important au sein du gouvernement de l'entreprise. Cela peut passer par des modifications de textes de lois ou de codes de gouvernement de l'entreprise.

Plus généralement, il peut intervenir au sein des différents organes de gouvernement de l'entreprise : l'Assemblée générale des actionnaires, le « Conseil d'administration »...

Controverses

- Certains experts proposent de **créer un statut de l'actionnaire de long terme**. Ainsi, ils appellent de leurs vœux une modification de la loi. D'autres experts précisent que les évolutions nécessaires passent par une modification des codes de gouvernement de l'entreprise : AFEP/MEDEF, MiddleNext.
- Au contraire, certains experts considèrent que modifier la loi et les codes de gouvernement de l'entreprise est trop compliqué. Il faut plutôt trouver des améliorations opérationnelles susceptibles d'être mises en place rapidement. S'il n'existe pas de statut, il faut s'appuyer sur quelques actionnaires de long terme pour accentuer le rôle qu'ils peuvent jouer.
- Pour promouvoir l'actionnaire de long terme, certains experts pensent qu'un cadre doit être déterminé afin que les actionnaires puissent s'organiser, se fédérer, se déclarer. Ce cadre doit également proposer une sorte de « boîte à outils » qui permette aux actionnaires d'échanger entre eux.
- Certains experts proposent **d'élargir la « vocation » de l'Assemblée générale**. D'une manière générale, l'Assemblée générale doit avoir plus de « **personnalité** ». C'est à l'actionnaire de long terme d'y contribuer en développant l'identité « d'actionnaire de l'entreprise ». Lors de la tenue de l'Assemblée générale, l'actionnaire de long terme doit pouvoir présenter un projet, par exemple.
- D'autres experts ajoutent que l'actionnaire de long terme doit être systématiquement représenté au sein du « Conseil d'administration » dans la mesure où il représente la vision à long terme de l'entreprise.
- Au contraire, d'autres experts considèrent qu'il ne faut pas toucher à la mission et aux prérogatives du « Conseil d'administration ». L'actionnaire doit rester dans son rôle : se limiter à participer et à voter en Assemblée générale.

Analyse

Les controverses se focalisent sur deux organes fondamentaux du gouvernement d'entreprise : l'Assemblée générale et le « Conseil d'administration ». L'analyse porte donc sur le rôle de l'actionnaire de long terme au sein de ces deux organes. Ce rôle s'exerce aussi bien vis-à-vis de la collectivité des actionnaires, de la direction de l'entreprise et du « Conseil d'administration » que vis-à-vis des autres parties prenantes. Il est naturel de capitaliser sur la nature de l'actionnaire de long terme et la place qu'il occupe dans un actionnariat diversifié (décrites dans l'analyse des deux questions précédentes) pour rechercher l'orientation efficace à donner à l'évolution du rôle qu'il peut jouer dans le gouvernement de l'entreprise.

L'actionnaire de long terme occupe une position centrale qui lui permet de s'impliquer dans le gouvernement de l'entreprise. Le fonctionnement du « Conseil d'administration » a progressé nettement plus vite que celui de l'Assemblée générale. L'actionnaire de long terme est porteur de son projet actionnarial. Il témoigne de sa confiance vis-à-vis de l'entreprise et de sa volonté de s'associer avec d'autres actionnaires. Il est donc dans une position favorable pour exprimer et diffuser sa vision à l'Assemblée générale. Il contribue à donner à la collectivité des actionnaires une identité « d'actionnaire de cette entreprise en particulier ». Ceci constitue un repère utile pour les dirigeants et le « Conseil d'administration ».

Au moment de l'Assemblée générale

- l'« actionnaire agréé long terme ».

La première controverse évoque la question du statut de l'actionnaire de long terme. Lui reconnaître **un statut** donne à l'actionnaire de long terme une légitimité et facilite son implication dans le gouvernement de l'entreprise. Le plus simple pour l'actionnaire de long terme est qu'il tienne son statut d'une modification de la loi. Cependant, une modification de loi nécessite une procédure très longue pour aboutir à une rigidité qui ne serait pas forcément souhaitable. Aussi est-il préférable que l'Assemblée générale des actionnaires puisse définir et donner elle-même ce statut à l'actionnaire de long terme par le vote d'une résolution. L'approbation par l'Assemblée générale de cette résolution vise à agréer le « projet actionnarial » d'un actionnaire, nous parlons alors d'un « **actionnaire agréé long terme** ». L'Assemblée générale est souveraine pour agréer le « projet actionnarial » d'un seul actionnaire ou les « projets actionnariaux » respectifs de plusieurs actionnaires et décider ainsi de reconnaître **un collège** « d'actionnaires agréés long terme ». L'agrément donné par l'Assemblée générale est limité dans le temps et révocable ad nutum. L'Assemblée générale d'une société qui souhaite conserver un fonctionnement traditionnel et ne souhaite pas introduire ces nouvelles pratiques, n'approuve aucun « projet actionnarial ». L'Assemblée

générale peut exiger une quotité de capital minimum que l'actionnaire de long terme doit détenir ou représenter pour soumettre un « projet actionnarial ».

Un tel agrément et ses modalités d'application peuvent s'inscrire dans **les codes existants de gouvernement d'entreprise** (Afep-Medef, Middle next...). **Cela permettrait de compléter les codes de nouveaux principes et de nouvelles pratiques de fonctionnement de l'Assemblée générale.**

- Le contenu du « projet actionnarial ».

Laisser à l'Assemblée générale la prérogative de sélectionner et d'agréer les « projets actionnariaux » respectifs de plusieurs actionnaires, respecte la démocratie actionnariale et donne à la société la souplesse pour mettre dans cet agrément des dispositions qui lui sont propres. Il convient toutefois de définir un contour et un contenu minimal à cet agrément valable pour toutes les sociétés. Le contour et le contenu que doit avoir le « projet actionnarial » sont à mettre dans une recommandation des codes de gouvernement d'entreprise complétés d'une partie sur les Assemblées générales (cf. codes mentionnés au paragraphe précédent). Notamment, cet agrément doit avoir pour contrepartie que le « projet actionnarial » contienne des dispositions engageantes et des éléments probants donnant à l'Assemblée générale une assurance raisonnable que « **l'actionnaire agréé long terme** » agit et agira dans **l'intérêt social à long terme**. L'intérêt social à long terme est l'intérêt commun à tous les actionnaires, exprimé dans une perspective de long terme qui encourage l'entreprise à poursuivre une politique sociale et environnementale responsable. Ainsi l'intérêt social à long terme converge avec l'intérêt général de l'entreprise.

