

# Proxinvest ou la recherche d'un actionnariat vigilant

par

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

## En bref

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

Compte rendu rédigé par Sophie Jacolin

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

Séminaire organisé grâce aux parrains de l'École de Paris (liste au 1<sup>er</sup> juillet 2018) :

Algoé<sup>1</sup> • Caisse des dépôts et consignations • Carewan<sup>1</sup> • Conseil régional d'Île-de-France • Danone • EDF • Else & Bang • ENGIE • FABERNOVEL • Fondation Roger Godino • Groupe BPCE • Groupe OCP • HRA Pharma<sup>2</sup> • IdVectoR<sup>2</sup> • IPAG Business School • La Fabrique de l'industrie • Mairie de Paris • MINES ParisTech • Ministère de l'Économie et des Finances – DGE • Renault-Nissan Consulting • RATP • SNCF • UIMM • Ylios<sup>1</sup>

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

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

### Une logique saine, des pratiques déviantes

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

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

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

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

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

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

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

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

## Points de vigilance

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

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

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

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

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

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

valorisait plus de 1 milliard de francs à la fusion – soit 10 % de sa propre valeur. C’était pertinent d’un point de vue stratégique, aberrant d’un point de vue financier. Néanmoins, concernant la gouvernance, les conditions étaient extrêmement satisfaisantes puisque l’ensemble du personnel était repris et que le dirigeant de Dassault Systèmes, Charles Edelstenne, qui détenait 9 % du capital, offrait 10 % de son propre bien pour réaliser cette fusion. Ceci instaure une logique vertueuse, dans laquelle le dirigeant engageait sa responsabilité. Nous avons bien évidemment soutenu l’opération, qui fut payée en moins de trois ans.

## Quelques faits de guerre

Il nous arrive de porter des accusations graves, mais elles sont justifiées. Nous avons reçu des menaces de procès certes – qui ne se sont jamais concrétisées –, mais jamais de menace de mort. Le terreau français est malgré tout assez honnête.

Proxinvest a fait la première page du *Wall Street Journal* en 2006 en dénonçant la fusion Alcatel-Lucent. Ce fut le seul analyste du monde à affirmer combien cette transaction était insensée et mortifère pour les actionnaires d’Alcatel. Nous avons face à nous BNP Paribas et Goldman Sachs en tant que conseils d’Alcatel (pour des rémunérations d’expert de 10 et 25 millions de dollars respectivement), flanqués de J.P.Morgan et Morgan Stanley pour Lucent (rémunérés 25 millions de dollars chacun). Il ne fallait pourtant pas être un expert de haut vol pour constater que la parité choisie dans cette fusion était violemment négative pour Alcatel. Les analyses publiées par ces banques conseil stipulaient même qu’il ne serait pas tenu compte des retraites américaines, un hors-bilan colossal était nié ! Sans parler des rémunérations indécentes des dirigeants concernés... Une règle de gouvernance avait même institué que la nouvelle directrice générale, Patricia Russo, et le président, Serge Tchuruk, ne pouvaient être démis de leurs fonctions que par une majorité des trois quarts du conseil d’administration. Nous avons vu la suite...

À l’époque, nous ne trouvions d’intervention possible sur les rémunérations que par les plans d’options et les conventions réglementées mis au vote, puisque tout avantage direct ou indirect ne répondant pas aux conditions courantes et normales doit être soumis à l’approbation des actionnaires non concernés. Notons que certains rares patrons appliquaient scrupuleusement la loi et soumettaient déjà leurs “retraites chapeau” et autres “parachutes dorés” dans lesdites conventions... Dans le même temps, des corps constitués comme l’Association française des entreprises privées (Afepe) ou l’Association nationale des sociétés par actions (ANSA) se chargeaient de requalifier en rémunérations non soumises aux actionnaires les sommes proposées dans ces mêmes conventions. Le patronat est organisé en un front structuré et puissant destiné à organiser le confort du patron et sa défense, mais au mépris des actionnaires, alors que c’est sur le respect de ces derniers que devrait se fonder la sécurité des dirigeants.

