

SOMMAIRE

ACTIONNARIAT ET POUVOIR DANS LES MULTINATIONALES **ROMAIN GELIN, GRESEA**

LES THÉORIES LIBÉRALES AU SECOURS DE L'ACTIONNAIRE 2

ACTIONNARIAT :
DE L'ENTREPRISE FAMILIALE À LA MULTINATIONALE 8

PAR QUELS MOYENS LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS
INFLUENT-ILS LA GESTION DES ENTREPRISES ? 15

QUI SONT LES ACTIONNAIRES DU BEL-20 ? 20

LES FONDS SOUVERAINS ACTIONNAIRES :
LE CAS DE NORGE BANK ET CHEVRON 27

Actionnariat & Pouvoir

DANS LES MULTINATIONALES



Actionnariat et pouvoir dans les multinationales

La plupart des sociétés multinationales, à quelques exceptions près (la firme suédoise IKEA, le négociant de matières premières Cargill ou l'industriel Allemand Bosch par exemple), sont cotées en bourse. Il est donc théoriquement possible d'acheter des titres de ces sociétés et d'en devenir actionnaire.

Mais le plus souvent, la majorité de l'actionnariat n'est pas composé de monsieur et madame tout-le-monde, mais bien d'investisseurs institutionnels, de banques, d'assurances et autres fonds d'investissements, mais également de pouvoirs publics ou des familles fondatrices des entreprises.

En Europe, la part du marché des actions détenue par des actionnaires individuels (actionnariat salarié inclus) se situe en moyenne entre 10 et 15%, un chiffre en baisse constante depuis le début du millénaire.

En dehors des sites spécialisés, les actionnaires ne sont généralement mentionnés que lors de restructurations spectaculaires ou de fusion-acquisitions d'importance. L'information économique disponible pour le public, comme c'est souvent le cas, n'est que tout à fait parcellaire en ce qui concerne l'identité des actionnaires ou les parts qu'ils détiennent dans les grandes sociétés. Société anonyme oblige, seul le dépassement de seuils réglementaires (souvent 5%) les contraint à mentionner publiquement leurs participations.

A l'inverse, l'obligation de rapportage des entreprises concerne principalement l'information utile aux actionnaires. Les rapports annuels des sociétés cotées doivent inclure les performances, les positions financières et tout ce qui serait susceptible de modifier le cours de bourse. L'information obligatoire à destination des travailleurs est quant à elle nettement moins fournie.

Mais qui sont ces actionnaires ? Comment les théories économiques les considèrent-ils ? Quel rôle jouent-ils dans la gestion des entreprises ? Par quels moyens influencent-ils les stratégies des firmes ? Certains actionnaires, liés aux pouvoirs publics, ont-ils des pratiques plus éthiques ? C'est à cette série d'interrogation que nous tenterons de répondre dans ce numéro.

Après un retour sur quelques idées reçues (« l'actionnaire propriétaire », « l'actionnaire investisseur »,) et avoir replacé celles-ci dans les théories qui les ont vues naître, nous reviendrons sur l'évolution du rôle des actionnaires depuis un siècle et demi au travers de l'histoire des entreprises.

Nous listerons ensuite les moyens par lesquels les actionnaires arrivent à faire pencher les décisions stratégiques en leur faveur puis tenterons de proposer une démographie de l'actionnariat des entreprises du BEL-20, l'indice phare de la bourse belge.

Enfin, au travers d'une étude de cas, nous nous interrogerons sur les pratiques actionnariales et les choix d'investissements du plus important fonds de pension étatique et essaierons de déterminer dans quelle mesure celui-ci met en œuvre une réelle politique éthique, environnementale et sociale au travers de ses placements financiers ou si cela relève seulement du discours et de la communication.

Romain Gelin

Les théories « libérales » au secours de l'actionnaire

La pensée économique prête un certain nombre d'attributs et de fonctions à la figure de l'actionnaire, présentant son rôle comme normal, naturel et même utile. Ces représentations trouvent leur origine dans différentes théories: théorie de l'agence, théorie des marchés financiers, théorie des droits de propriété. Cet article tentera de revenir sur ces représentations de la firme pour discuter de leurs limites.

L'entreprise est au centre de nos économies. Sans cesse mobilisée dans le discours politique, il faudrait la soutenir sans équivoque car elle serait source de croissance et créatrice d'emploi. La théorie économique standard la considère comme un acteur à part entière, mais son fonctionnement - l'intérieur de la « boîte noire » - est plus rarement exploré.

Le rôle des dirigeants, PDG ou autres CEO est tantôt vanté par la presse économique – dans des classements des patrons les plus performants, ou les mieux rémunérés - tantôt critiqué pour ses actions - scandale des logiciels truqués de VW ou cas de corruption en Corée du sud impliquant le dirigeant de Samsung. Celui des travailleurs est le plus souvent médiatisé lors de restructurations ou de conflits sociaux. Reste un troisième acteur de l'entreprise, régulièrement évoqué mais le plus souvent désincarné: l'actionnaire.

Différents pans des sciences sociales – droit, économie, gestion - se sont intéressés au rôle des actionnaires. Comment les théories économiques le considèrent, l'intègrent ? De manière fondée ? Le droit épouse-t-il cette vision ? Telles sont les questions auxquelles nous tenterons d'apporter des éclaircissements dans cet article.

L'actionnaire apporteur de fonds

La théorie financière¹ reconnaît l'**actionnaire comme un apporteur de fonds** pour

1. Voir pour plus de détails : Charreaux G., « Théorie financière et stratégie financière », *Revue française de gestion*, 1/2006

l'entreprise². Cette théorie présente l'actionnaire comme un investisseur. Un qualificatif qui désigne aussi les actionnaires dans la presse économique, laissant parfois penser que ceux-ci sont les principaux bailleurs de fonds des entreprises. Une affirmation qui mériterait, à tout le moins, d'être nuancée.

Le rôle de pourvoyeur de fonds pour les entreprises n'est évidemment pas le monopole de l'actionnaire. L'entreprise dispose de divers moyens de financement, comme illustré sur la figure 1.

Le financement est dit interne, lorsque l'entreprise se finance au moyen de ses fonds propres. Les fonds propres sont initialement constitués des apports des associés de départ. Ils augmentent grâce aux réserves, constituées des bénéfices réalisés au fil du temps à partir du travail des salariés. On parle de financement externe, lorsqu'il est fait appel à des créanciers extérieurs. Le financement est dit intermédié quand l'entreprise se finance par l'intermédiaire d'une banque et de financement désintermédié ou direct lorsque l'entreprise se finance sur les marchés, par l'émission d'actions ou d'obligations.

Ce sont surtout les grandes entreprises qui utilisent le financement de marché, bien que celui-ci soit de plus en plus utilisé par des petites

(no 160), p. 109-137.

2. Michel Albouy, « L'actionnaire comme apporteur de ressources financières », *Revue française de gestion* 2002/5 (n°141), p. 17-35.

entreprises ou des start-up dans certains secteurs comme les nouvelles technologies.

Une autre source de financement pour les

le mode de financement privilégié des entreprises. L'Allemagne ou les pays du sud de l'Europe comme l'Italie, le Portugal ou la Grèce ont une forte prédominance des banques dans l'endette-

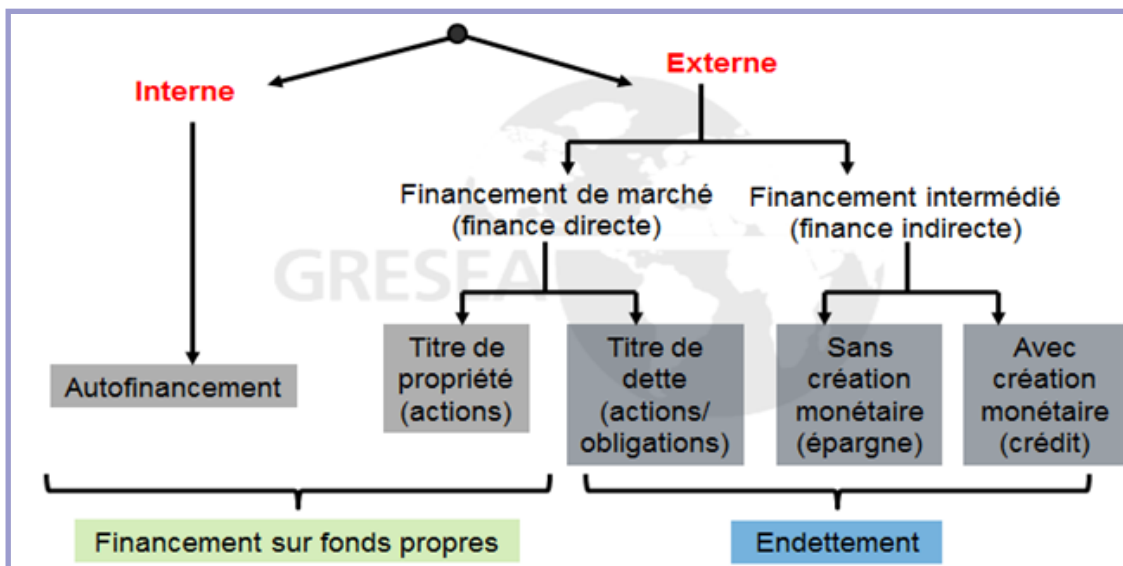


Figure 1. Le financement des entreprises

entreprises, moins souvent mise en avant mais chiffrable en milliards d'euros au niveau européen, provient des pouvoirs publics. Au travers de dispositifs fiscaux (réduction de cotisations sociales, intérêts notionnels, crédit impôt recherche...), de subventions directes (Arcelor Mittal, Caterpillar ont par exemple reçu des subventions publiques en Belgique), et de prêts émis par des institutions publiques (Banque européenne d'investissement, banques publiques d'investissement...); les pouvoirs publics, à différents niveaux, participent eux aussi au financement des entreprises privées.