Ainsi l'actionnaire de long terme formule son « projet actionnarial » en vue de le soumettre à l'approbation de l'Assemblée générale des actionnaires. Ce projet, pour être orienté vers l'intérêt social à long terme, comprend :

- Les valeurs de l'entreprise qu'il entend préserver et partager ; Il s'agit de l'entreprise (la collectivité des collaborateurs) et non de la société (la collectivité des actionnaires) ;
- La vision du développement de l'entreprise qu'il soutient ;
- L'horizon d'investissement ; cet horizon doit correspondre à la durée d'un ou plusieurs cycles d'exploitation de l'entreprise (plusieurs années) ;
- Les principes de gouvernement de l'entreprise auxquels il se réfère ou qu'il s'applique ;
- La politique de vote qu'il poursuit en Assemblée générale ;
- Les principes de désignation des membres du « Conseil d'administration » qu'il propose à l'Assemblée générale.

Ce « projet actionnarial » peut être conclu entre plusieurs actionnaires de long terme qui ont les mêmes intérêts et partagent la volonté de poursuivre une politique commune pour

l'entreprise. L'efficacité de la démarche repose aussi sur le niveau de participation au capital réunie dans ce « projet actionnarial ». Plus le niveau de participation est élevé, plus la démarche est efficace.

L'actionnaire de long terme porte à la connaissance des autres actionnaires et du « Conseil d'administration » son « projet actionnarial ». Ce projet découle en quelque sorte de son « ADN ». Il fonde son identité et le distingue des autres actionnaires de long terme. Il le communique aux autres actionnaires dans le but de les sensibiliser, de recueillir éventuellement l'adhésion de ceux qui le souhaitent mais aussi de développer l'affectio societatis. Il engage un dialogue direct avec le « Conseil d'administration » dans le but de valider certaines dispositions du projet et lui donner une meilleure prise sur la réalité. A l'issue de cette période d'échange, l'actionnaire soumet à l'approbation de l'Assemblée générale ordinaire une résolution visant à faire reconnaître son « projet actionnarial ». L'existence d'une telle résolution soumise à l'Assemblée générale signifie que la collectivité des actionnaires prend acte de la déclaration d'un « projet actionnarial » par un actionnaire. Son approbation par l'Assemblée générale donne une légitimité et **un agrément « long terme »** à cet actionnaire ainsi qu'un **agrément des dispositions figurant dans son « projet actionnarial »**. « L'actionnaire agréé long terme » rend public son « projet actionnarial » afin qu'il soit accessible à toutes les parties prenantes.

- Le « pacte d'orientation ».

« L'actionnaire agréé long terme » s'il est unique ou le collège des « actionnaires agréés long terme » s'ils sont plusieurs ont une mission d'intérêt général consistant à proposer à l'Assemblée générale un projet de « **pacte d'orientation** ». Il est soumis à son approbation dans une résolution à caractère ordinaire. Une fois approuvé par l'Assemblée générale, ce « pacte d'orientation » devient le pacte conclu par la majorité des actionnaires (et s'impose comme étant le pacte de l'ensemble des actionnaires). Ce « pacte d'orientation » fixe un cap pour plusieurs années. Toutefois, il doit être révisé périodiquement, aussi souvent que l'intérêt de l'entreprise l'exige.

Une recommandation sur le contour et le contenu du « pacte d'orientation » est à inclure dans les codes de gouvernement d'entreprise.

Ce « pacte d'orientation » comporte les orientations à long terme souhaitées par l'Assemblée générale. Il sert de fondement aux objectifs que la direction et le « Conseil d'administration » fixent dans le cadre de la stratégie de développement de l'entreprise. Le rôle de l'« actionnaire agréé long terme » ne se confond pas avec celui du « Conseil d'administration ». La démarche de cet actionnaire (en sa seule qualité d'actionnaire) se situe en amont de la stratégie de développement arrêtée par le « Conseil d'administration » et n'est pas une immixtion dans la gestion de l'entreprise.

Le « pacte d'orientation » traite notamment des éléments suivants :

- chiffre d'affaires,
- investissement et rentabilité,
- RSE et développement durable,
- innovation,

- endettement,
- distribution de dividende.

L'approbation du « pacte d'orientation » donne un nouveau sens à Assemblée générale. Ce pacte permet à l'Assemblée générale de préciser le mandat qu'elle confie aux membres du « Conseil d'administration » et concourt à la mettre en situation de défenseur de l'intérêt général de l'entreprise. L'Assemblée générale contribue alors à la création de valeur.

Les membres du collège des « actionnaires agréés long terme » se concertent pour formuler le « pacte d'orientation » à soumettre à l'Assemblée générale. Chaque « actionnaire agréé long terme » peut également préférer soumettre à l'Assemblée générale son propre projet de « pacte d'orientation ». L'Assemblée générale ne peut approuver qu'un unique « pacte d'orientation ». Lorsque plusieurs projets sont soumis à l'approbation de l'Assemblée générale, celle-ci adopte une règle pour ne retenir qu'un seul « pacte d'orientation ». L'Assemblée générale est souveraine et peut également n'approuver aucun « pacte d'orientation ».

Le « Conseil d'administration » devient un ambassadeur du « pacte d'orientation » et veille à sa mise en œuvre selon une stratégie qu'il a définie. Le « Conseil d'administration » est en lien direct avec le collège des « actionnaires agréés long terme » et répond aux demandes et aux questions de ses membres. Cette démarche nouvelle qui se veut vertueuse doit comporter la règle « comply or explain ² » pour assurer au « Conseil d'administration » l'indépendance et la liberté dont il doit pouvoir disposer.

Au sein du « Conseil d'administration »

En tant que porteur d'un « projet actionnarial » agréé, l'« actionnaire agréé long terme » peut être **représenté au sein du « Conseil d'administration »**.

- **La sélection de candidats membres du « Conseil d'administration »**.

L'agrément confère à « l'actionnaire agréé long terme » une prérogative supplémentaire : celle de **choisir et présenter à l'Assemblée générale un ou plusieurs candidats pour siéger au sein du « Conseil d'administration »**. En effet, le législateur attribue à l'Assemblée générale le pouvoir de nommer les administrateurs. Cela implique qu'elle puisse sélectionner les candidatures. A cette fin, elle peut notamment se faire assister de « l'actionnaire agréé long terme ». Le candidat sélectionné par l'« actionnaire agréé long terme » est ensuite reçu par le « Conseil d'administration » en vue de valider sa candidature. Le nombre de candidats sélectionnés par l'« actionnaire agréé long terme » est fixé par les modalités d'application et peut dépendre de la part de ce dernier dans le capital. Chaque « actionnaire agréé long terme » en cas de collège, sélectionne ses candidats. Une fois nommés, les candidats

² Cela signifie que le Conseil d'administration peut décider de ne pas suivre les orientations du pacte, il doit alors justifier sa décision auprès des actionnaires

représentent l'ensemble des actionnaires. Le « Conseil d'administration » conserve ses prérogatives. Il reçoit les candidats sélectionnés par « l'actionnaire agréé long terme » et peut soutenir leur candidature devant l'Assemblée générale et il sélectionne les candidatures aux autres postes d'administrateur.