De telles pratiques perdurent. Certes, l’Autorité des marchés financiers (AMF) nous écoute poliment, elle organise des commissions et des consultations pour modifier la réglementation, imposer des efforts de transparence... Mais elle y donne la primauté aux émetteurs. La sensibilité de l’actionnaire et de l’épargnant n’est pas suffisamment représentée au collège de cette autorité.

La direction de BNP Paribas m’avait indiqué avoir sous-investi dans Vivendi pendant trois ans grâce à Proxinvest. De fait, nous voyions clair dans la construction des conventions réglementées de Vivendi du temps de Jean-Marie Messier, dirigeant de haut vol mais tenté par quelques turpitudes. Il est désolant que les administrateurs ne sachent pas contenir les débordements de personnages aussi brillants, aussi précieux pour nos groupes. Il en est de même des administrateurs de Renault qui ont accepté, par complaisance pour leur président Carlos Ghosn, de longtemps dissimuler la rémunération qu’il touchait au Japon, puis, beaucoup plus grave, de renoncer à leur droit de vote sur les 44 % détenus par Renault chez Nissan ! J’ai la plus grande estime pour Carlos Ghosn, un polyglotte d’une grande intelligence, mais, comme je le lui ai affirmé en personne, il n’est pas exemplaire en matière de gouvernance ou de rémunération. Pourquoi le système ne réagit-il pas comme il le devrait ?

## Les minoritaires sont le sel de la terre

La participation aux assemblées générales est assez élevée en France. Le taux d'opposition moyen, de l'ordre de 6 à 7 % des votes, ne cesse de croître et est très supérieur à celui que l'on observe à l'étranger puisque le front patronal tient à présenter des résolutions que les actionnaires considèrent comme potentiellement préjudiciables. Nous constatons également une progression des résolutions externes, bien qu'elles soient encore marginales (à peine 50 sur 6 000 résolutions analysées). Il est intéressant de noter que les résolutions rejetées seraient deux fois plus nombreuses sans le droit de vote double accordé aux actionnaires de contrôle, une formule inéquitable et malsaine. Ce dispositif a été promu, avec de bonnes intentions, notamment par Jean-Louis Beffa et Louis Gallois dont je reconnais l'exemplarité en matière de rémunération. Cependant, en étant protectionniste il produit des effets pervers qu'ils ignorent.

Nous restons minoritaires sauf en situation de crise, où nous devenons très influents. Somme toute, notre fonction est surtout de mettre en lumière des dysfonctionnements. Proxinvest recommande une position négative sur 45 % des résolutions proposées. C'est une proportion considérable et je le regrette. Sur des dossiers assez lourds, comme la rémunération de Carlos Ghosn, nous finissons néanmoins, à force de mobilisation, par obtenir gain de cause.

La voix des actionnaires responsables reste trop faible. C'est pourquoi les grands investisseurs de la place réfléchissent à la création d'un fonds d'une centaine de millions d'euros destiné à améliorer la gouvernance des entreprises et à prendre des initiatives claires sur des situations critiques dans certaines sociétés. Il est prévu que les actionnaires de ce fonds rachètent, à l'occasion de ma retraite, les parts que je possède dans Proxinvest, et j'espère que cela contribuera à une mobilisation toujours plus soutenue des investisseurs.

## Les désastres de la banque universelle

Venons-en à une cause d'inefficacité de nos marchés financiers, la banque universelle. Il existait autrefois une séparation radicale entre les activités de banque de crédit et de dépôt d'une part, et celles des banques d'affaires et des charges de courtage d'autre part. La frontière était alors absolue entre le monde des actifs réels et celui des banquiers qui avaient le monopole des dépôts et de la garantie de l'État, et n'avaient à leur actif que des créances. Cette scission avait été gravée dans le marbre aux États-Unis par le Glass-Steagall Act de 1933. Elle a ensuite été "détricotée" par des banquiers, dont la Bankers Trust, qui jouissait alors d'une forte position internationale et avait une importante activité dans le marché des changes, puis dans celui des taux.

