

# L'engagement des investisseurs institutionnels

## Résumé de thèse de doctorat

XENIA ELISA KARAMETAXAS\*

### MOTS CLÉS

investisseurs institutionnels – caisses de pension – investissement responsable – gouvernance d'entreprise – devoirs fiduciaires

## I. Introduction

Les investisseurs institutionnels détiennent la majorité des actifs financiers dans les économies industrialisées, ce qui leur confère un rôle essentiel pour les individus, dans les sociétés cotées en bourse, pour l'environnement et pour le fonctionnement du système économique dans son ensemble. Dans la mesure où ils placent une grande partie de ce patrimoine en actions de sociétés cotées en bourse, ils ont un pouvoir d'influence notable sur la prise de décisions de ces sociétés et sur leur gouvernance. Si l'exercice du droit de vote des actionnaires constitue l'instrument le plus emblématique et le plus visible des investisseurs institutionnels, ils disposent souvent – en raison de leur poids et de leurs relations parfois étroites avec les sociétés cotées – de moyens informels pour exprimer leurs voix.<sup>1</sup> Par ailleurs, du fait de la large présence des investisseurs institutionnels, l'impact de leur engagement actionnarial va au-delà de la prise de décision de l'assemblée générale des sociétés cotées et peut notamment contribuer à une allocation de ressources plus efficace et à la croissance de l'économie globale, dans la mesure où la sécurité des régimes de pension sont largement influencés par les décisions de vote prises par les investisseurs institutionnels.

Pendant longtemps, les investisseurs institutionnels étaient confinés dans un rôle traditionnel de pourvoyeurs de capitaux passifs.<sup>2</sup> Depuis une quinzaine d'années, et

notamment depuis la crise financière de 2008, on constate néanmoins que les investisseurs institutionnels s'engagent de plus en plus en leur qualité d'actionnaires. Cette évolution est due, d'une part, à la motivation intrinsèque de faire entendre leur voix à travers l'engagement actionnarial, dans la mesure où ils ont commencé à percevoir davantage leurs droits sociaux comme des actifs financiers et leur exercice comme un moyen d'en retirer le maximum de bénéfices. D'autre part, l'intervention accrue des investisseurs institutionnels s'explique par la multiplication des règles régissant leur responsabilité vis-à-vis des bénéficiaires et de celles destinées à renforcer la position des actionnaires dans la gouvernance d'entreprise.

Le terme général d'investisseurs institutionnels regroupe des institutions financières distinctes, telles que des institutions de la prévoyance professionnelle, des fonds de placement, des fonds souverains étatiques et autres. L'une des difficultés de la recherche était l'absence d'une définition claire du terme d'investisseur institutionnel. Pour pallier l'incertitude juridique qui en résulte, la thèse développe une typologie et, par conséquent, une délimitation des institutions financières reconnues comme investisseurs institutionnels. Cela étant, l'analyse se concentre sur les catégories d'investisseurs institutionnels qui présentent un intérêt particulier pour la recherche, soit en raison du volume important que ces entités représentent dans l'actionnariat des sociétés cotées en Suisse, soit parce qu'une particularité de leur cadre réglementaire soulève des questions juridiques pertinentes. Par ailleurs, le champ de recherche est centré sur des institutions ayant un horizon de placement qui s'étend sur plusieurs générations, soit les institutions de prévoyance, les fonds souverains et, à certains égards aussi, les fonds de placements.

Bien que les structures internes et les horizons de placement de ces institutions diffèrent largement les uns des autres, les investisseurs institutionnels ont un trait caractéristique commun qui est décisif : ils agissent au nom

\* XENIA ELISA KARAMETAXAS, *L'engagement des investisseurs institutionnels*, Genève 2019.

Docteure en droit ; chercheuse post-doctorante et chargée de cours à la faculté de droit de l'Université de Zurich, collaboratrice scientifique au département de droit commercial à l'Université de Genève.