La tendance depuis les années 1970 est à l'augmentation croissante de la part du financement par les marchés et donc à la montée en puissance des actionnaires. Cet état de fait est d'autant plus vrai pour les États-Unis et le Royaume-Uni où les entreprises se financent majoritairement par cette voie.

En Europe continentale, la tendance a été moins marquée, les crédits bancaires représentant toujours la plus grande part du financement des entreprises (voir graphiques figures 2 et 3). D'importantes disparités pourraient cependant être relevées entre les pays européens concernant

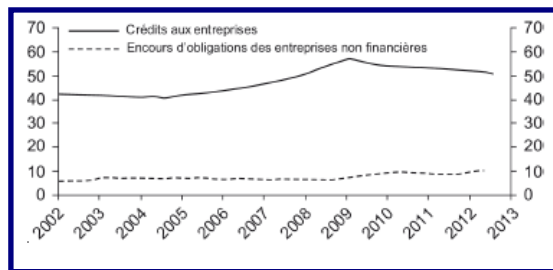
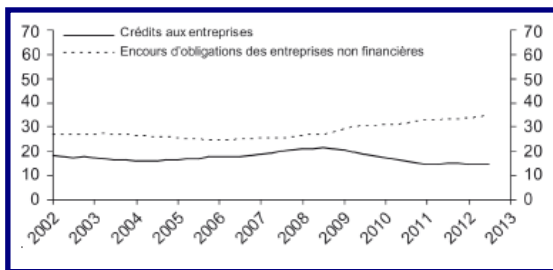
le financement des entreprises, ceci est moins marqué pour la France ou les Pays-Bas par exemple¹.

Le financement de marché progresse depuis les années 2000 en Europe (voir figure 4 pour le cas des sociétés non financières), poursuivant la tendance observée outre-manche et outre-atlantique. Plusieurs explications peuvent permettre de comprendre ce phénomène² sur le moyen terme.

Plus récemment, les banques ont été soumises à des règles prudentielles concernant les fonds propres dont elles doivent réglementairement disposer ou sur la solvabilité à court terme des établissements (accords de Bâle). Cela a notamment eu pour conséquence une baisse relative des crédits accordés par les banques aux entreprises. Ces dernières se tournent dès lors plus largement vers le financement direct.

1. Laurent Nahmias, « Le financement des entreprises en zone euro : évolutions récentes et perspectives », Note de Conjoncture, mai 2015, BNP Paribas

2. Pour plus d'éléments sur la « financiarisation » de l'économie, voir dans ce numéro pages 10 et 11



Figures 2 et 3 - Crédits aux entreprises et obligations des entreprises non financières (en % du PIB). A gauche les États-Unis, à droite, l'UE. (Source : Artus, « Financement des entreprises par les marchés aux États-Unis, financement des entreprises par les banques dans la zone euro : que nous a appris la crise ? » in Revue d'économie financière n°111, Septembre 2013) <https://www.aef.asso.fr/publications/revue-d-economie-financiere/111-les-systemes-bancaires-europeens/176-financement-des-entreprises-par-les-marches-aux-etats-unis-financement-des-entreprises-par-les-banques-dans-la-zone-euro-que-nous-a-appris-la-crise>

Une autre explication du recours croissant aux marchés financiers est la possibilité pour une entreprise de lever des fonds plus rapidement, dans des proportions plus importantes et avec des conditions moins contraignantes par ce biais que par le canal bancaire.

Dans le contexte actuel de faibles taux d'intérêts, les épargnants (individuels, mais également des entreprises ou des banques) recourent de plus en plus à des fonds d'investissement pour faire fructifier leurs capitaux. Les fonds de pensions (liés aux systèmes de retraite par capitalisation), les fonds d'investissement et les autres investisseurs institutionnels gèrent de plus en plus d'actifs. De 21.000 milliards de dollars en 1995, les actifs mondialement gérés par des investisseurs institutionnels ont cru à 36.000 milliards en 2000, 53.000 milliards en 2005 et dépassent en 2015 les 100.000 milliards de dollars pour les seuls pays de l'OCDE¹: une multiplication par 5 en 20 ans. Une partie de cette gigantesque manne d'argent est ensuite investie dans des actions d'entreprises.

Un autre indicateur illustrant le développement de la finance de marché est la capitalisation boursière. Elle se calcule en multipliant le nombre d'actions par leur prix. Par exemple: une entreprise lambda qui aurait émis un million d'actions d'une valeur de 10 euros aura une capitalisation boursière de 10 millions d'euros. Au total, la capitalisation boursière au sein de l'UE a plus que triplé en proportion du PIB au cours des trois dernières décennies, elle représentait 1.300 milliards en 1992 (22 % du PIB) contre 8.400 milliards d'euros

1. Données : FMI, OCDE, Banque Mondiale

(environ 65 % du PIB) fin 2013², signe là encore du recours grandissant aux marchés financiers.

L'actionnaire est donc un apporteur de fonds parmi d'autres pour l'entreprise. Ce rôle semble relativement plus important aux États-Unis et au Royaume-Uni.

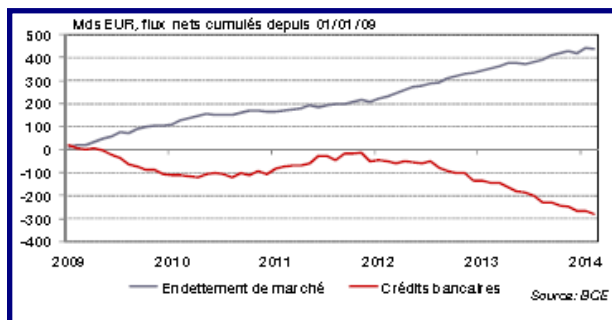


Figure 4 - Zone Euro : Endettement des sociétés non-financières

Données: Banque centrale européenne, Source : Société générale, Département des Études économiques et sectorielles, Éconote n° 24, mai 2014, « Zone euro : financement des entreprises par le marché, un développement inégal au sein de la zone euro ».

L'actionnaire preneur de risque

La théorie financière prête une autre caractéristique aux actionnaires: celle d'assumer, contrairement aux créanciers classiques, une **part de risque** plus importante en cas de faillite, et lorsque l'entreprise réalise des pertes.

En cas de faillite, les actionnaires sont les derniers créanciers à récupérer leur mise. Ils sont qualifiés de créanciers résiduels du fait que les

2. Commission européenne, Livre Vert, Construire l'union des marchés des capitaux (COM/2015/063 final)

contrats passés par l'entreprise prévoient en priorité les remboursements des autres parties prenantes. Les prêts des banques, qui relèvent d'une relation contractuelle, ne dépendent pas des résultats de l'entreprise et sont garantis par les actifs de l'entreprise. Que l'entreprise fasse des profits ou pas, elle devra quoi qu'il en soit rembourser les intérêts de ses emprunts bancaires. La posture d'« apporteur de fonds » couplée à celle de « preneur de risque » justifierait, selon ce courant de pensée, les droits de l'actionnaire à intervenir dans la gestion de l'entreprise et à percevoir une part des résultats des entreprises.

Mais le risque est-il si grand pour l'actionnaire ? La rémunération des actionnaires est en effet censée varier en fonction des résultats de l'entreprise : lorsque des profits sont réalisés, les actionnaires reçoivent un dividende; en situation de perte, il n'y a pas de profit donc normalement pas de dividende à distribuer. La pratique démontre que ce n'est pas toujours le cas. Certaines sociétés transnationales affichent publiquement leurs politiques vis-à-vis des actionnaires: distribuer un dividende par action en constante augmentation, cela quels que soient les résultats. L'observation des comptes de nombreuses entreprises montre une distribution de dividende même en cas de perte: on pourra citer Engie, Caterpillar ou General Motors pour n'évoquer que quelques cas¹. La firme est alors contrainte de puiser dans ses réserves, d'emprunter ou de vendre des actifs afin de rémunérer les actionnaires. Il n'y a donc pas de risque pour l'actionnaire dans ce cas de figure puisque sa rémunération passe avant celle des travailleurs ou l'investissement. Cette normalisation du revenu de l'actionnaire entraîne de facto le transfert du risque de l'activité sur l'entreprise et les travailleurs.

Seconde proposition : les actionnaires supportent les plus grands risques en cas de faillite. Là encore, cette affirmation mériterait quelques nuances. Rappelons que les actionnaires ne sont engagés que dans la limite de leur apport de fonds. Les créanciers non privilégiés, les détenteurs d'obligations, les fournisseurs et les salariés

1. Les fiches d'une cinquantaine d'entreprises, ainsi que leur comptabilité sont librement disponibles sur l'Observatoire critique des multinationales Mirador : www.mirador-multinationales.be

qui développent des compétences spécifiques (non redéployables dans une autre entreprise) partagent également ce risque de faillite.