En France, à compter de 1988, toutes les charges d'agent de change ont été rachetées par des banques en près d'un an et demi. Le métier des banquiers s'est aussi enrichi d'une multitude d'activités, assurance, gestion pour compte de tiers, immobilier, télécommunications, toutes exercées sous la marque de la banque, donc sous la protection et la garantie de l'État. Le premier acteur de l'immobilier en Europe est BNP Paribas – avec la garantie de l'État ! Cette situation multiplie les conflits d'intérêt et la confusion au sein de ces banques universelles, où le plus grand désordre prévaut. Jean-Yves Haberer affirmait, avec raison, qu'il disputait chaque jour cinquante parties d'échecs en simultané. Il a fini par s'y perdre et nous y avons chacun perdu quelques milliers de francs. En définitive, les marchés sont déséquilibrés et le système de financement est freiné par cette confusion interne.

Ajoutons que dans un système de banque universelle, les banques détiennent un très important ticket dans la gestion pour compte de tiers. Elles sont par conséquent des actionnaires très passifs, extrêmement favorables aux grands patrons. Le système de contrôle et de responsabilité que devraient constituer les assemblées générales s'en trouve, là encore, considérablement atténué.

Les banques se targuent, il est vrai, d'instaurer des procédures dites de "muraille de Chine" et de nommer des déontologues – ils seraient 4 500 chez BNP Paribas – censés protéger les intérêts des clients face à de potentiels conflits d'intérêts. Ces mesures sont administrativement coûteuses et factices, puisque tous les dossiers remontent au directeur général, qui s'arroge le droit de trancher. À ceci s'ajoute le doublement des ratios de fonds propres, destiné à limiter le risque systémique, mais qui assèche le financement des entreprises.

Après la crise, les banques ont gardé leur liberté d'opérer, notamment en ce qui concerne le risque interbancaire, qui est peu pénalisé en fonds propres, mais ceci au risque de se fourvoyer prodigieusement. Les conclusions d'Irving Picard, l'administrateur judiciaire de New York chargé de liquider la société de Bernard Madoff, nous indiquent que cette chaîne de Ponzi a été financée par... BNP Paribas. En interne, certains collaborateurs avaient pourtant flairé le danger et contesté ces opérations. Bernard Madoff expliquait son succès par sa stratégie d'options, grâce à laquelle il réussissait à battre le marché. Or, pour une telle stratégie sur un fonds pesant une quinzaine de milliards de dollars, Bernard Madoff eût dû être présent dans le marché des options à un niveau très élevé, alors qu'il en était absent. Certaines filiales de BNP Paribas aux États-Unis, les plus à même de constater la supercherie, ont été aveuglées...

À mes yeux, seul le rayonnement moral du patron de BNP Paribas, Michel Pébereau, explique que ce modèle de banque universelle n'ait pas été mis en cause et continue de prospérer.

## Débat



### Une belle assemblée générale se mérite

**Un intervenant :** *Peut-on concevoir une assemblée générale pacifiée ? N'est-ce pas par nature un lieu de conflit ?*

**Pierre-Henri Leroy :** J'ai le souvenir d'une assemblée générale d'Hermès orchestrée par Jean-Louis Dumas. Cet homme avait un talent magique pour transmettre le plaisir qu'il éprouvait à diriger une entreprise, à proposer de beaux produits, à rencontrer des clients et des fabricants... L'exercice était tout à la fois professionnel et très harmonieux. Lors de cette séance, le représentant d'une affaire d'horlogerie du Jura, L'Épée, a pris la parole pour dire qu'il s'appêtait à mettre la clé sous la porte et à envoyer trente personnes au chômage. Y avait-il une chance qu'Hermès s'y intéresse ? Jean-Louis Dumas lui a fait une réponse admirable d'humanité, commençant par un magnifique compliment pour le produit de cet artisan, l'assurant qu'il avait étudié le dossier mais qu'il ne pouvait être retenu. Le lendemain, chez LVMH, à la même question, le même homme s'est fait vertement rabrouer. Les grands patrons ont l'assemblée générale et les actionnaires qu'ils méritent.