<sup>1</sup> KARAMETAXAS (n.1), 133 ss.

<sup>2</sup> ROCK Edward, *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, *Georgetown Law Journal* 79 (1991), 472.

d'investisseurs individuels et de bénéficiaires finaux en plaçant les actifs de ces derniers de façon à sécuriser leurs futurs bénéfices en termes de retours financiers. Ainsi, en prenant une décision d'investissement, ils doivent se laisser guider exclusivement par l'intérêt de leurs bénéficiaires et faire abstraction de leurs intérêts personnels ou de ceux de tiers (devoir de loyauté). Ce concept, connu sous le terme de « responsabilité fiduciaire », s'applique à tous les domaines d'activité des investisseurs institutionnels et, dès lors, à l'exercice des droits sociaux rattachés aux actions qu'ils détiennent.<sup>3</sup>

L'ouvrage propose une réflexion analytique de l'engagement actionnarial des investisseurs institutionnels en droit suisse. Il examine le potentiel et les limites de l'engagement actionnarial des investisseurs institutionnels, dans un premier temps comme un moyen de gouvernance et, dans un deuxième temps, comme un moyen d'expression de la responsabilité fiduciaire.

## II. Le vote des investisseurs institutionnels comme élément clé de la gouvernance d'entreprise

### A. Les incitatifs des investisseurs institutionnels d'exercer les droits de vote

Vu le grand nombre d'assemblées générales dans lesquelles les investisseurs institutionnels sont autorisés de voter, l'exercice des droits des actionnaires représente une tâche coûteuse et fastidieuse.<sup>4</sup> Dans la mesure où les droits de vote des institutions sont confiés à des gestionnaires, alors que les risques économiques liés aux actions sont supportés par les bénéficiaires finaux, les conflits d'agence sont inhérents au système de l'investissement institutionnel et ne pourront être entièrement supprimés.<sup>5</sup> Partant de cet état de fait, il était question d'évaluer les mécanismes permettant de diminuer les coûts d'agence et de favoriser l'engagement actionnarial. À ce propos, la thèse porte un regard critique sur les incitatifs à exercer ou à ne

pas exercer les droits de vote. Il est ainsi apparu que l'exercice des droits de vote peut conduire à une augmentation des coûts d'agence, voire même que ces coûts présentent des obstacles rédhibitoires à l'exercice des droits de vote, comme c'est le cas notamment des fonds indiciels qui enferment l'investisseur dans les barrières d'un portefeuille prédéfini, s'opposant ainsi diamétralement à l'idée d'assurer une fonction de contrôle des sociétés de portefeuille en exerçant les droits de vote dans une perspective à long terme.<sup>6</sup> La pertinence de l'engagement actionnarial peut être également remise en cause lorsque l'investisseur développe un intérêt paradoxal à ce que la valeur des actions baisse ce qui le conduit à adopter une stratégie d'investissement opportuniste et axé sur le court terme.<sup>7</sup>

### B. La chaîne d'intermédiaires de l'investissement institutionnel et le rôle particulier des proxy advisors

L'engagement des investisseurs institutionnels doit être évalué à la lumière du fonctionnement de la chaîne d'intermédiaires qui sépare l'entité titulaire des droits d'actionnaires des personnes ultimement concernées. Un maillon clé de cette chaîne d'intermédiaires est constitué d'agences de conseil de vote, auxquelles il est fait référence dans l'ouvrage sous la dénomination anglaise de *proxy advisors*. Pour la plupart des investisseurs institutionnels, le recours aux services d'expertise des *proxy advisors* est devenu une nécessité et facilite la prise de décisions de vote, tout en diminuant les coûts d'agence. Vu sous cet angle, l'émergence des *proxy advisors* constitue une réponse du marché et leur influence croît en parallèle avec le patrimoine détenu par les investisseurs institutionnels.