La nomination de membres du « Conseil d'administration » issus des « actionnaires agréés long terme » vise à inclure dans la composition du « Conseil d'administration » des membres impliqués, ambassadeurs des « projets actionnariaux » et du « pacte d'orientation ». Reconnaître ce droit à « l'actionnaire agréé long terme » ne vise pas à lui donner un avantage mais une responsabilité supplémentaire, celle de défendre **l'intérêt social à long terme**.

Le représentant du « projet actionnarial » est nommé au sein du « Conseil d'administration » en apportant, selon des critères propres à la nature de l'« actionnaire agréé long terme », une assurance raisonnable qu'il agit **dans l'intérêt social à long terme en toute indépendance**. Son indépendance se caractérise de deux manières :

- il est porteur d'un projet d'intérêt général pour l'entreprise ; projet agréé par l'Assemblée générale,
- il est sélectionné selon une procédure complémentaire de la procédure habituelle tout en maintenant une validation de sa candidature par le « Conseil d'administration » (ce double filtre renforce la légitimité de la candidature).

Il serait utile d'inclure une recommandation sur la sélection de membres du « Conseil d'administration » par l'« actionnaire agréé long terme » dans les codes de gouvernement d'entreprise.

- La création d'un comité « RSE ».

L'« actionnaire agréé long terme » incarne un « projet actionnarial » inscrit dans l'intérêt général à long terme de l'entreprise, agréé par l'Assemblée générale, avec une vision à long terme. Cette vision à long terme élargit l'analyse économique à des critères extra financiers (RSE) et rapproche les intérêts de l'ensemble des parties prenantes. Lorsque les questions de RSE et de développement durable sont examinées par le « Conseil d'administration », le(s) membre(s) du « Conseil d'administration » issu(s) de l'« actionnaire agréé long terme » ou du collège s'ils sont plusieurs, est (sont) qualifié(s) pour ouvrir le débat sur des problématiques de long terme et « questionner » la culture de l'entreprise.

Le ou les membres du « Conseil d'administration » issu(s) des « actionnaires agréés long terme » agissent pour la création d'un comité « RSE » au sein du « Conseil d'administration ». Il(s) siège(nt) naturellement dans ce comité.

Propositions

7. Les codes de gouvernement d'entreprise sont invités à inclure de nouveaux principes et de nouvelles pratiques de fonctionnement de l'Assemblée générale. Cela permettrait de définir le contour et le contenu que doivent avoir le « projet actionnarial » et le « pacte d'orientation ».
8. L'Assemblée générale ordinaire doit agréer le « projet actionnarial » d'un ou respectivement de plusieurs actionnaires. Elle est souveraine pour reconnaître un collège d'« actionnaires agréés long terme ».
9. Les « actionnaires agréés long terme » soumettent à l'Assemblée générale ordinaire un « pacte d'orientation ». Ce pacte comporte l'orientation souhaitée par l'Assemblée générale. Il traite des éléments suivants : chiffre d'affaires, investissement et rentabilité, RSE et développement durable, innovation, endettement, distribution de dividendes.
10. Chaque « actionnaire agréé long terme » doit pouvoir proposer à l'Assemblée générale la nomination d'un candidat membre du « Conseil d'administration ».
11. Des sujets impactant le long terme au sein de l'entreprise comme la RSE, le développement durable, la recherche et développement doivent être des sujets examinés par un comité « RSE » institué au sein du « Conseil d'administration ».
12. Des membres issus des actionnaires agréés long terme siègent dans le comité RSE.

QUESTION 4

L'actionnaire de long terme doit-il avoir des droits supplémentaires ou spécifiques par rapport aux autres actionnaires ?

Nous avons évoqué dans les questions précédentes le fait qu'il existe une diversité d'actionnaires avec des objectifs pouvant être différents. De ce constat, il est apparu utile de confier une mission d'intérêt général à l'actionnaire de long terme. Cela implique de lui confier des prérogatives sans remettre en cause le principe d'égalité entre tous les actionnaires. Pour pouvoir jouer un rôle au sein du gouvernement de l'entreprise, l'actionnaire de long terme a-t-il vraiment besoin de droits spécifiques ou supplémentaires ?

Controverses

- Pour certains experts, l'actionnaire de long terme ne doit pas avoir de droits spécifiques. Il doit y avoir une égalité stricte entre tous les actionnaires. Le principe est le suivant : une action = un droit de vote = un dividende.
- D'autres précisent, qu'en ajoutant des droits aux actionnaires de long terme, cela risque d'alourdir la législation et la gouvernance actuelle. Autant rester avec la situation actuelle.
- Au contraire, pour d'autres experts, il faut des droits spécifiques pour inciter les actionnaires à devenir des actionnaires de long terme, dans la limite des effets pervers. Il ne faut pas favoriser un minoritaire à devenir majoritaire. Il ne faut pas créer de faux actionnaires de long terme.
- Certains ajoutent qu'il faut accroître ces droits notamment si l'on souhaite voir un actionnaire référent de long terme jouer un rôle dans l'intérêt de toutes les parties prenantes. L'actionnaire de long terme doit avoir une place particulière.
- D'autres proposent, a contrario, non pas de donner un droit supplémentaire à l'actionnaire de long terme, mais de supprimer des droits à l'actionnaire de court terme : le droit de vote par exemple.

Analyse

Pour promouvoir l'actionnaire de long terme, renforcer sa place au sein d'un actionnariat diversifié et lui donner les moyens de remplir sa mission, il est nécessaire de lui donner des droits spécifiques.

Le droit supplémentaire ou spécifique n'est pas incompatible avec le principe de l'égalité entre les actionnaires. Les droits spécifiques donnés à l'actionnaire de long terme viennent en contrepartie des devoirs qu'il doit assumer.

- Les droits supplémentaires ou spécifiques nécessaires à l'accomplissement de la mission de l'« actionnaire agréé long terme ».

Avant leur demande d'agrément, il est nécessaire que les actionnaires de long terme disposent des moyens de se fédérer autour d'un projet pour l'entreprise, en vue de préparer leur « projet actionnarial ». Une fois réunis autour de ce projet, ces actionnaires de long terme ont besoin d'échanger avec les autres actionnaires en vue de leur faire partager ce « projet actionnarial » et de recueillir l'adhésion de ceux qui le souhaitent.