**Int. :** *Vous dénoncez la pratique du droit de vote double. Pourtant, n'est-ce pas un moyen intéressant de tranquilliser des patrons de PME réticents à ouvrir leur capital de peur de perdre le contrôle ?*

**P.-H. L. :** C'est un mauvais message à leur donner. Le droit de vote double peut être jugé anodin, mais il paralyse tout de même le cours normal des opérations. Une entreprise qui le pratique, affichant de ce fait son incapacité à assumer ses responsabilités, n'attirera pas les meilleurs actionnaires. Il me paraît malsain de se protéger avec des systèmes artificiels qui se nourrissent d'illusions. Il faut au contraire se confronter au marché et en actionner les règles de façon loyale pour qu'il vous le rende bien.

**Int. :** *Air Liquide est un bon exemple d'actionnariat individuel efficace. Ce modèle ne pourrait-il pas se propager ?*

**P.-H. L. :** Ni l'Institut français des administrateurs (IFA) ni l'Afep ne semblent sincèrement croire à l'actionnariat individuel. La valeur du respect du petit client, du petit salarié ou du petit actionnaire semble leur échapper. L'actionnariat individuel a pourtant d'immenses vertus.

Malheureusement, notre pays n'a pas su instaurer des mesures simples susceptibles d'attirer les actionnaires individuels. Les actions sont trop chères, notamment parce que les frais de tenue des comptes-titres sont encore calculés sur le nombre de titres traités, ce qui n'a aucun sens à l'ère de l'informatique. Par exemple, l'action d'Air Liquide vaut une centaine d'euros, or, du point de vue psychologique, il serait nettement plus incitatif que tous les titres aient une valeur d'une dizaine d'euros ! Pourquoi personne ne l'admet-il ? La France valorise à ce point la souveraineté de l'intellect qu'elle écarte avec mépris ce type d'arguments émotionnels très simple : à entreprise et ratios de rentabilité identiques une action à 4 euros me semblera toujours moins chère et plus attractive qu'une action à 400 euros.

## Une mobilisation encore faible

**Int. :** *Exercez-vous un lobbying auprès des pouvoirs publics ?*

**P.-H. L. :** Nous pratiquons un lobbying intensif auprès du ministère des Finances et de l'AMF pour prôner la responsabilité des actionnaires, ce que devrait faire encore mieux l'Association française de la gestion financière (AFG). Nous soumettons un grand nombre de questions à l'AMF sur des dossiers spécifiques, sur des soupçons de délit d'initié ou d'information mensongère par exemple, apparemment en vain, mais rien ne reste vraiment sans suite...

**Int. :** *Le système semble s'être immunisé contre vos interventions. Il peut, grâce à vous, montrer que la critique est permise et que le système est donc sain. N'êtes-vous pas perçu par les conseils d'administration comme un "poil à gratter" finalement peu dangereux, voire très utile au système ?*

**P.-H. L. :** Oui, c'est assez juste. Certains, qui partagent nos positions, me reprochent un discours trop agressif, qui n'est pas propice, selon eux, à obtenir gain de cause. Il est difficile de trouver le ton juste. L'AMF s'indigne dès que je souligne une inaction de sa part dans la presse, mais force est pourtant de constater qu'elle semble s'autocensurer en permanence.

Nous en avons fait le constat dans le dossier SoLocal. Pour résumer brièvement cette affaire, les créanciers en étaient venus à peser sur les dirigeants de SoLocal plus lourdement que les actionnaires, et avaient obtenu de formidables concessions au détriment de ces derniers. En assemblée générale, pour obtenir le retrait des résolutions externes, le président a soutenu qu'une émission obligataire de 350 millions de dollars de SoLocal sur le marché du Luxembourg comportait une clause selon laquelle, en cas de changement majoritaire au conseil d'administration par l'assemblée, cette dette obligataire serait immédiatement remboursable. Ce n'était que manipulation et le rapport annuel ne mentionnait aucunement cette clause qui, au demeurant, n'entraînait pas une telle conséquence. Tel est l'argument mensonger qu'un président faisant l'objet d'une demande de révocation peut impunément invoquer sans aucune sanction. Quoi qu'il en soit, la situation révélait un mécanisme de prise de contrôle par les créanciers, qui avaient presque avantage à ce que l'entreprise se porte mal, pour pouvoir l'accaparer à moindre coût. Ce sujet aurait dû intéresser l'AMF pour en tirer quelques enseignements, mais elle n'a pas daigné s'en saisir.