L'actionnaire encourt donc un risque financier en cas de faillite de l'entreprise. Ce risque est partagé avec d'autres acteurs. Les actionnaires peuvent généralement – bien que cela soit plus difficile et plus long avec une participation importante - se retirer de l'entreprise en revendant leurs actions. La prise de risque encourue par l'actionnaire ne saurait donc justifier sa prédominance dans la définition de la stratégie des entreprises ni l'importance de sa rémunération.

L'actionnaire, contrôleur de la bonne gestion

Un autre rôle prêté aux actionnaires, par la théorie de l'agence, est le **rôle de contrôle**. Cette théorie se place dans la lignée de la théorie des droits de propriété², qui prétend démontrer la supériorité des systèmes de propriété privée sur toutes les formes de propriété collective³. La théorie des droits de propriété considère tout échange entre agents économiques comme un échange de droit de propriété sur les objets. L'échange d'actions d'entreprises ne déroge pas à cette règle. La théorie de l'agence étudie les relations d'agence entre un principal et un agent dans lesquelles la situation du premier dépend de l'action du second. Pour le cas des entreprises, la théorie de l'agence s'intéresse principalement à la gestion de la relation entre l'actionnaire (le principal) et le dirigeant (l'agent)⁴.

La question sous-tendue par les théoriciens de ce courant est la suivante : comment aligner les intérêts des gestionnaires sur ceux des propriétaires ?

2. Portée dans les années 1960 par des auteurs comme Coase, Demsetz ou Alchian

3. Rouleau, L., *Théorie des organisations*, 2007 – Presses de l'Université du Québec.

4. A. Berle & G. Means - *The modern corporation and private property*, 1932 – seront les premiers à porter cette analyse. Les théoriciens de l'agence – Jensen, Meckling notamment- la reprendront dans les années 1970 pour insister sur le rôle de contre-pouvoir que doivent jouer les actionnaires afin d'éviter le trop grand pouvoir des managers.

Dans cette théorie, l'entreprise n'est pas considérée comme une entité en soi, mais comme une somme d'individus ayant des relations contractuelles. L'actionnaire et le manager peuvent y avoir des intérêts divergents. Le premier peut par exemple rechercher des dividendes à court terme tandis que le dirigeant pourra souhaiter maximiser son seul profit individuel. Afin de minimiser cette divergence, la théorie de l'agence explique que la meilleure organisation possible consiste pour l'actionnaire à mettre en place des mesures incitatives et des mesures de contrôle. Les mesures incitatives sont souvent liées à la motivation des dirigeants de l'entreprise. Elles peuvent consister en des primes aux résultats, en une rémunération en actions ou stock-options¹ afin de faire converger les intérêts des deux parties. Les mesures de contrôle peuvent consister en un système d'évaluation par objectifs. Ces mesures ont un coût de mise en œuvre, appelé le coût d'agence. D'autres mesures peuvent viser à diluer les pouvoirs de décision des gestionnaires, particulièrement dans les grandes entreprises, par la création des différents conseils et comités (pour l'administration, de contrôle, des rémunérations...).

Les trois théories évoquées plus haut (théorie financière, théorie des droits de propriété et théorie de l'agence) forment la base de la théorie néolibérale de l'entreprise. Celle-ci s'est imposée comme le modèle dominant, le plus largement enseigné dans les facultés d'économie et de gestion. Elle tend à naturaliser le rôle de l'actionnaire.

Dans ce modèle le contrôle judiciaire et le pouvoir législatif sont absents. L'activité économique de l'entreprise ne nécessite pas d'intervention extérieure, ni en son sein, ni dans ses relations marchandes. Nous sommes ici dans une vision tout à fait particulière du monde où les individus ne sont liés que par des contrats et recherchent principalement la maximisation de leurs intérêts

1. Bénéfice accordé aux administrateurs, dirigeants ou cadres d'une entreprise se concrétisant dans la possibilité d'acheter des actions de cette firme à des prix assez bas sous la formule de l'option (ils peuvent acheter à partir d'une date précise au prix indiqué et ils exercent l'option si, à ce moment, le cours n'est pas inférieur à ce prix) ; cet avantage a été développé pour lier les responsables de la société aux résultats de celle-ci (car ceux-ci doivent se retrouver dans la hausse du cours et donc profiteront aux cadres qui exerceront l'option au moment fixé)

personnels. Cette peinture semble – bien heureusement – être une représentation tout à fait partielle de la réalité.

L'actionnaire propriétaire

Une autre affirmation portée par les théories néolibérales de l'entreprise et assez communément admise est celle de l'**actionnaire-propriétaire** de l'entreprise. Les deux fonctions se confondent en effet lorsque l'entreprise ne possède qu'un seul actionnaire, dans le cas d'entreprises familiales par exemple.

Pour Milton Friedman, le chef de file du courant monétariste² : « Dans un système de libre-entreprise et de propriété privée, un dirigeant d'entreprise est un employé des propriétaires de l'entreprise. Il a une responsabilité directe envers ses employeurs. Cette responsabilité est de construire l'entreprise en fonction de leurs désirs, qui sera généralement de faire autant d'argent que possible tout en se conformant aux règles de base de la société, à la fois ceux incorporés dans la loi et dans la coutume³ ». C'est également cette figure de l'actionnaire propriétaire que les théories néolibérales de l'entreprise mettent en avant.

Du point de vue du droit, les actionnaires ne sont en réalité propriétaires que de la part de capital et des actions qu'ils ont acquis, ni plus, ni moins. La détention d'actions leur confère des droits: celui d'élire les administrateurs, celui de percevoir des dividendes et un droit sur la valeur résiduelle de la firme en cas de faillite ou de vente. En aucun cas les actionnaires ne sont propriétaires des actifs de l'entreprise.

2. Le monétarisme, est un courant de pensée en économie, à placer dans la mouvance néolibérale, qui s'intéresse à la quantité de monnaie en circulation dans l'économie et postule que l'objectif de la politique économique doit être de contenir l'inflation. Il est partisan de politiques monétaires restrictives (qui réduisent l'offre de monnaie) à l'opposé des keynésiens qui considèrent au contraire la possibilité d'une politique de relance (par l'augmentation de la quantité de monnaie en circulation, la relance du crédit, etc.). Aux États-Unis, la politique du président Reagan dans les années 1980 est un exemple de politique monétariste. De même, l'objectif de la banque centrale européenne de contenir l'inflation est également d'inspiration monétariste.

3. Friedman M., «The social responsibility of business is to increase its profit», *The New York Times Magazine*, September 13, 1970

Comme l'explique Jean-Philippe Robé¹: « La propriété de l'action donne donc droit à une partie du résultat financier dégagé par l'entreprise (des dividendes ou une partie de l'actif social accumulé dans la société) et à une partie du pouvoir dans l'entreprise. L'existence de la société (qui est propriétaire des actifs utilisés dans l'entreprise et la personne juridique ayant passé des contrats qui lui permettent de fonctionner) fait que l'action ne donne pas un droit direct sur l'actif utilisé dans l'entreprise. [...] L'action ne fait que donner le droit de participer aux mécanismes organisés par le droit des sociétés en matière d'exercice du pouvoir dans l'entreprise et de participation aux résultats. Elle ne donne pas un droit de copropriété sur les actifs »

Quand bien même la qualité de propriétaire serait reconnue aux actionnaires, celle-ci n'entraîne pas « qu'il [soit] automatiquement légitime d'asservir le sort de l'entreprise à leurs intérêts au mépris des autres parties prenantes² », les travailleurs en premier lieu. Là encore, la pensée dominante en économie et en gestion naturalise le rôle de « propriétaire » de l'actionnaire, sous-entendant la légitimité d'une gestion et d'un contrôle de l'entreprise en faveur de ces mêmes actionnaires. Les juristes semblent avoir apporté les critiques suffisantes concernant la question de la propriété de l'entreprise: les actionnaires ne sont propriétaires que de leurs actions, pas de l'entreprise, qui est une personne morale.

Constructions théoriques et implications pratiques

La figure de l'actionnaire-investisseur, de l'actionnaire contrôleur ou de l'actionnaire propriétaire ont donc la peau dure. Les représentations légitimant le rôle prédominant de l'actionnaire trouvent leurs sources dans différentes théories économiques et managériales: théorie des droits de propriété, théorie financière, théorie de l'agence. Ces théories, à ranger dans la droite lignée des théories classiques, d'orientation libérale et qui donnent un rôle majeur à la propriété

privée, font la part belle à l'autorégulation et ont tendance à considérer les relations sociales comme essentiellement contractuelles.

Elles souffrent toutes de critiques sur leur manière d'appréhender le monde et ses acteurs (relations dépeintes comme individuelles, contractuelles, individus rationnels, uniquement motivés par leurs fins personnelles, exagération du rôle des actionnaires, quasi-absence des travailleurs ...) et sur leur manière de dépeindre le fonctionnement des entreprises.

Ces théories sont toujours les plus communément enseignées dans les cursus d'économie et de gestion au cours des années 2000 et jusqu'aujourd'hui, malgré un décalage grandissant avec la pratique. Les débats théoriques se sont renouvelés au cours des deux dernières décennies entre partisans des modèles « shareholders » - où la firme n'est redevable qu'à ses actionnaires - et ceux des modèles « stakeholders » - où la firme rend compte à un ensemble de parties prenantes (travailleurs, banques, clients...). Néanmoins, les discours sur la « bonne gouvernance » véhiculés par les investisseurs institutionnels et largement repris par la classe politique et les institutions internationales s'orientent clairement dans le sens du premier modèle. Le second modèle reste pour l'heure un concept théorique avec peu d'applications concrètes.