Pour être efficace et opérationnel, il est nécessaire que les actionnaires de long terme qui ont déclaré au « Conseil d'administration » un « projet actionnarial » puissent **disposer de la liste des actionnaires** (avec leurs coordonnées) afin de pouvoir échanger avec ces derniers.

Puisque l'actionnaire de long terme soumet son « projet actionnarial » à l'agrément de l'Assemblée générale, il est naturel qu'il ait la possibilité de consulter l'Assemblée générale et de soumettre un point à l'ordre du jour élargi à toutes questions relatives à son « projet actionnarial ».

Il est nécessaire que l'actionnaire de long terme qui a communiqué un « projet actionnarial » aux dirigeants et au « Conseil d'administration » dialogue directement avec les membres du « Conseil d'administration », même s'il n'en est pas lui-même membre. Il est cependant souhaitable que l'« actionnaire agréé long terme » ait un représentant membre du « Conseil d'administration ». Cela permet de renforcer son rôle de relais auprès de la direction et de développer son rôle pédagogique vis-à-vis des autres actionnaires.

- La relation entre l'« actionnaire agréé long terme » et le « Conseil d'administration »

L'« actionnaire agréé long terme » est amené à dialoguer régulièrement avec le « Conseil d'administration » et il est souhaitable que ce dialogue intervienne en amont de l'Assemblée générale pour évoquer les éventuels sujets de controverse. Cela permet également d'échanger sur la construction ou le suivi du « pacte d'orientation ». Le « Conseil

d'administration » décide si les conclusions de cet échange sont mises à la disposition de tous les actionnaires.

De la même manière, après l'Assemblée générale, l'« actionnaire agréé long terme » peut revenir sur des questions posées lors de l'Assemblée générale afin d'obtenir des clarifications sur certains points. L'« actionnaire agréé long terme » profite de cette occasion pour demander des précisions sur les éventuels écarts entre l'orientation figurant dans le « pacte d'orientation » et les résultats obtenus. Le « Conseil d'administration » décide si le résultat de cet échange est mis à la disposition des actionnaires.

- Complément des réformes nécessaires.

Le droit de vote double s'applique aux seules actions inscrites au nominatif. Pour promouvoir l'actionnaire de long terme et a fortiori l'« actionnaire agréé long terme », il est souhaitable de donner l'accès au droit de vote double à toute action (qui remplit la condition de durée de détention) et pas uniquement aux seules actions inscrites au nominatif. L'utilisation du **système de codes ISIN multiples** est une solution possible.

Propositions

D'une manière générale, l'« actionnaire agréé long terme » doit disposer de droits spécifiques lui permettant de :

- échanger efficacement avec les autres actionnaires ;
- dialoguer directement avec le « Conseil d'administration » ;
- communiquer son « projet actionnarial » et le « pacte d'orientation » aux autres parties prenantes.

13. **La direction de l'entreprise doit transmettre la liste actualisée des actionnaires à l'« actionnaire agréé long terme ». A cet effet, l'entreprise demande individuellement l'autorisation aux actionnaires.**
14. **L'« actionnaire agréé long terme » peut soumettre une résolution à l'Assemblée générale relative à son « projet actionnarial ».**
15. **L'« actionnaire agréé long terme » doit pouvoir dialoguer directement avec les membres du « Conseil d'administration » pour évoquer certains sujets relatifs à l'élaboration ou au suivi du « pacte d'orientation » avant l'Assemblée générale. Le « Conseil d'administration » décide si les conclusions de cet échange sont mises à disposition des autres actionnaires.**
16. **L'« actionnaire agréé long terme » doit pouvoir échanger directement après l'Assemblée générale avec les membres du « Conseil d'administration » afin d'éclaircir certains points évoqués en Assemblée générale. L'« actionnaire agréé long terme » peut demander des précisions quant à l'écart entre l'orientation figurant dans le « pacte d'orientation » et les résultats obtenus. Le « Conseil d'administration » décide si le résultat de cet échange est mis à disposition des autres actionnaires.**
17. **La levée de l'obligation d'inscrire les actions au nominatif pour bénéficier des droits de vote double vient promouvoir l'actionnaire à long terme et a fortiori l'« actionnaire agréé long terme ».**

QUESTION 5

L'actionnaire de long terme doit-il avoir des devoirs supplémentaires ou spécifiques par rapport aux autres actionnaires ?

Nous avons établi qu'il y avait plusieurs catégories d'actionnaires avec des objectifs différents. Si l'« actionnaire agréé long terme » veut tenir toute sa place au sein du gouvernement de l'entreprise en ayant notamment des droits spécifiques, alors il n'est pas anormal de le voir supporter des devoirs supplémentaires ou spécifiques.

Controverses

- Selon certains experts, l'actionnaire de long terme a un **devoir de transparence** vis-à-vis des marchés financiers qui n'apprécient pas les informations cachées. L'actionnaire de long terme doit communiquer sa vision stratégique. L'un des devoirs de l'actionnaire de long terme est de rendre publics son projet d'actionnaire et sa position de vote en Assemblée générale.
- Au contraire, d'autres experts considèrent que l'actionnaire de long terme a un **devoir de réserve** dans le cas de l'actionnaire-administrateur. Certains actionnaires de long terme pouvant être administrateurs, ont connaissance d'informations privilégiées. Ils se doivent de ne pas communiquer à l'extérieur de l'entreprise au même titre que l'administrateur représentant les salariés.
- Certains pensent que l'actionnaire de long terme a un **devoir de dialogue et de pédagogie**, voire d'animation vis-à-vis des autres actionnaires. Ce devoir vient en contrepartie du droit de l'actionnaire de long terme de dialoguer avec les dirigeants. Pour certains, même si l'actionnaire de long terme n'est pas représenté au conseil d'administration, il doit pouvoir rencontrer l'équipe dirigeante, comme le font les grands institutionnels.
- Certains experts ajoutent que l'un des devoirs de l'actionnaire de long terme est de **défendre l'intérêt général de l'entreprise** (intérêt de toutes les parties prenantes), au-

delà de l'intérêt social (intérêt commun à tous les actionnaires). Cela revient à prendre en compte toutes les parties prenantes et permet une convergence de tous les intérêts : l'intérêt social et l'intérêt général.