Cette influence croissante des *proxy advisors* suscite notamment des questions quant à leur rôle dans le fonctionnement de la chaîne d'intermédiation de l'investissement institutionnel. Nous arrivons à la conclusion que le rôle des *proxy advisors* doit se limiter à celui de consultants et d'agents d'information, sans autonomie décisionnelle dans l'exercice des droits de vote. Partant, toute réflexion à l'égard des mesures réglementaires des *proxy advisors* doit tenir compte du fait que les investisseurs institutionnels ne peuvent pas se décharger de leur devoir de diligence en externalisant matériellement la décision de vote.

<sup>3</sup> PNUE-FI/Freshfields Bruckhaus Deringer, *A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment* (2015), 19.

<sup>4</sup> KARAMETAXAS (n. 1), 143.

<sup>5</sup> Sur la théorie de l'agence en matière de gouvernance d'entreprise, FAMA Eugene/JENSEN Michael, Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics* 26 (2/1983), 301 ; EASTERBROOK Frank/FISCHEL Daniel, Voting in Corporate Law, *Journal of Law and Economics* 26 (2/1983), 395 ; BLACK Bernard, Shareholder Passivity Reexamined, *Michigan Law Review* 89 (3/1990), 520.

<sup>6</sup> Voir notamment RODRIGUES Usha, Corporate Governance in an Age of Separation of Ownership from Ownership, *Minnesota Law Review* 95 (2011), 1832.

<sup>7</sup> L'activisme actionnarial dit « agressif » est généralement pratiqué par les fonds spéculatifs (hedge funds), plus en détail à ce sujet, KARAMETAXAS (n.1), 96 ss.

### III. La responsabilité fiduciaire des investisseurs institutionnels

En plaçant les actifs d'investisseurs individuels et de bénéficiaires finaux de façon à sécuriser leurs futurs bénéfices en termes de retours financiers, les investisseurs institutionnels disposent non seulement d'un pouvoir considérable, mais également d'une grande responsabilité. Si le principe fondamental de la responsabilité fiduciaire demeure constant à travers les différentes époques et traditions juridiques, sa compréhension concrète demande une réévaluation permanente des facteurs qui déterminent l'intérêt des bénéficiaires. Ainsi, les intérêts des bénéficiaires doivent être définis à l'aune de l'interprétation des devoirs de loyauté et de diligence.

Ayant évolué d'une vision axée sur la maximisation du rendement à court et à moyen terme vers une conception d'investissement responsable, la prise en compte des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans la prise de décisions d'investissement et de vote est de nos jours considérée comme faisant partie des devoirs fiduciaires des investisseurs institutionnels, dont l'horizon de placement s'étend sur le long terme.<sup>8</sup>

L'une des principales conclusions à ce propos est que le devoir de loyauté comprend également un devoir de gérer de façon impartiale les conflits qui peuvent exister entre différents bénéficiaires, y compris entre bénéficiaires issus de générations distinctes.

L'idée de la durabilité est consacrée à l'art. 22 al. 4 de l'Ordonnance contre les rémunérations abusives<sup>9</sup> en définissant l'intérêt des assurés comme le fait de veiller à la prospérité durable de l'institution de prévoyance. En d'autres termes, le système de l'ORAb perçoit l'intérêt des bénéficiaires comme étant principalement un intérêt économique à la préservation ou à l'augmentation du capital investi.<sup>10</sup> Or, la durabilité ne peut pas être mesurée en simples termes de performance financière, étant donné qu'elle englobe à la fois un environnement socio-économique stable et la préservation des ressources naturelles au bénéfice de la société civile actuelle et future.<sup>11</sup> Il est

regrettable que le législateur ne traduise pas l'objectif de la durabilité en mentionnant explicitement les intérêts des générations futures. Une interprétation qui met davantage l'accent sur le devoir de loyauté sous-entend que la durabilité dans l'engagement actionnarial consiste non seulement à préserver et à augmenter le capital investi, mais également à rechercher un juste équilibre de ressources et, dès lors, à évaluer l'impact des critères ESG des sociétés dans lesquelles les fonds investis sont placés.