Les représentations portées - implicitement ou explicitement - par la pensée dominante, auront en tout cas contribué à la justification et à la naturalisation de la prédominance des actionnaires dans la gestion des entreprises, pas nécessairement à raison.

1. Jean-Philippe Robé. *L'entreprise et le droit*. Paris (1999), PUF, p.37,

2. Nicolas Delvigne, *La notion restrictive de l'intérêt social à travers la notion de « shareholder primacy » est-elle reçue et fondée en droit belge ? Working Papers du Centre Perelman de Philosophie du Droit*, 2012/05, <http://www.philodroit.be>

Actionnariat

De l'entreprise familiale à la multinationale

Romain Gelin, Gresea

Cette analyse s'interroge sur le rôle joué par les actionnaires dans les entreprises et tente plus particulièrement de mettre en lumière la place croissante que ceux-ci ont pris dans la stratégie et la conduite des entreprises. Pour ce faire, nous reviendrons sur les différents modèles d'entreprise ayant eu cours aux États-Unis et en Europe occidentale depuis le XIXe siècle.

Depuis plus de deux siècles, les entreprises ont pris une multitude de formes, contraintes ou encouragées par l'évolution du droit des sociétés mais aussi par l'évolution du contexte culturel, économique et politique. Au travers des grands modèles – familial, managérial, actionnarial - d'entreprises, nous allons nous intéresser au rôle des actionnaires et à son évolution.

Capitalisme familial et affaires privées: fin XIXe - début XXe

La première période à laquelle nous nous intéressons s'étend du XIXe siècle au premier tiers du XXe siècle. Les entreprises y sont principalement familiales et le dirigeant de l'entreprise en est bien souvent le propriétaire. L'activité est majoritairement marchande et l'organisation décentralisée. La plupart des entreprises sont encore de type commercial et confondent le patrimoine personnel du propriétaire et celui du dirigeant si bien qu'il est difficile de parler d'actionnaire.

Au cours des XVIIIe et XIXe siècles, la propriété privée des moyens de production est affirmée dans la plupart des pays capitalistes au travers des différents textes de droit comme le Bubble Act en Grande-Bretagne (1720), le code du commerce français (1807) ou la législation américaine (1811)¹. Le propriétaire se voit reconnu le droit d'user de sa propriété, de la faire fructifier, et d'en abuser dans la limite de l'ordre public. Il

n'y a ni comptabilité, ni information obligatoire, et encore moins d'impôt sur les sociétés à cette époque.

Le gouvernement des entreprises reproduit le modèle familial, lieu par excellence des affaires privées. Nombre de grandes entreprises ayant toujours pignon sur rue sont des entreprises familiales à l'origine: Delhaize en Belgique, Renault en France, Dupont de Nemours aux États-Unis, Siemens ou Krupp en Allemagne pour n'en citer que quelques-unes. Il s'agit souvent d'entrepreneurs lançant un produit ou un procédé innovant.

Les sociétés anonymes ne concerneront avant la fin du XIXe siècle que des grandes entreprises et des secteurs tels que les chemins de fer. Celles-ci n'étaient en fait guère anonymes, les actionnaires étaient peu nombreux, possédaient de grandes parts, ne revendaient pas leurs actions et provenaient de milieux géographiques et sociaux restreints.²

Une littérature, d'origine outre-Atlantique, va progressivement fustiger ce modèle, le présentant comme archaïque, statique, inefficace... Berle et Means, popularisent l'idée selon laquelle le modèle familial est en déclin³ dès les années 1930: conséquence, notamment, de la

1. Pierre-Yves GOMEZ, *Jalons pour une histoire des théories du gouvernement des entreprises*, Finance Contrôle Stratégie – Volume 6, N° 4, décembre 2003, p. 183 – 208.

2. François Pierre, Lemerrier Claire, Reverdy Thomas, « L'entreprise et ses actionnaires », *Revue française de sociologie*, 3/2015 (Vol. 56), p. 501-524.

3. Daumas, Jean-Claude. *Le capitalisme familial: logiques et trajectoires: actes de la journée d'études de Besançon du 17 janvier 2002*. Vol. 761. Presses Univ. Franche-Comté, 2003.

Encadré 1 - Flux et reflux de la concentration actionnariale

La présence d'institutions financières dans l'actionnariat des grandes entreprises n'est pas un phénomène qui débute dans les années 1970. Si l'on peut aujourd'hui retrouver certains fonds dans la quasi-totalité des grandes entreprises - à l'instar de BlackRock, Vanguard Group, State Street, Fidelity -; cette présence d'actionnaires simultanément dans la plupart des grands groupes n'est pas une nouveauté.

À l'aube de la première Guerre mondiale, une vague de concentration dans les grandes entreprises américaines se produit. D'abord cartellisées, celles-ci fusionnent au cours de la dernière décennie du XIXe siècle. Cette vague concerne entre le quart et la moitié de l'industrie américaine¹.

Les grands banquiers prennent alors le contrôle d'une partie conséquente de l'économie américaine en combinant une présence importante au capital des entreprises, l'octroi de prêts aux entreprises en question et la présence de nombreux associés au sein des comités directeurs.

George Baker pour la First National Bank siègera dans 22 conseils et ses directeurs dans 27, James Stillman pour la National City fera partie de 7 conseils, 41 pour ses directeurs,

1. Kempf Hubert. *Comprendre le Sherman antitrust Act de 1890 (Les origines de la politique concurrentielle fédérale américaine)*. In: *Cahiers d'économie politique*, n°20-21, 1992. *Formes et sciences du marché*, sous la direction de Hervé Defalvard et Roger Frydman. pp. 187-211.

tandis que JP Morgan pour la banque du même nom placera 72 de ses associés dans 47 des plus grandes entreprises du pays².

Le but de l'opération est alors d'éviter une concurrence nuisible aux oligopoles que ces banques ont créés ou aidé à faire croître. L'influence passe par le fait que les banquiers étaient les pourvoyeurs de fonds de ces entreprises. JP Morgan placera par exemple des associés dans des entreprises rivales comme Westinghouse et General Electric, de même que dans des entreprises concurrentes des chemins de fer ou d'autres industries.

C'est le Clayton Act de 1914 qui met pour partie fin aux cartels constitués. Cette législation interdit en effet la présence de directeurs d'une même banque au sein d'entreprises concurrentes. Les hommes de JP Morgan se retirent alors de dizaines d'entreprises suite à cette loi. La conséquence sera le boom de la vente d'actions dans les années 1920 qui conduira - outre le krach de 1929 - à la dispersion de l'actionnariat et à la « séparation » entre actionnariat et direction.

2. Davis, Gerald F. (2008), *A new finance capitalism ? Mutual funds and ownership re-concentration in the United-States*, *European Management Review* (2008) 5, 11-21. doi:10.1057/emr.2008.4.

dispersion des actionnaires, mais aussi de la capacité des managers à s'autonomiser et à s'affranchir du pouvoir actionnarial. Pour d'autres auteurs comme Burnham¹, c'est la complexité croissante des tâches de direction qui conduirait inexorablement à la fin du modèle familial pour passer au modèle managérial dans le courant du XXe siècle.

Le modèle familial a-t-il pour autant disparu ? Evidemment non. Nombre de sociétés transnationales disposent toujours d'un actionnariat familial fort - avec une majorité des droits de vote ou bien une minorité de blocage. De même, nombre de PME se créent encore comme des entreprises familiales².

Ce « capitalisme familial » a pu perdurer de manière dominante dans le premier tiers du XXe siècle du fait de la transmission du capital de

1. Burnham J. (1941), *The Managerial Revolution*, New York: John Day

2. Daumas, *ibid.*

génération en génération, qui se faisait quasiment sans perte de valeur, à une époque où les droits de succession et la taxation des patrimoines sont encore très faibles voire inexistantes. Au modèle familial va cependant progressivement succéder le modèle managérial.

Capitalisme managérial et figure du dirigeant: début XXe

Comme conséquence de la fragmentation de l'actionnariat familial, notamment en raison des héritages légués à plusieurs membres des fratries familiales, et de la volonté de certains héritiers de ne pas faire carrière dans les affaires, le contrôle par les descendants du dirigeant créateur de l'entreprise va se desserrer. La taille des entreprises augmente en ce début de XXe siècle, avec en parallèle un besoin croissant en capitaux, notamment dans des secteurs moteurs de l'industrie comme les chemins de fer ou la chimie. Les modèles de la société anonyme et de la société en commandite, déjà existants depuis plusieurs

décennies¹, prennent le pas sur la société commerciale. Le patrimoine familial se sépare peu à peu du patrimoine de l'entreprise.

Parallèlement la figure du manager, de l'expert gestionnaire, est mise en avant. Les firmes se complexifient et le besoin de compétences en termes de gestion se fait ressentir. La mise en œuvre de l'organisation scientifique du travail et des préceptes de Taylor, lui-même ingénieur, sont symptomatiques de ce mouvement. Des écoles pour les spécialistes du management sont créées. Le gouvernement de l'entreprise dépend désormais plus des capacités et compétences managériales que de l'appartenance à la famille fondatrice: l'expertise technique remplace l'hérédité.

Cela sera définitivement entériné dans les années 1930 avec la popularisation du modèle « fordien », dominant au moins jusqu'à la fin des trente glorieuses. Le droit impose les conseils d'administration dans les sociétés anonymes à cette période. Les administrateurs sont considérés par la loi comme des tiers « experts » de la gestion², non comme des représentants des actionnaires.