- Au contraire, certains pensent que son périmètre ne doit tenir compte que de **l'intérêt social de l'entreprise**. Un actionnaire tient sa légitimité uniquement de par sa détention d'actions de la société.
- Certains experts pensent que l'actionnaire de long terme doit toucher systématiquement ses dividendes en actions plutôt qu'en numéraire.
- Au contraire, pour d'autres cela peut poser problème par rapport à la fiscalité : Il faut que l'actionnaire puisse payer ses impôts !
- Une partie des experts pense que l'actionnaire de long terme doit accepter de **soutenir les dirigeants** en cas de décisions de gestion difficiles qui vont à l'encontre de l'intérêt des actionnaires. L'actionnaire de long terme a le devoir de ne pas vendre ses actions en cas de situations difficiles. Il ne doit pas être le premier à quitter le navire. L'actionnaire de long terme doit aider l'équipe dirigeante à faire face à une OPA hostile par exemple.
- D'autres experts précisent que l'actionnaire de long terme doit **challengeur les dirigeants** lors de ces périodes difficiles.

Analyse

- La communication de l'« actionnaire agréé long terme » auprès des actionnaires.

Les mandataires sociaux représentent la société auprès des actionnaires. L'« actionnaire agréé long terme » ne communique pas avec les actionnaires au nom de la société.

L'« actionnaire agréé long terme » doit concilier son **devoir de réserve** et son **devoir de transparence**. La primauté de l'un ou de l'autre dépend de la nature et de l'origine des informations. Par exemple, l'« actionnaire agréé long terme » ne doit pas révéler des délibérations du « Conseil d'administration » qui n'aient pas été préalablement rendues publiques par le « Conseil d'administration » lui-même. En revanche, il doit clarifier ses positions sur tous les sujets qui concernent la politique qu'il mène vis-à-vis de l'entreprise, y compris les sujets qui pourraient être débattus au sein du « Conseil d'administration » (mais sans révéler la délibération du « Conseil d'administration »). D'une manière générale, si l'« actionnaire agréé long terme » veut être légitime vis-à-vis des autres actionnaires, il doit être transparent sur ce que comporte son « projet actionnarial ». Pour cela, **il doit, avant la tenue de l'Assemblée générale, communiquer aux autres actionnaires le sens et les raisons de son vote.**

- Le devoir de pédagogie.

L'« actionnaire agréé long terme » peut être amené à questionner le « Conseil d'administration » sur ses choix stratégiques. Il assure un suivi du « pacte d'orientation » et échange avec le « Conseil d'administration ». Il doit pouvoir **prendre la parole durant l'Assemblée générale** afin d'enrichir le dialogue et de créer du lien entre les actionnaires et les dirigeants. Après l'Assemblée générale, il doit être capable de proposer des comptes rendus et d'autres livrables afin d'informer et de communiquer auprès des actionnaires et des autres parties prenantes sur les questions relatives à son « projet actionnarial » ou relatives au « pacte d'orientation » qui ne viennent pas se substituer à la communication qui est de la responsabilité des mandataires sociaux.

- Le devoir de défendre l'intérêt général de l'entreprise.

Pour que ces prérogatives soient légitimes, il est nécessaire que l'actionnaire de long terme agisse exclusivement **dans l'intérêt social à long terme de l'entreprise**. (Rappel de la définition donnée dans l'analyse de la question 3 : l'intérêt social à long terme est l'intérêt commun à tous les actionnaires, exprimé dans une perspective de long terme qui encourage l'entreprise à poursuivre une politique sociale et environnementale responsable. Ainsi l'intérêt social à long terme converge avec l'intérêt général de l'entreprise).

L'« actionnaire agréé long terme » doit rapprocher l'intérêt des actionnaires de l'intérêt de toutes les parties prenantes, c'est-à-dire l'intérêt général de l'entreprise. C'est sa vision à long terme qui tend à concilier les parties prenantes et favorise la convergence de tous les intérêts.

- Le devoir de cohérence.

L'« actionnaire agréé long terme » a un devoir de cohérence vis-à-vis des positions qu'il prend en Assemblée générale, au sein du « Conseil d'administration » et d'une manière générale, partout où il a à intervenir.

- Le devoir d'ouverture sur les intérêts des autres parties prenantes.

L'« actionnaire agréé long terme » s'assure que l'intérêt des parties prenantes ait été discuté au sein du « Conseil d'administration » et il agit pour qu'une cartographie de ces parties prenantes soit élaborée par l'entreprise.

- Le devoir de soutien des dirigeants et le devoir d'interpeller le « Conseil d'administration ».

L'horizon d'investissement à long terme a pour corollaire un devoir de soutien des dirigeants en cas de difficultés de l'entreprise. Il a également le devoir d'interpeller les membres du « Conseil d'administration » concernant l'atteinte des orientations figurant dans le « pacte d'orientation ».

Par conséquent, la liste des obligations de l'« actionnaire agréé long terme » est la suivante :

- Devoir de réserve et devoir de transparence avec comme corollaire le devoir de communiquer aux autres actionnaires, avant la tenue de l'Assemblée générale, le sens et les raisons de son vote.
- Devoir de pédagogie vis-à-vis des autres actionnaires et devoir de dialogue vis-à-vis du « Conseil d'administration ».
- Devoir de défendre l'intérêt social à long terme et devoir de rapprocher l'intérêt des actionnaires de l'intérêt général de l'entreprise.
- Devoir de cohérence vis-à-vis des positions qu'il prend partout où il a à intervenir.
- Devoir d'ouverture sur les intérêts des autres parties prenantes en vérifiant que l'intérêt des parties prenantes ait été discuté au sein du « Conseil d'administration » et en agissant pour qu'une cartographie des parties prenantes soit établie par l'entreprise.
- Devoir de soutien des dirigeants et devoir d'interpeller les membres du « Conseil d'administration ».

L'actionnaire agit souverainement en Assemblée générale. Lorsqu'il siège au sein du « Conseil d'administration », il agit en toute indépendance et représente l'ensemble des actionnaires. Ce sont des principes de droit qui organisent le fonctionnement des sociétés et qui s'appliquent pleinement à l'« actionnaire agréé long terme ».

Propositions

18. L'« actionnaire agréé long terme » doit communiquer le sens et les raisons de son vote avant l'Assemblée générale des actionnaires.
19. L'« actionnaire agréé long terme » a l'obligation de voter en Assemblée générale.
20. L'« actionnaire agréé long terme » exprime lui-même son vote et ne donne pas de délégation de vote en blanc.
21. L'« actionnaire agréé long terme » doit s'exprimer sur le suivi du « pacte d'orientation » et informer les autres actionnaires (en respectant son obligation de réserve sur les délibérations du « Conseil d'administration » qui n'auraient pas été rendues publiques et en veillant à ne pas se substituer à la communication faite par les dirigeants au nom de l'entreprise).
22. Au moment de l'Assemblée générale, l'« actionnaire agréé long terme » doit pouvoir prendre la parole afin d'enrichir le dialogue entre les actionnaires et les dirigeants.