Pour les investisseurs institutionnels, l'adoption des stratégies d'investissement responsable repose sur une combinaison de motifs moraux, financiers et économiques qui sont interconnectés et se superposent partiellement. Ainsi, pour les institutions de prévoyance et certains fonds souverains, l'ambition d'adopter des stratégies d'investissement responsable dérive essentiellement du concept d'équité intergénérationnelle qui se traduit par l'idée que le maintien d'un système économique viable dans le long terme bénéficiera également aux générations futures. D'autres investisseurs institutionnels, y compris des fonds de placements classiques, s'attendent à une meilleure performance financière en poursuivant des stratégies d'investissement responsable. S'agissant en particulier des risques environnementaux, des arguments liés à la gestion de risques de réputation et de litiges judiciaires sont souvent déterminants. Enfin, un petit nombre d'investisseurs institutionnels, dont notamment des fonds souverains justifient l'adoption des stratégies d'investissement responsable par leur statut de propriétaires universels (*universal owners*)<sup>12</sup> qui les expose davantage aux risques des externalités ESG négatives, dans la mesure où ils n'arrivent pas à les compenser.

Si le devoir de loyauté garantit un certain degré de prévention et de précaution contre l'abus des investisseurs institutionnels, il n'offre pas une garantie suffisante pour assurer que ces derniers agissent exclusivement dans l'intérêt de leurs bénéficiaires. Sachant que ce n'est que par la mise en place d'outils de gouvernance et de responsabilité que le devoir de loyauté prend forme, l'analyse examine l'efficacité des voies de droit permettant de tenir responsables les personnes ayant une compétence décisionnelle au sein des institutions, notamment les organes suprêmes des institutions de prévoyance. Notre principale conclusion à ce propos est que les bénéficiaires manquent non seulement des informations et de l'expertise nécessaires

<sup>8</sup> Sur la considération des critères ESG comme partie intégrante des devoirs fiduciaires, voir KARAMETAXAS (n. 1), 264.

<sup>9</sup> Ordonnance du Conseil fédéral du 20 novembre 2013 contre les rémunérations abusives dans les sociétés anonymes cotées en bourse (ORAb ; RS 211.331). Cet article sera transposé au niveau légal par le nouvel art. 71a al. 2 de la loi fédérale du 25 juin 1982 sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité (LPP ; RS 831.40).

<sup>10</sup> BAHAR/KARAMETAXAS, in : Tercier Pierre/Amstutz Marv (éds), Commentaire romand – Code des obligations II, ad art. 22 N 19.

<sup>11</sup> KARAMETAXAS (n. 1), 272.

<sup>12</sup> Sur la théorie de la propriété universelle, MONKS Robert/MINOW Nell, *Corporate Governance*, New York 1995, 400 ; LYDENBERG Steven, *Universal Investors and Socially Responsible Investors: a tale of emerging affinities*, *Corporate Governance: An International Review* 15 (3/2007), 470.

pour observer directement les agissements des organes exécutifs de leur institution, mais également d'incitations suffisantes pour le faire. Au terme de l'étude, force est de constater qu'il est pratiquement invraisemblable, tant sur le plan civil que pénal, de voir la responsabilité des organes suprêmes engagée.<sup>13</sup>