Après la seconde Guerre mondiale, les grandes entreprises prennent une place de plus en plus centrale dans l'économie, aidées par les Etats qui souhaitent constituer des champions nationaux capables de mener à bien les politiques industrielles. Ces entreprises sont dirigées par des ingénieurs, des experts en technologie, en organisation, en management: le dirigeant incarne la figure emblématique de l'entreprise. L'actionnaire est présent, de manière dispersée, sans posséder de parts importantes. Il n'est alors quasiment pas impliqué dans la gestion des entreprises, son rôle est même de plus en plus critiqué au cours de la période: « *Contre « ceux qui possèdent », « ceux qui savent » doivent gouverner effectivement. Le*

1. La constitution des sociétés anonymes et des sociétés par action restera longtemps soumise à des autorisations publiques, ce en France, Allemagne ou en Italie jusqu'à des réformes des codes des sociétés à la fin du XIXe siècle, et à la reconnaissance de la liberté contractuelle, qui entérine l'idée que les sociétés commerciales sont une affaire de particulier. Voir Ducouloux-Favard Claude. *L'histoire des grandes sociétés en Allemagne, en France et en Italie*. In: *Revue internationale de droit comparé*. Vol. 44 N°4, Octobre-décembre 1992. pp. 849-881; doi: 10.3406/ridc.1992.4574

2. Gomez (2003), op. cit.

managérialisme risque donc d'emporter avec lui la notion de propriété privée des moyens de production: à quoi servent, en effet, les actionnaires s'ils ne dirigent pas, sinon à créer des perturbations sur les marchés financiers (Veblen), à récupérer artificiellement une rente indue (Charles Gide) et finalement à rendre sous-optimal le fonctionnement de l'économie au point qu'il n'est pas absurde de réclamer l'« euthanasie des rentiers » (Keynes) »³.

Le modèle managérial domine jusque dans les années 1970. La complexité croissante des entreprises ayant des activités internationales rend alors de moins en moins justifiable la compétence « universelle » de gestion jusqu'ici attribuée aux managers. Comme le modèle familial, il ne disparaît pas totalement et immédiatement au profit d'un autre modèle. Il perd son caractère dominant mais est toujours incarné dans certaines entreprises par la figure de managers charismatiques⁴. Du modèle managérial, on va progressivement passer à un modèle dit actionnarial.

Financiarisation et modèle actionnarial: depuis 1970

Le passage d'un modèle dans lequel le dirigeant et son pouvoir discrétionnaire prédominent à un modèle où prime l'intérêt des actionnaires mérite quelques précisions de contexte. Il est d'usage de le faire remonter aux années 1970 aux États-Unis. Il coïncide avec ce que l'on nomme la financiarisation de l'économie. La **financiarisation** a deux acceptions: elle désigne à la fois la montée en puissance des marchés financiers et de leurs acteurs dans l'économie mais également l'imposition d'indicateurs et d'objectifs qui servent les intérêts de ces mêmes acteurs. Celle-ci s'impose progressivement aux États-Unis puis en Europe. Des mesures politiques, économiques, juridiques permettent le passage progressif vers le modèle actionnarial.

La financiarisation est encouragée par un certain nombre de **mesures de politique économique en faveur des acteurs financiers et des propriétaires**. Au cours des années 1970, le

3. Gomez (2003), p.195, *ibid*.

4. On pourra penser à Ghosn chez Renault, Steve Jobs chez Apple...

chômage et l'inflation sont en hausse tandis que la croissance des trente glorieuses ralentit¹. A ce moment, les avoirs américains – principalement détenus par des banques – placés dans le monde entier, risquent de perdre de leur valeur pour cause d'inflation galopante liée aux deux chocs pétroliers des années 1970, à la consommation de masse et au ralentissement des gains de productivité. Afin d'éviter la fonte du patrimoine des capitalistes américains, Paul Volker, président de la FED², impose une politique monétaire restrictive, par une hausse des taux d'intérêts³. Celle-ci sera catastrophique pour les pays producteurs de matières premières. En effet, ces taux d'intérêts élevés pratiqués dans les années 1980, couplés à la baisse des cours des matières premières, les obligeront à faire face à un endettement massif. Cette intervention de politique économique sera providentielle pour les détenteurs de capitaux financiers qui pourront ainsi récupérer leurs mises et éviter de voir leurs actifs se dévaluer.

En outre, à la **hausse des taux d'intérêts** qui profitera en premier lieu aux créanciers (donc à la finance), sera couplée une mesure de **réduction des impôts sur les revenus et surtout sur le capital** par l'équipe du président Reagan (1981-1989). Les principaux bénéficiaires de ces mesures seront les classes les plus aisées et dotées en patrimoine.

Un autre facteur propice à la financiarisation de l'économie est à trouver dans les **réformes** liées aux **systèmes de pension collective** aux États-Unis. Ceux-ci sont gérés dès 1945, dans un système de retraite par capitalisation⁴, par des fonds de pension intégrés à l'entreprise. L'épargne des salariés est collectée et réutilisée par la firme

1. Pour un panorama du contexte économique de la période, voir Houben Henri (2011), *La crise de trente ans, fin du capitalisme ?* Ed. Aden

2. La réserve fédérale Etats-unienne

3. Une politique monétaire restrictive consiste à réduire la quantité de monnaie en circulation dans l'économie. L'augmentation des taux d'intérêt incite les acteurs à épargner plutôt qu'à emprunter, réduisant ainsi l'offre de monnaie.

4. On oppose le système de retraite par capitalisation (« modèle anglo-saxon »), géré par des fonds privés au système par répartition, public, financé par la cotisation dans une optique de solidarité intergénérationnelle (modèle français). Sur l'exemple français, voir Friot Bernard, *l'enjeu des retraites, La dispute*, 2013. L'auteur explicite l'évolution des réformes françaises des retraites et les alternatives envisageables.

pour son financement. Mais en 1974, la loi ERISA (Employee Retirement Income Security Act) impose aux entreprises de placer l'argent épargné dans des fonds distincts des entreprises, afin notamment de « diversifier les risques ». Conséquence: d'immenses sommes d'argent sont transférées vers des fonds privés, qui les réinvestissent sur les marchés financiers, notamment en achetant des titres d'entreprises et en devenant donc les actionnaires.

La libéralisation des marchés de capitaux, les **3D⁵ - décloisonnement, désintermédiation, déréglementation** -, le développement des produits dérivés et la titrisation vont également dans le même sens ; celui du renforcement du rôle et du pouvoir des acteurs financiers dans l'économie. Côté européen, les mesures de libéralisation prendront effet progressivement. L'intrusion des acteurs financiers dans l'actionnariat des entreprises, notamment des fonds de pensions et autres fonds d'investissement, se fera graduellement, encouragée notamment par les vagues de privatisations (secteur bancaire, industrie...) des années 1980. La **standardisation des normes comptables⁶** favorisant la transparence financière participe également à ce mouvement. De même, des mesures juridiques renforcent la place de l'actionnaire dans la stratégie de l'entreprise et au sein des conseils d'administration avec **l'obligation, dans certains pays, d'avoir une majorité d'administrateurs indépendants** n'ayant aucune affaire avec l'entreprise, ni avec les auditeurs.

L'autre facette de la financiarisation est à trouver dans le **changement de stratégie** que les firmes adoptent à partir de cette même période des années 1970-80 et dans **l'orientation vers les activités génératrices de revenus financiers**.

5. Le décloisonnement désigne la suppression de la frontière entre les activités des banques de dépôt et les activités des banques d'investissement. La désintermédiation désigne le fait que les entreprises vont pouvoir se financer sans intermédiaires, c'est-à-dire en émettant directement des titres sur les marchés financiers. La déréglementation désigne la suppression des règles de contrôle auxquelles étaient soumises les banques (contrôle des changes et des mouvements de capitaux), Henri Bourguinat, *Les Vertiges de la finance internationale*, Economica, Paris, 1987.

6. Voir Céline Baud, Eve Chiapello, « Comment les firmes se financiarisent : le rôle de la réglementation et des instruments de gestion. Le cas du crédit bancaire », *Revue française de sociologie* 2015/3 (Vol. 56), p. 439-468. DOI 10.3917/rfs.563.0439

La firme américaine General Electric¹ est un cas d'école en la matière. Avec l'arrivée de son nouveau patron, Jack Welsh, en 1981, la philosophie de l'entreprise se modifie radicalement. C'est désormais le revenu de l'actionnaire qui détermine le fonctionnement interne de l'entreprise, dont l'objectif est la recherche obstinée de la **compétitivité**. Rapidement, les départements les moins performants sont restructurés ou abandonnés : un quart des salariés est remercié au bout de 5 ans, près du tiers des unités et lignes de production est stoppé en moins d'une décennie. General Electric se tourne alors vers d'autres activités, pas nécessairement liées à son cœur de métier. Un département financier est créé pour gérer les finances du conglomérat, GE Capital: il deviendra la première source de profit du groupe.

Ce mouvement va se propager à de nombreuses grandes entreprises, avec deux conséquences principales: une baisse relative des investissements productifs et la hausse de la part du profit allouée aux actionnaires. Ce retournement de la gestion vers l'intérêt des actionnaires émerge donc pour partie du cadre réglementaire et idéologique des années 1970 et 1980. Il est également le fait des dirigeants d'entreprises qui mettent en œuvre des mesures allant dans le même sens. A l'opposition actionnaires / dirigeants mise en avant pendant la « période managériale » se substitue une entente entre ces deux catégories d'acteurs dont les intérêts vont dès lors apparaître comme de plus en plus convergents.