**Int. :** *Quel est votre point de vue sur les actionnaires activistes d'une part, et sur les groupements d'actionnaires minoritaires d'autre part, dont Colette Neuville est l'égérie ?*

**P.-H. L. :** Il est parfois utile qu'un activiste secoue la fourmilière. Cela peut occasionner des solutions intéressantes. PayPal, qui appartenait à eBay, a fait l'objet d'une scission sous la pression justifiée de l'activiste Carl Icahn. En effet, PayPal était devenu beaucoup plus important qu'eBay. Les actionnaires des deux sociétés se réjouissent aujourd'hui de cette opération.

Certains reprochent aux activistes leur vision à court terme. Pourtant, leur argument critique de départ est souvent juste. Comme les dirigeants disposent de forts moyens de défense aux frais de l'entreprise, ces minoritaires restent toutefois relativement peu suivis.

J'ai beaucoup d'attachement et d'admiration pour Colette Neuville, qui a eu un impact très positif sur notre marché, mais elle reste souvent trop isolée. Pourtant, il n'est pas si difficile de mobiliser des actionnaires et

dans le dossier SoLocal, les minoritaires ont rallié assez facilement un millier d'investisseurs grâce à un message d'indignation sur les forums.

**Int. :** *À vous entendre, certaines parties prenantes interviennent trop peu, comme les fonds d'épargne salariale. S'il fallait faire monter en puissance certains acteurs ou en créer de nouveaux dans le paysage capitaliste d'Europe continentale, quels seraient-ils ?*

**P.-H. L. :** Sachez que dans les conseils de surveillance des fonds d'actionariat salarié, qui le plus souvent jouissent d'un droit de vote double, la moitié des sièges est tenue par la direction. C'est un système d'autocontrôle aggravé.

Il serait souhaitable qu'émerge une association de petits porteurs. La nouvelle économie suscitera peut-être une évolution en ce sens. Le développement du *crowdfunding* en ligne me paraît intelligent. Et je ne serais pas surpris que demain, un fonds d'engagement comme Phitrust apparaisse comme un modèle économique viable pour les petits actionnaires et épargnants.

Au-delà de cette perspective, la vraie grande réforme nécessaire serait la dissociation bancaire. Aujourd'hui, les banques de crédit et de dépôt ainsi que les banques d'affaires sont accolées par un aimant artificiel, la garantie de l'État. En découle une économie médiocre, où le secteur des services est scandaleusement phagocyté par le système bancaire. Peut-être la prochaine crise incitera-t-elle à opérer cette réforme.

**Int. :** *Qu'en est-il à l'étranger, en Angleterre notamment ?*

**P.-H. L. :** Les investisseurs français, bien formés, sont assez sévères et pointus. À ce détail près, la situation française est comparable à celle du reste du monde. La banque universelle a causé des méfaits partout. Notez qu'en l'Allemagne, il existe une association de petits porteurs très mobilisée, qui compte 38 000 membres. Il est dommage que la France n'ait rien de tel.

J'ai vu le Royaume-Uni semer la zizanie dans une association internationale de défense des actionnaires. Il se trouve que, sur l'initiative d'un syndicat américain représentant les intérêts des investisseurs, j'ai participé à la création de l'International Corporate Governance Network (ICGN). Ce réseau comptait des membres italiens, canadiens, australiens, anglais, et des fonds de pension américains. Les trois premières années, il a été présidé par William Crist, président de CalPERS (*California Public Employees' Retirement System*), fonds de pension des fonctionnaires de Californie. CalPERS avait l'habitude d'analyser les 10% de ses titres les moins performants, de rechercher les dysfonctionnements et, quand il constatait un problème de gouvernance, d'intervenir en direct auprès de l'entreprise. Cela avait régulièrement un effet bénéfique. Plus tard, le réseau a eu à sa tête le président de Hermes Pensions Management, Alastair Ross Goobey, qui était aussi administrateur de Morgan Stanley. Il a institué un mélange des genres. En matière de rémunération des dirigeants par exemple, il n'était plus question d'évoquer les montants, mais seulement les tendances. Les Anglais ont transformé cette association, qui était saine et savait faire pression sur les émetteurs, en une sorte de foire de la *corporate governance* où les émetteurs étaient invités à payer leur écot. Désormais, au-delà du forum de conférences, l'ICGN n'est plus une autorité morale.