Certes, le déséquilibre de forces entre bénéficiaires et organes décisionnels est immuable, mais la thèse des voies d'actions pour accorder une voix aux bénéficiaires, afin de les impliquer davantage dans le processus décisionnel.<sup>14</sup> Un premier pas dans ce sens est d'accroître la transparence. Notons qu'en droit suisse, ni les institutions de prévoyance – ni d'ailleurs les organes décisionnels des autres catégories d'investisseurs institutionnels – ne sont *de lege lata* obligés de consulter leurs assurés pour définir leurs intérêts.<sup>15</sup> Les devoirs de divulgation et de reddition de comptes sont des corollaires nécessaires des devoirs de loyauté et de diligence, sachant qu'à défaut, les bénéficiaires manqueraient de la base informationnelle nécessaire pour savoir si les personnes responsables exercent les droits de vote dans leurs intérêts. S'agissant de l'étendue du cercle des destinataires de l'information divulguée et contrairement à ce que les normes contraignantes applicables aux différents investisseurs institutionnels prévoient, une mise à disposition publique de l'information serait souhaitable. Cela étant, l'augmentation de la transparence est uniquement utile si l'on renforce en même temps la prise de conscience parmi les bénéficiaires. De fait, de nombreux bénéficiaires ignorent comment leurs fonds sont investis et comment les droits rattachés aux actions sont exercés. Si les bénéficiaires avaient une plus grande conscience du concept général de la responsabilité fiduciaire et de l'impact potentiel des décisions de vote, les personnes responsables au sein des institutions subiraient une pression accrue avec comme conséquence un effet levier plus fort de la responsabilité fiduciaire. Pour cette raison, il est recommandé d'assurer que l'information diffusée soit compréhensible pour les bénéficiaires, soit pour des non-experts en matière de gestion d'actifs.

Il est aussi préconisé de favoriser la création des canaux de communication entre organes décisionnels et bénéficiaires par le biais d'une consultation régulière des représentants des bénéficiaires, dans l'objectif de leur donner

des moyens d'expression concernant la définition de leurs intérêts. Une consultation des bénéficiaires semble particulièrement appropriée pour connaître leur attitude vis-à-vis de sujets qui parlent aussi à des non-experts en matière de gestion d'actifs, comme c'est le cas avec la considération des facteurs ESG.<sup>16</sup> Dans tous les cas cependant, une telle consultation ne pourra équivaloir à une obligation pour les organes décisionnels d'en tenir compte, sachant qu'ils ne peuvent pas se décharger de leur responsabilité de prendre des décisions quant à la stratégie d'investissement et à l'exercice des droits de vote. Ainsi, les organes décisionnels devraient par exemple s'abstenir de suivre systématiquement l'opinion de la majorité des bénéficiaires consultés et se limiter à considérer les points de vue des bénéficiaires pour légitimer leurs décisions de vote.

Vu le vieillissement démographique et l'épuisement des ressources non renouvelables, la portée intergénérationnelle du devoir de loyauté et la perspective à long terme dans la prise de décisions de vote auront une signification encore plus importante dans les années à venir. La question de la compatibilité d'une approche incluant la considération ESG avec la responsabilité fiduciaire ne saurait désormais être remise en question. À l'avenir, le débat doit porter sur les obstacles auxquels les investisseurs institutionnels se heurtent dans la sélection et l'intégration des stratégies ESG, ainsi que dans la recherche et l'amélioration des outils de mesure pertinents pour évaluer la performance ESG des sociétés.

<sup>13</sup> La section sur la mise en œuvre de la responsabilité des institutions de prévoyance analyse en détail la responsabilité des organes de l'art. 52 LPP et la responsabilité pénale de l'art. 25 ORAb, voir KARAMETAXAS (n. 1), 229 ss.

<sup>14</sup> KARAMETAXAS (n. 1), 277 ss.

<sup>15</sup> PHILIPPIN Edgar, La mise en œuvre de l'initiative « contre les rémunérations abusives », *Semaine Judiciaire Suisse* 2 (2014), 261–337.

<sup>16</sup> BERRY Christine/SCANLAN Charles, The voice of the beneficiary, in: Hawley James P./Hoepner Andreas G.F./Johnson Keith/Sandberg Joakim/Waitzer Edward J. (édit.), *Cambridge Handbook of Institutional Investment and Fiduciary Duty*, Cambridge 2014, 338.