Comme l'illustre le cas de General Electric, le passage au modèle actionnarial n'est pas une émanation de la seule volonté des actionnaires. Une étude² sur le cas des entreprises suisses depuis les années 1990 arrive aux mêmes conclusions. Il s'est en fait agit d'un double mouvement: les managers ont mis en place des mesures favorisant l'actionnariat institutionnel puis les actionnaires institutionnels ont peu à peu engagé des dirigeants avec des formations en économie, en finance ou en gestion – plus en adéquation avec

leurs intérêts - et de moins en moins d'ingénieurs ou de techniciens.

Les habits neufs de l'actionnaire

Il ne faudrait cependant pas considérer ces catégories comme figées. Il s'agit plutôt ici de grandes tendances qui pourraient faire l'objet de contre-exemples pour des régions ou des époques données. Bien que le modèle actionnarial d'influence anglo-saxonne semble être celui vers lequel converge l'ensemble des régions, la présence d'actionnariats familiaux, directs ou via des holdings, ainsi que celle des Etats demeure toujours forte dans de nombreuses grandes entreprises et dans plusieurs pays, notamment en Europe³.

De même, la forte concentration d'acteurs financiers dans l'actionnariat des grandes entreprises n'est pas une nouveauté (encadré n°1). Ce qui change, c'est l'identité des acteurs - banquiers au début du XXe siècle, fonds d'investissement, hedge funds à la fin du XXe et au début du XXIe siècle - et la manière d'agir et d'influencer la marche de l'entreprise – par une présence directe dans les conseils de direction pour les premiers, par des canaux différents pour les plus récents.

Il n'en demeure pas moins que la transparence et le contrôle par les actionnaires sont devenus les signaux de la « bonne gouvernance » des entreprises avec, pour conséquence, la gestion orientée vers la valeur actionnariale: restructurations, course à la compétitivité, recherche de rendement à court terme, fusions-acquisitions, flexibilisation du travail...

La plupart des études empiriques qui tentent de mesurer l'effet de la présence massive, en tant qu'actionnaires, des acteurs institutionnels sur l'activité de l'entreprise recensent une baisse de l'investissement et des dépenses de recherche et développement. Elles mettent en lumière des effets néfastes pour l'emploi, preuve « *qu'il existe non seulement un problème avec les investisseurs institutionnels court-termistes mais que le court-termisme est inhérent au marché boursier lui-même*⁴ ».

1. Voir Houben (2011), *op.cit.*, p. 97 et suivantes.

2. Frédéric Widmer, « Renouveau des dirigeants et processus de financiarisation. L'industrie suisse des machines depuis les années 1990 », *Revue Française de Socio-Économie* 2011/1 (n° 7), p. 21-44. DOI 10.3917/rfse.007.0021

3. Voir l'article sur l'actionnariat du BEL-20 page 20

4. Auvray, Dallery, Rigot (2016), *Renverser la financiarisation des entreprises*, CEPN Policy Brief n°9, 2e semestre 2016.

Investisseurs institutionnels et influence sur la gestion des entreprises

Les actionnaires sont régulièrement pointés pour leur volonté d'influer, à leur avantage, sur la gestion des entreprises. Nous allons tenter de voir par quels canaux ceux-ci parviennent à peser sur la stratégie des firmes.

Les actionnaires tentent d'infléchir la stratégie des entreprises en leur faveur. Les manifestations les plus spectaculaires en sont les restructurations ou les licenciements boursiers n'ayant pour seul objectif que la maximisation de la « valeur actionnariale » et le cours de l'action en bourse, parfois au détriment du développement industriel de l'entreprise. Pourtant, ces décisions, bien que fortement encouragées par certains actionnaires, sont prises in fine par la direction des entreprises. Nous allons tenter de voir par quels moyens les actionnaires, plus particulièrement les « investisseurs institutionnels », parviennent à faire pencher les décisions managériales dans le sens de leurs intérêts.

L'actionnaire: actif ou passif?

L'actionnariat des multinationales se compose d'acteurs publics, d'individus, de familles, d'entreprises ou d'organismes financiers. Ces derniers sont aussi nommés « investisseurs institutionnels » (voir encadré p.20). Les actionnaires ne forment donc pas un ensemble homogène. La littérature propose plusieurs profils: les actionnaires actifs, activistes et passifs.

Les actionnaires passifs ne s'impliquent pas dans la gestion de l'entreprise et s'intéressent seulement aux rendements à court terme. Ici, l'actionnaire n'est qu'un gestionnaire de portefeuille effectuant des transactions sur des titres boursiers. Il vend ses actions en cas d'insatisfaction (on parle alors de « vote avec les pieds ») et ne s'invite pas dans la gestion des entreprises.

Les actionnaires actifs tentent d'influencer la gestion de l'entreprise, de modifier son organisation. Plusieurs déterminants sont proposés pour expliquer le comportement des investisseurs. En théorie¹, un actionnaire sera actif ou passif en fonction de son horizon d'investissement (son intention de détenir des actions à plus ou moins long terme), de la part détenue (plus la participation est grande plus l'actionnaire sera actif) et du type de relation entretenue (fournisseur, assureur, banquier, etc.) avec l'entreprise. Les études empiriques réalisées sur le sujet n'aboutissent pas à des conclusions claires.

Conchon² évoque une autre typologie. Il s'agit ici de distinguer les actionnaires passifs, « attentifs au rendement de leurs investissements par ailleurs multiples, mais peu préoccupés d'intervenir directement dans les choix stratégiques des entreprises [...], des actionnaires activistes, cherchant à maximiser leurs gains à court terme en intervenant sur la stratégie des entreprises [...] des actionnaires actifs qui, du fait d'une vision portant cette fois sur le long terme, souhaitent peser sur la stratégie de l'entreprise par le biais d'un plus grand investissement financier les amenant à devenir actionnaires de référence voire majoritaires (cas des fonds souverains). »

1. Voir Sahut Jean-Michel, Othmani Gharbi Hidayat, « Activisme des investisseurs institutionnels : cadre général et facteurs d'influence », *La Revue des Sciences de Gestion*, 3/2010 (n°243-244), p. 25-33.

2. Aline Conchon, « L'actionnaire, nouvel acteur des relations professionnelles au niveau de l'entreprise ? », *La Revue de l'IRES* 2012/4 (n° 75), p. 43-65.

Cette typologie se rapproche de la précédente, mais scinde les actionnaires « actifs » en deux catégories: les activistes qui recherchent un profit à court terme et les actifs qui ont une stratégie à plus long terme passant par une participation plus importante dans l'entreprise.

Voyons les différents modes d'actions mis en œuvre pour peser sur la stratégie de l'entreprise.

Influer directement sur la gestion

Le moyen le plus direct pour un actionnaire d'influer sur les décisions d'une entreprise est d'en prendre le contrôle et/ou de s'inviter dans sa gestion. Le cas extrême est celui des raids boursiers. Un raid boursier désigne un ensemble d'opérations financières et boursières (Offres publiques d'achat, d'échange, mixte...¹) visant à prendre le contrôle d'une entreprise, de manière hostile, via les marchés financiers. Des gérants de fonds d'investissement doivent leur notoriété à des raids boursiers; à l'instar de Carl Icahn², James Goldsmith³ ou Nelson Peltz⁴ aux Etats-Unis. En Belgique, on se souviendra du raider italien Carlo de Benedetti qui avait tenté de prendre le contrôle de la Société générale de Belgique (SGB) en 1988 par une OPA inamicale. Suez et le groupe Bruxelles Lambert (Albert Frère) avaient finalement pris le contrôle de la SGB. Les raids boursiers sont des opérations inamicales, qui n'ont pas l'assentiment du conseil d'administration. Le raider tente de prendre le contrôle de l'entreprise pour la réorganiser (restructuration, vente par appartement...) dans le but d'en tirer une plus-value par la suite.

Un autre moyen pour un actionnaire d'intervenir dans la gestion est de s'immiscer

1. Voir la fiche réalisée par 6com à ce sujet: <http://www.6com.be/4/6cofiche.cfm?ficheID=71>

2. Raider connu pour son opération en 1985 sur la compagnie aérienne Trans World Airlines. Il est devenu conseiller spécial de Donald Trump pour la réforme de la régulation de l'économie américaine début 2017.

3. Goldsmith a inspiré le personnage principal du film américain « Wall Street » de 1987

4. Peltz a lancé le fonds Trian Fund Management avec ses associés May et Garden. Ce fonds activiste détient des participations dans des multinationales ayant connu des fusions ces dernières années (Kraft, Mondelez ou DuPont notamment); opérations dans lesquelles le fonds de Peltz est activement intervenu.

dans les fonctions de direction de l'entreprise. En France, Vincent Bolloré a par exemple pu devenir président du conseil de surveillance du groupe Vivendi en étant le premier actionnaire avec seulement 5,04% du capital au moment de sa nomination en 2014⁵. Ces cas font plutôt figure d'exception et sont le fait d'entreprises ayant un actionnariat fortement dispersé, c'est-à-dire sans actionnaire de référence.