## Une irresponsabilité institutionnalisée

**Int. :** *Comment expliquer la dégradation des droits des actionnaires que vous observez ? Est-elle due à une défaillance du régulateur et du législateur, ou à des pratiques déviantes ?*

**P.-H. L. :** Les deux sont en cause. L'ANSA et l'Afep exercent un lobbying au profit du patronat contre les actionnaires minoritaires et petits porteurs. Ces institutions ne se préoccupent en rien des droits des actionnaires et ne dénonceraient jamais les abus de leurs membres. Par exemple, des dirigeants décident couramment de supprimer une résolution de l'assemblée générale, mesure pourtant illégale. Personne n'y trouve à redire. L'on voit aussi certains actionnaires de contrôle voter leurs propres conventions réglementées, bien que la loi l'interdise. De nombreux comportements illégaux sont tolérés.

Par ailleurs, les députés sont toujours flattés de rencontrer les PDG, et se montrent sensibles à leur discours. En revanche, l'actionariat n'est pas populaire dans notre pays.



**Int. :** *La base cotée a tendance à diminuer, en particulier aux États-Unis. De fait, le financement des entreprises ne s'effectue plus essentiellement par les marchés, mais par le private equity. Comment interprétez-vous ce phénomène?*

**P.-H. L. :** Je partage ce constat d'une extinction des marchés. C'est pourquoi je suis très engagé sur la question de la réforme du système financier, et radicalement opposé au principe de banque universelle. Cette dernière tue le vrai crédit, celui qui valorise l'initiative et la qualité entrepreneuriale. On peut se demander si BNP Paribas, qui se veut exemplaire sur nombre de sujets, a raison de financer Patrick Drahi, qui s'est installé à Zurich pour échapper à l'impôt! La banque universelle tue aussi les marchés, où les délits foisonnent en toute impunité. Le système est fondé sur l'irresponsabilité personnelle. C'est dramatique. Malheureusement, dans le modèle financier actuel, l'État a donné sa garantie à des acteurs autorisés à tout faire. Nous sommes rares à constituer un front.

**Int. :** *Pourquoi les juges financiers ne sont-ils pas plus offensifs?*

**P.-H. L. :** Le corps des magistrats est assez peu au fait des questions financières. Et, pour des raisons qui m'échappent un peu, les investisseurs professionnels, gérants ou institutionnels, ne vont jamais au contentieux; cela vient sans doute du fait que la banque cherche par ailleurs à séduire le dirigeant. En tant que vice-président et membre du comité financier d'un très grand fonds d'assurance-vie français, j'ai souvenir d'une séance durant laquelle il a été expliqué que nous avions perdu près de 20 millions d'euros dans le dossier Parmalat, que la responsabilité en incombait aux commissaires aux comptes de Parmalat, lesquels furent effectivement condamnés. Pourtant, ce fut impossible de convaincre mes interlocuteurs de rejoindre la plainte et de demander une indemnité pour les assurés du fonds. La situation est différente aux États-Unis, où d'importantes sanctions économiques ont été prononcées, ainsi que des sanctions personnelles à l'encontre des dirigeants fautifs, et des indemnités accordées aux actionnaires... Nous en sommes loin.

■ Présentation de l'orateur ■

**Pierre-Henri Leroy** : fondateur, en 1995, de la société d'analyse financière Proxinvest. Il a étudié le Droit, est diplômé de l'IEP (Institut d'études politiques) et possède un MBA de Columbia. Il fut responsable financier chez Hoechst-Roussel-Uclaf et CdF Chimie, puis, en 1985, vice-président chez Bankers Trust Company comme Vice-président. En 1990, il a été nommé directeur des passifs groupe au Crédit Lyonnais. Il fut co-fondateur de l'ICGN (*International Corporate Governance Network*) et administrateur de l'ECGS (*European Corporate Governance Services Ltd*).

---

Diffusion juillet 2018

---