CONCLUSION

Aux origines du capitalisme, les actionnaires s'engageaient pour longtemps. On ne pouvait pas se retirer ou se désengager facilement. Avec les marchés financiers, les choses ont changé et les sorties sont devenues de plus en plus faciles. Une nouvelle catégorie d'actionnaires est alors née : celle des investisseurs. A l'exception de quelques-uns, la plupart des investisseurs portent un regard distant sur la vie de l'entreprise, un regard focalisé sur les résultats. Ces pratiques expliquent très largement l'image dégradée que donnent les actionnaires aujourd'hui.

L'objectif de ce Cahier pour la Réforme est de montrer que l'actionnaire, lorsqu'il se place dans une démarche de long terme, peut devenir un partenaire de l'entreprise et contribuer à redonner une réelle fonction à l'Assemblée générale.

L'actionnaire de long terme se donne pour rôle et pour responsabilité de défendre l'intérêt social à long terme (c.à.d. l'intérêt commun à tous les actionnaires dans une perspective de long terme). En agissant ainsi il contribue à défendre l'intérêt général de l'entreprise. Pour être cet acteur responsable, ce travail propose que l'actionnaire de long terme écrive et soumette à l'Assemblée générale son « **projet actionnarial** ». Ce projet définit les grands principes selon lesquels l'actionnaire souhaite voir l'entreprise se développer. Plusieurs actionnaires peuvent soumettre leur « projet actionnarial » respectif à l'Assemblée générale. Cette dernière peut agréer un ou plusieurs de ces projets. On parle alors selon le cas, d'un « actionnaire agréé long terme » ou d'un collègue s'ils sont plusieurs.

Une fois agréé par l'Assemblée générale, le collège des « actionnaires agréés long terme » soumet à l'Assemblée générale un projet de « **pacte d'orientation** ». Ce « pacte d'orientation » est unique et comporte les orientations à long terme que l'Assemblée générale entend donner à l'entreprise. L'objectif est de donner du sens à l'action de l'Assemblée générale sans pour autant s'immiscer dans la gestion de l'entreprise.

Le « pacte d'orientation » traite notamment des éléments suivants :

- chiffre d'affaires,
- investissement et rentabilité,
- RSE et développement durable,
- innovation,
- endettement,
- distribution de dividende.

L'approbation du « pacte d'orientation » donne un nouveau sens à l'action de l'Assemblée générale. Ce pacte permet à l'Assemblée générale de préciser le mandat qu'elle confie aux membres du « Conseil d'administration ». Par cette forme d'engagement et d'implication, l'Assemblée générale contribue à défendre l'intérêt général de l'entreprise.

Les « actionnaires agréés long terme », chacun en ce qui le concerne, sélectionnent et présentent à l'Assemblée générale des candidats pour siéger au sein du « Conseil d'administration ». La nomination de membres du « Conseil d'administration » présentés par

des « actionnaires agréés long terme » vise à inclure dans la composition du « Conseil d'administration » des administrateurs impliqués, ambassadeurs des « projets actionnariaux » et du « pacte d'orientation ».

Cette démarche nouvelle de l'« actionnaire agréé long terme » est conforme au droit car :

- Lorsque l'actionnaire de long terme s'engage, présente sa vision dans son « projet actionnarial », et indique le sens de son vote, il affirme et organise l'expression de son droit à la parole voulu par le législateur.
- Lorsque le collège d'« actionnaires agréés long terme » soumet le « pacte d'orientation » à l'Assemblée générale, son rôle ne se confond pas avec celui du « Conseil d'administration » ou de la direction. Ces derniers ne sont pas tenus par la décision de l'Assemblée générale et peuvent à tout moment et en toutes circonstances prendre les décisions utiles dans l'intérêt exclusif de l'entreprise. Cette démarche doit comporter la règle « comply or explain » (adhérer à la recommandation ou s'expliquer) pour assurer au « Conseil d'administration » l'indépendance qui lui est nécessaire.
- Lorsque l'Assemblée générale approuve le « pacte d'orientation », elle ne fait que préciser, (avec l'orientation qu'elle entend donner à l'entreprise) le mandat qu'elle donne aux administrateurs qu'elle nomme, conformément aux prérogatives que lui attribue le législateur.

Avec la définition de ce nouveau contour de l'actionnaire de long terme, ce Cahier Pour la Réforme montre que la notion même de long terme permet de faire converger l'intérêt de l'ensemble des parties prenantes vers l'intérêt général de l'entreprise. Il apporte des préconisations sur l'implication de l'actionnaire de long terme. Il propose des outils concrets à utiliser ou mettre en place (projet actionnarial et pacte d'orientation) pour jouer son rôle et assumer ses responsabilités.