Afin d'être directement présent dans la gestion, un actionnaire peut tenter de faire désigner des administrateurs représentant ses intérêts au sein du conseil d'administration, l'organe de gestion courante de l'entreprise. Avec moins de 5% des participations, le groupe Colony Capital, un fonds d'investissement américain, a par exemple pu placer des membres dans les conseils d'administrations de plusieurs entreprises au sein desquelles il possédait des parts (comme Carrefour⁶ ou Accor) et ainsi peser dans leur gestion. Aux Etats-Unis, un des membres du groupe d'expert chargé de la restructuration de General Motors en 2009, a réclamé début 2015, en son nom et en celui de quatre fonds d'investissement (représentant 2,1% du capital du groupe), un poste au sein du conseil d'administration⁷. Qatar Holding LLC, le fonds qatari, a imposé des administrateurs dans plusieurs entreprises d'envergure comme Vinci ou Crédit Suisse. La pratique n'est donc pas exceptionnelle. L'immixtion des actionnaires peut aussi passer par la création de comités (d'audit, des rémunérations, des nominations, d'éthique...), qui ont pour rôle de créer un contrepoids au conseil d'administration, souvent mené par le dirigeant.

Lorsqu'un actionnaire ne peut bénéficier d'entrée directe dans le conseil d'administration, il pourra tenter d'infléchir la stratégie de l'extérieur, par une prise de contact et un dialogue avec l'équipe dirigeante, au moyen de courriers ou de rencontres directes, informelles ou pas. Ces rencontres sont généralement le privilège d'actionnaires importants. Ceux-ci tentent d'infléchir la

5. « Vincent Bolloré arrive à la tête de Vivendi », *Lefigaro.fr*, 24 juin 2014. La participation de Bolloré dans Vivendi s'est depuis accrue. Elle était de 20,7% début 2017.

6. Voir l'historique du groupe sur *Mirador*: <http://www.mirador-multinationales.be/secteurs/distribution/article/carrefour>

7. « Des investisseurs activistes ciblent General Motors », *usinenouvelle.fr*, 10 février 2015.

stratégie du groupe dans le sens de leurs intérêts: faire croître le cours de l'action boursière, scinder différentes activités de l'entreprise où la recentrer sur le cœur de métier, acquérir ou fusionner avec un concurrent, se lancer dans de nouveaux secteurs d'activité profitables...

Les votes en AG

Le principal canal par lequel les actionnaires institutionnels peuvent influencer sur les actions d'une entreprise est lié au vote en assemblée générale (AG). Les actionnaires n'ayant pas obtenu satisfaction lors de rencontres directes avec les dirigeants pourront se manifester à cette occasion, de même que ceux n'ayant pas d'accès direct à la direction.

Chaque année, au moment de l'assemblée générale des actionnaires, un certain nombre de décisions doivent légalement être soumises au vote. L'assemblée prend connaissance du rapport de gestion, approuve (ou non) les comptes de l'entreprise, décide de l'affectation du résultat et donne décharge aux administrateurs¹ de la société. Le droit de vote dépend du nombre d'actions détenues².

Au moment de la présentation des comptes, les actionnaires peuvent poser des questions à la direction et aux administrateurs qui sont légalement tenus d'y répondre, sauf si la réponse peut porter gravement préjudice à la société, aux actionnaires/associés et au personnel.

L'assemblée fixe les rémunérations des dirigeants et des administrateurs et confirme celles attribuées pour l'année écoulée. Elle nomme et révoque les dirigeants et les administrateurs. La fixation des rémunérations des dirigeants est centrale dans la stratégie des actionnaires pour orienter la politique de l'entreprise. Le fait de lier les rémunérations des dirigeants au cours de l'action

boursière, aux résultats à court terme, d'offrir une partie de la rémunération en action sont des mesures qui peuvent être décidées par l'assemblée afin d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires.

L'affectation des résultats est également une prérogative de l'AG. Le conseil d'administration soumet une proposition d'affectation des bénéfices entre les actionnaires, les travailleurs et l'entreprise. Celle-ci doit être approuvée par l'AG. En cas de refus, l'organe de gestion doit revoir sa copie et soumettre une autre proposition sur base des remarques faites lors de l'assemblée.

Des actionnaires mécontents de la politique menée peuvent saisir cette occasion pour s'opposer à certaines mesures ou sanctionner la direction en refusant de voter les rémunérations ou en révoquant le dirigeant ou un administrateur. L'AG peut donc être un lieu de confrontation entre actionnaires et direction.

Enfin, l'assemblée peut décider de rachats d'action propre. Une entreprise peut en effet racheter ses propres actions dans le but d'en faire monter le cours. Si l'entreprise achète ses propres actions, il y a moins d'actions disponibles sur le marché. Leur prix va donc augmenter. Ce type de mesure, qui s'apparente à de la destruction de capital, est souvent un signal en direction des actionnaires, qui voient leurs titres s'apprécier de manière artificielle.

Proposition de résolution et vote par procuration

Deux autres phénomènes, qui sont le fait des activistes, sont observables dans les assemblées générales d'actionnaires: les propositions de résolutions et l'utilisation des procurations.

Afin de faire valoir leurs doléances, les actionnaires activistes peuvent tenter d'ajouter des points à l'ordre du jour de l'AG, pour soumission au vote. Selon les législations nationales (et l'existence de seuil de détention d'action minimum), il sera plus ou moins aisé d'imposer une résolution à l'assemblée pour un actionnaire ou un groupe d'actionnaires. Les résolutions sont des

1. L'assemblée reconnaît ainsi que les administrateurs se sont acquittés de leur tâche pendant l'année écoulée.

2. Il existe plusieurs classes d'actions: elles sont généralement ordinaires ou privilégiées. Dans certaines entreprises, ou certains pays, des droits de vote double existent comme dans la législation française par exemple. Les actions privilégiées peuvent octroyer des dividendes fixes garantis, modifier l'ordre des créanciers en cas de faillite, ou donner plus de voix par action. En Belgique, les actions à vote plural n'existent pas.

propositions visant à statuer sur un point précis et qui sera mis en œuvre en cas de vote positif par l'AG.

Des fonds profitent du fait que les AG ne rassemblent pas toujours l'ensemble des actionnaires. Certaines ne nécessitent que 20% des votes pour se tenir, une aubaine pour faire passer des résolutions sans majorité. Les activistes tenteront par ce moyen de remettre en cause la politique des dirigeants si elle ne va pas dans leur sens. En plus de modifier l'ordre du jour proposé par la direction, des stratégies plus agressives sont mises en place par certains investisseurs institutionnels. Ceux-ci agissent seuls, ou de concert en additionnant leurs droits de vote et en alignant leur stratégie. Pour ce faire, certains actionnaires s'organisent pour collecter les voix d'autres petits actionnaires, obtenir leur procuration et voter en leur nom. La directive européenne « droit des actionnaires » permet la délégation de l'exercice des droits de vote depuis 2007¹. Des intermédiaires se sont spécialisés dans la collecte de procurations (Proxinvest, Riskmetrics group par exemple) pour le compte d'autres investisseurs institutionnels. On parle alors de batailles de procurations. Ces « batailles » nécessitent un actionariat dispersé et l'absence d'actionnaires majoritaires ou, possédant de larges parts.

Les hedge funds, un type d'acteurs tout à fait particulier - car peu régulés, utilisés par des épargnants fortunés et recourant aux effets de levier² - sont ceux qui utilisent le plus les batailles de procuration. Selon les législations en vigueur, ils pourront « louer » des voix ou acquérir des actions donnant des droits de vote par l'entremise de produits dérivés³ puis revendre les actions après l'AG⁴.

1. Directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées

2. L'effet de levier (LBO ou leverage buying out en anglais) consiste à acheter une entreprise par l'endettement. Un fonds emprunte auprès d'une banque pour acquérir la majorité des actions d'une entreprise puis rembourse son emprunt avec la trésorerie de l'entreprise acquise ou grâce aux économies réalisées suite à la restructuration de l'entreprise

3. Par le biais de « swap d'actions » ou « d'equity swap » qui permettent à deux banques ou institutions financières de s'échanger des titres et les droits de vote qui les accompagnent

4. Bessler, Drobetz & Holler, "The returns to Hedge Fund activism in Germany"; *European Financial Management*, Vol. 21, No. 1, 2015, 106-147, doi: 10.1111/eufm.12004

Le type de résolution qui peut être soumis à l'AG varie là encore selon les différentes réglementations nationales: aux États-Unis, il est par exemple impossible de présenter de nouveaux administrateurs par résolution. La date d'immobilisation (possibilité d'acheter) des actions avant l'AG, la reconnaissance du vote électronique, le seuil de détention de voix pour proposer une résolution sont des éléments sur lesquels les États peuvent jouer pour encourager ou dissuader les activistes.

L'activisme est plus courant aux États-Unis, où l'actionariat est plus dispersé, la législation plus permissive et les acteurs des marchés moins réticents à ce type de pratique. L'activisme semble cependant gagner du terrain en Europe⁵.

Une étude⁶ réalisée sur le cas français portant sur 38 entreprises étudiées entre 1996 et 2013 nous renseigne sur le contenu des résolutions proposées lors des assemblées générales et sur les formes de l'activisme.

Dans un tiers de cas, les actions sont menées de manière concertée entre plusieurs actionnaires tandis que dans 18% des cas, l'activisme a consisté en un dépôt d'une résolution lors de l'AG.

Les autres formes d'activisme les plus répertoriées sont : l'arrangement privé avec la direction (11%), les recours judiciaires (11%) et le lancement de campagnes médiatiques (10%).