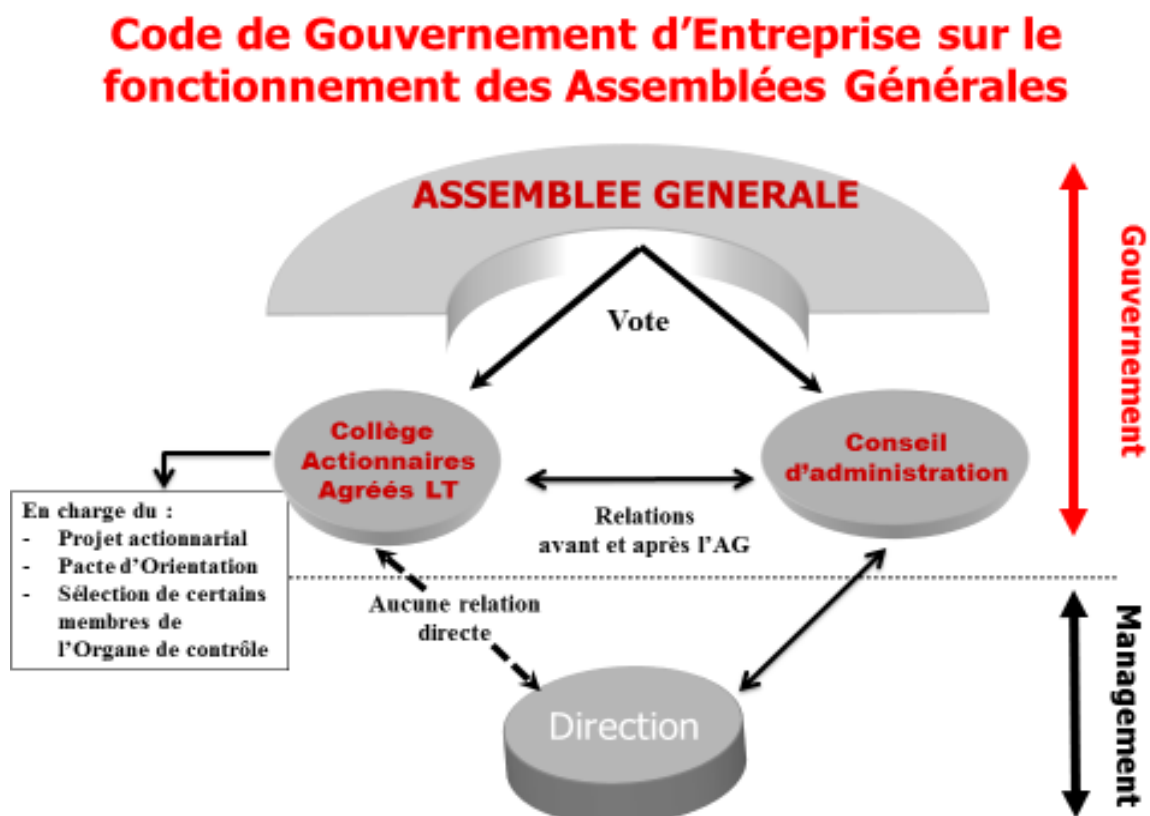
SYNTHESE DES PROPOSITIONS

1. L'actionnaire de long terme doit être encouragé à donner son identité, sa stratégie d'investissement, les raisons de son investissement et ses intentions.
2. L'actionnaire de long terme doit se voir reconnaître un rôle et une responsabilité spécifiques au sein des différentes instances contribuant au gouvernement de l'entreprise : l'Assemblée générale et le « Conseil d'administration ».
3. L'actionnaire de long terme doit être en mesure de proposer un « projet actionnarial » pour l'entreprise afin de renforcer l'identité « d'actionnaires de l'entreprise » et donner du sens à leur investissement.
4. L'actionnaire de long terme doit chercher à partager son projet avec les autres actionnaires.
5. L'actionnaire de long terme doit communiquer son projet à l'équipe dirigeante et au Conseil d'administration, en vue d'un dialogue.
6. La recherche d'un alignement à long terme des intérêts de l'entreprise et des intérêts de l'actionnaire à long terme doit être favorisée.
7. Les codes de gouvernement d'entreprise sont invités à inclure de nouveaux principes et de nouvelles pratiques de fonctionnement de l'Assemblée générale. Cela permettrait de définir le contour et le contenu que doivent avoir le « projet actionnarial » et le « pacte d'orientation ».
8. L'Assemblée générale ordinaire doit agréer le « projet actionnarial » d'un ou respectivement de plusieurs actionnaires. Elle est souveraine pour reconnaître un collègue d'« actionnaires agréés long terme ».
9. Les « actionnaires agréés long terme » soumettent à l'Assemblée générale ordinaire un « pacte d'orientation ». Ce pacte comporte l'orientation souhaitée par l'Assemblée générale. Il traite des éléments suivants : chiffre d'affaires, investissement et rentabilité, RSE et développement durable, innovation, endettement, distribution de dividendes.

10. Chaque « actionnaire agréé long terme » doit pouvoir proposer à l'Assemblée générale la nomination d'un candidat membre du Conseil d'administration.
11. Des sujets impactant le long terme au sein de l'entreprise comme la RSE, le développement durable, la recherche et développement doivent être des sujets examinés par un comité « RSE » institué au sein du Conseil d'administration.
12. Des membres issus des actionnaires agréés long terme siègent dans le comité RSE.
13. La direction de l'entreprise doit transmettre la liste actualisée des actionnaires à l'« actionnaire agréé long terme ». A cet effet, l'entreprise demande individuellement l'autorisation aux actionnaires.
14. L'« actionnaire agréé long terme » peut soumettre une résolution à l'Assemblée générale relative à son « projet actionnarial ».
15. L'« actionnaire agréé long terme » doit pouvoir dialoguer directement avec les membres du Conseil d'administration pour évoquer certains sujets relatifs à l'élaboration ou au suivi du « pacte d'orientation » avant l'Assemblée générale. Le Conseil d'administration décide si les conclusions de cet échange sont mises à disposition des autres actionnaires.
16. L'« actionnaire agréé long terme » doit pouvoir échanger directement après l'Assemblée générale avec les membres du Conseil d'administration afin d'éclaircir certains points évoqués en Assemblée générale. L'« actionnaire agréé long terme » peut demander des précisions quant à l'écart entre les orientations figurant dans le « pacte d'orientation » et les résultats obtenus. Le Conseil d'administration décide si le résultat de cet échange est mis à disposition des autres actionnaires.
17. La levée de l'obligation d'inscrire les actions au nominatif pour bénéficier des droits de vote double vient promouvoir l'actionnaire à long terme et a fortiori l'« actionnaire agréé long terme ».
18. L'« actionnaire agréé long terme » doit communiquer le sens et les raisons de son vote avant l'Assemblée générale des actionnaires.

19. L'« actionnaire agréé long terme » a l'obligation de voter en Assemblée générale.
20. L'« actionnaire agréé long terme » exprime lui-même son vote et ne donne pas de délégation de vote en blanc.
21. L'« actionnaire agréé long terme » doit s'exprimer sur le suivi du « pacte d'orientation » et informer les autres actionnaires (en respectant son obligation de réserve sur les délibérations du Conseil d'administration qui n'auraient pas été rendues publiques et en veillant à ne pas se substituer à la communication faite par les dirigeants au nom de l'entreprise).
22. Au moment de l'Assemblée générale, l'« actionnaire agréé long terme » doit pouvoir prendre la parole afin d'enrichir le dialogue entre les actionnaires et les dirigeants.

Le schéma ci-dessous reprend en synthèse la proposition d'enrichir les Codes de Gouvernement d'Entreprise d'éléments relatifs au fonctionnement des Assemblées Générales.



RESSOURCES

Groupe de Travail

Belhoste Jean-Pierre, Investisseur de long terme
Berducou Olivier, CFDT Secrétaire confédéral en charge de la RSE et de la Gouvernance d'entreprise
Bertrand Delphine, FÉDÉRACTIVE, Chargée de communication
Blazy Agnès, CM-CIC Securities, Analyste financière, Responsable de l'ISR
Boiteux Tristan, GEMALTO, Chef de produits
Bonnet Olivier, ERAFP, Responsable de la stratégie ISR
Chauleur Sarah, FÉDÉRACTIVE, Responsable de Communication
Clément Jean-Charles, EM Lyon, Professeur Comptabilité, Finance, Contrôle
Couturier Christophe, ECOFI Investissement, Directeur Général
Cozette Martial, CFIE, Administrateur
Davodet Dominique, FIDAL, Avocat Associé
Desanges Louis, ZODIAC AEROSPACE, vice-président du Conseil de surveillance
Girardot Pascal, FÉDÉRACTIVE, Président
Gomez Pierre-Yves, IFGE, Directeur
Henri Bruno, Fonds TOTAL Actionnariat France, ancien Président
Hessler Marie-Claude, Actionnaire MATTEL
Sebeyran Jean, CDC, ancien Secrétaire Général

Personnalités consultées

Boegner Sophie, WENDEL, ancienne administratrice
Dubourg Nicolas, FSP
Viviane Neiter, ancienne présidente d'association d'actionnaires, administratrice de sociétés cotées
Deronchaine Bertrand, Directeur des Relations Actionnaires, ORANGE

Ouvrages

1. BATSCH Laurent (2002). *Le capitalisme financier*. France : La Découverte.
2. COLLECTIF, sous la direction de TOUFFUT Jean-Philippe (2009). *A quoi servent les actionnaires?* France: Albin Michel. [en ligne] [page consultée le 07/07/2014]. Disponible sur Internet : http://books.google.fr/books?id=SMVZxye7oEcC&pg=PT19&lpg=PT19&dq=démocratie+actionnaire+définition&source=bl&ots=4fn3l_mw2n&sig=AK9EQNowpy8WBgLJV2DTCuAGvzs&hl=fr&sa=X&ei=rGW6U_i0Kug70wX1_oHQBw&redir_esc=y#v=onepage&q=démocratie%20actionnaire%20définition&f=false
3. FINET Alain (2009). *Gouvernance d'entreprise : Nouveaux défis financiers et non financiers*. Bruxelles : De Boeck Supérieur.

4. HEALLY Joseph (2003). *Corporate governance & wealth creation in New Zealand*. New Zealand : Dunmore Press.
5. TRICKER Bob (2007). *Essentials for Board Directors: An A to Z Guide. Second edition*. United States and Canada : The Economist in association with Profile Books Ltd., Bloomberg Press.

Rapports et communications

1. AMF (2014). *Voter en toute connaissance de cause aux assemblées générales des sociétés cotées*. Paris : AMF. [en ligne] [page consultée le 04/01/2015]. Disponible sur Internet : <http://www.amf-france.org/Epargne---Info---Service/Infos---et---guides---pratiques/Societes---cotees/Voter---en---toute---connaissance---de---cause---aux---assemblees---generales---des---societes---cotees.html>>
2. ASSOCIATION FRANÇAISE DE LA GESTION FINANCIERE (2013). *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise*, Texte de référence. Consultable sur internet : <http://www.kpmg.com/FR/fr/Regard---Gouvernance/Documents/AFG---Recommandations---sur---le---gouvernement---d---entreprise---2014.pdf>
3. BEAUFORT de, Viviane (2006). *One share, one vote, le nouveau saint graal ?* ESSEC Research Center, n° 06019. Paris : ESSEC.
4. CABINET CAPITALCOM (2013). *Les actionnaires individuels, relais du financement des entreprises à long terme. 8ème baromètre annuel Capitalcom : des attentes des actionnaires individuels du CAC 40 à l'approche des assemblées générales 2013*. [page consultée le 23/08/2014] page disponible sur internet : <http://www.capitalcom.fr/wp---content/uploads/2013/09/CP---Barom%C3%A8tre---actionnaires---individuels---CAPITALCOM.pdf>
5. COMMISSION EUROPEENNE (2014). *Proposition de directive du parlement européen et du conseil modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, et la directive 2013/34/UE en ce qui concerne certains éléments de la déclaration sur la gouvernance d'entreprise*. COM/2014/0213 final --- 2014/0121 (COD). Eur---Lex.
6. ERNST & YOUNG (2014). *Panorama des pratiques de gouvernance des sociétés cotées françaises - Panorama 2013*. [en ligne] [Page consultée le 14/07/2014]. Disponible sur internet : [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY---Panorama---des---pratiques---de---gouvernance---des---societes---cotees---francaises---2013/\\$FILE/EY---Panorama---des---pratiques---de---gouvernance---des---societes---cotees---francaises---2013.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY---Panorama---des---pratiques---de---gouvernance---des---societes---cotees---francaises---2013/$FILE/EY---Panorama---des---pratiques---de---gouvernance---des---societes---cotees---francaises---2013.pdf)
7. GALLOIS Louis. (2012). *Pacte pour la compétitivité de l'industrie française*. Rapport au premier ministre.
8. GOMEZ Pierre---Yves (2009). *Référentiel pour une gouvernance raisonnable des entreprises françaises*. Rapport au conseil d'administration de MiddleNext, Cahier n°2. Paris : Institut Français de Gouvernement des Entreprises.
9. HAUT COMITE DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE (2014). *Guide d'application du code AFEP---MEDEF de juin 2013*. Rapport du Haut Comité de Gouvernement des entreprises. [en ligne] [page consultée le 15/07/2014]. Disponible sur internet : http://www.strategie.gouv.fr/sites/strategie.gouv.fr/files/archives/Guide_application_du_code_Afep_Medef_janvier_2014.pdf
10. HAUT COMITE DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE (2014). *Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées – AFEP & MEDEF*. Version révisée de juin 2013 [page consultée le

19/08/2014] page disponible sur internet :

http://www.afep.com/uploads/medias/documents/Code_gouvernement_entreprise_societes_cotees_Juin_2013.pdf

11. INSTITUT FRANÇAIS DES ADMINISTRATEURS (IFA) (2012). *La gouvernance des sociétés cotées en France à l'usage des investisseurs, Un levier pour la croissance et l'attractivité*. Paris : Commission Internationale de l'IFA.
12. PROXINVEST (2013). *Les Assemblées Générales 2013 des Sociétés Cotées Françaises & Politique de Vote 2014*. Rapport de Proxinvest, N°17. Paris : Proxinvest. [en ligne] [Page consultée le 23/11/2014]. Disponible sur internet : <http://www.proxinvest.fr/wp-content/uploads/2014/06/RapportAG2013.pdf>

Articles

1. CANUET Alexis (2014). *CAC 40 : des actionnaires encore trop passifs*. Alternatives Economiques, Septembre 2014, n°338.
2. CONCHON Aline (2012). *L'actionnaire, Nouvel acteur des relations professionnelles au niveau de l'entreprise ?* La revue de l'Ires, n°75, p168
3. SCHLIERER Hans (2002). *Transparence De l'information : du fantasme aux réalités*. Management et conjoncture sociale. Vol 614, p56.
4. WEBER Caroline et GOMEZ Pierre---Yves (2008). *Les mutations du gouvernement d'entreprise*. L'Expansion Management Review, n°131, p.20 à 26.

Thèse

1. CLEMENT Jean---Charles (2006). *Le rôle des batailles de procuration au sein du gouvernement des entreprises*. Thèse pour l'obtention du doctorat en Sciences de gestion, Université Pierre Mendès France, Pr. Michel ALBOUY, dir.