Plus concrètement, sur les 106 manifestations activistes recensées par l'étude, les demandes des actionnaires étaient liées à l'obtention de sièges au CA dans 26 cas, à la révocation ou au remplacement de dirigeants et administrateurs dans 15 cas et à la demande d'une scission des activités ou d'un démantèlement dans 15 cas. Viennent ensuite l'opposition aux conditions d'un projet de fusion (15 cas), l'appel au recentrage sur le cœur de métier (7 cas), le plaidoyer pour un

5. En France, seulement deux cas d'activisme sur des sociétés cotées avaient été recensés en 2010, contre 10 cas en 2015 et 8 en 2016. En Europe continentale, ce sont 43 cas qui ont été relevés (Lesechos.fr, 15 mars 2017, « La France devient un pays attractif pour les activistes »)

6. Ben Arfa Nouha, Labaronne Daniel, « Activisme actionarial des hedge funds. Une étude exploratoire au sein des entreprises françaises », *Revue française de gestion*, 1/2016 (N° 254), p. 17-36.

Activisme social ?

L'activisme est-il toujours lié à la recherche de performances financières ? Dans la plupart des cas, il faudra répondre par l'affirmative. En s'intéressant aux premiers activistes, il semblerait que les motivations financières n'aient pas toujours été les premières mises en avant.

Si le premier activiste recensé aux États-Unis, Lewis Gilbert, militait dans les années 1940 pour la reconnaissance de la qualité de propriétaire de l'actionnaire, d'autres activistes poursuivaient des causes moins attendues. Ainsi, Wilma Soss, fondatrice de la Federation of Women Shareholders militait dès 1947 pour la présence des femmes dans les conseils d'administration, chez U.S. Steel notamment. On pourra citer le cas de James Peck, un pacifiste, emprisonné pour avoir refusé son enrôlement dans l'armée, qui milita, après avoir acquis une action de Greyhound, pour l'égalité raciale et soulever le problème de l'intégration des usagers noirs des autocars.

Au tournant de la décennie 1950, ce sont les syndicats, en premier lieu l'AITU (une association de plusieurs syndicats des télécommunications) qui tentèrent de régler un problème de négociation collective en soumettant une résolution à l'assemblée générale d'AT&T suite au refus de l'entreprise de négocier les retraites des travailleurs. Ce type d'activisme actionnarial entrepris par les syndicats rencontra moins de succès dans l'opinion et surtout dans la législation.

Comme l'explique Marens¹, « [...] l'aile la plus radicale de l'activisme actionnarial fut contenue par la réglementation dès son apparition. Si, en effet, les dirigeants d'entreprise pouvaient éventuellement trouver des aspects positifs dans le raisonnement de Lewis Gilbert lui-même, ou s'ils pouvaient à la rigueur apaiser Wilma Soss, femme d'affaires bourgeoise, par la nomination, pour la forme, d'une femme administrateur ou le choix d'un meilleur lieu pour l'assemblée, ils ne faisaient pas preuve de la même tolérance pour les activistes syndicaux et des droits civils de l'AITU et de CORE, qui devenaient des actionnaires dans le seul but d'utiliser les droits de vote des actionnaires comme moyen pour promouvoir les intérêts des salariés ou des victimes de discrimination. »

1. Lire R. Marens, « Evolution du gouvernement des entreprises : l'émergence de l'activisme actionnarial au milieu du XXe siècle », dans *Finance Contrôle Stratégie – Volume 6, N° 4, décembre 2003, p. 97 – 131.*

projet de fusion (6 cas), des résolutions relatives au versement de dividendes (6 cas).

Pour quels résultats ? Sur les 106 actions étudiées, 40 ont été couronnées de succès, 38 de succès partiel et seulement 28 ont échoué ou été abandonnées par les activistes. A noter également, la part de résolutions hostiles à la direction : 87 sur 108.

Les résultats de cette étude mériteraient certainement d'être comparés à d'autres pays. Plusieurs points semblent cependant ressortir. Le premier est la constatation que l'activisme s'opère le plus souvent lors de l'AG et est généralement le résultat d'une action concertée. Les revendications activistes visent à remettre en cause la gestion de la direction.

Pression indirecte

A côté de l'« activisme direct » que nous venons de décrire, existe une autre forme de pression, plus indirecte, des actionnaires sur la direction. Elle passe par la communication financière et les évaluations d'analystes financiers qui agissent comme des signaux envoyés à la direction et allant dans le sens de l'intérêt de l'actionnaire.

Comme l'explique l'économiste Thomas Coutrot, « *Le droit boursier va jouer un rôle décisif, en définissant des normes de transparence que doivent respecter les sociétés cotées ainsi que les investisseurs lorsqu'ils s'échangent des titres. Par ailleurs, un ensemble d'agents (les « gatekeepers » ou garde-fous) doit veiller à la bonne information des investisseurs: au premier plan, on trouve les cabinets d'audit, chargés de certifier les comptes des entreprises, et les analystes financiers, chargés de conseiller les investisseurs sur l'opportunité de vendre ou d'acheter tels ou tels titres. On espère ainsi (selon la théorie de « l'efficacité des marchés financiers ») que les prix renseigneront correctement les investisseurs sur la valeur intrinsèque des entreprises¹. [...] »*

Les auditeurs, analystes, et agences de notation ont en effet été propulsés « garants » de la bonne information du marché boursier. Ils exercent une influence sur les décisions des

1. Coutrot T., « Gouvernance d'entreprise, quels pouvoirs pour quelle finalité ? », Septembre 2011, *Attac*.

investisseurs en prodiguant des conseils d'achat ou de vente sur les titres boursiers.

Mais les analystes ont également une influence sur le management des entreprises. Comme semblent le montrer plusieurs études¹, les décisions d'investissement à long terme, d'investir dans la R&D, ou la capacité à innover pour une entreprise semblent diminuer à mesure que le nombre d'analystes financiers qui suivent la firme augmente.

En publiant des recommandations ou des notations, c'est la gestion des entreprises qui est évaluée par les analystes financiers, et à travers elle ses dirigeants. Les garde-fous de la finance permettent donc une influence sur les stratégies et politiques organisationnelles des entreprises par la publication d'indicateurs financiers – comme l'EVA²-, qui reflètent finalement plus la capacité de la firme à créer de la valeur actionnariale que sa réelle santé à moyen-long terme.

Comme le suggéraient déjà Montagne et Sauviat³ en 2001, le « mode d'influence [des actionnaires institutionnels] pourrait être qualifié de « sollicitation-délégation » dans la mesure où le principe de délégation est maintenu (les actionnaires institutionnels ne prétendent aucunement gérer à la place des dirigeants et maintiennent la division des tâches), mais ils sollicitent en permanence ces derniers en leur communiquant leur propre analyse de la situation. Sans pour autant imposer formellement, ils indiquent ainsi aux dirigeants des gammes d'orientations stratégiques et organisationnelles qui leur semblent acceptables [...]. Plutôt que d'un pouvoir d'injonction, il s'agit là d'un pouvoir de suggestion. »

1. Notamment: DesJardine, Mark R, *Under Pressure: The Causal Effect of Financial Analyst Coverage on Long-Term Capital Investments* (August 25, 2015); He JJ, Tian X. 2013. *The dark side of analyst coverage: The case of innovation. Journal of Financial Economics*; et Derrien F, Kecskés A. 2013. *The real effects of financial shocks: Evidence from exogenous changes in analyst coverage. The Journal of Finance* 68(4): 1407-1440 cités dans DesJardine (2015)

2. *Economic Value Added, un indicateur inventé et breveté par le cabinet Stern & Stewart*

3. Montagne S., Sauviat C. (2001), « L'influence des marchés financiers sur les politiques sociales des entreprises : le cas français », *Travail et emploi*, n° 87, juin, p. 111-126.

Une boîte à outils bien remplie

Les actionnaires disposent donc d'une large gamme d'outils à leur disposition.

La majorité d'entre eux ne s'implique pas directement dans la gestion des entreprises, et préfère « voter avec les pieds » en cas de désaccord avec la direction. L'actionnaire vend ou menace de vendre ses actions. Une menace qui vise le dirigeant de l'entreprise: en effet, en cas de vente massive d'actions, le cours en bourse risque de diminuer, ce qui accroît la probabilité d'un rachat de l'entreprise (puisque sa valeur boursière a diminué). Lors de rachat d'entreprise, l'équipe dirigeante est pratiquement toujours remplacée. Le vote avec les pieds est donc un signal envoyé au management afin qu'il modifie sa stratégie.

Les actionnaires actifs et activistes tenteront de peser sur la stratégie des entreprises par divers moyens (rencontres, campagnes médiatiques, nomination d'administrateurs...). Le vote en assemblée générale des actionnaires est le principal canal par lequel les actionnaires agissent: en votant les rémunérations des dirigeants, en les nommant et en les révoquant. Mais c'est également par la proposition de résolutions ou par l'obtention de procurations que les activistes tenteront d'infléchir la politique de la firme. La capacité de mettre en œuvre des pratiques activistes dépend quoi qu'il en soit des réglementations nationales qui encouragent ou au contraire limitent l'activisme selon les pays.

Actifs ou passifs, les actionnaires bénéficient quoi qu'il en soit d'une architecture des marchés financiers dans laquelle l'information distillée par les garde-fous (analystes financiers, agences de notation...) tend à associer la santé des entreprises à la création de valeur actionnariale et à récompenser les « bons » dirigeants en fonction de ce critère ; influençant par là même le développement des entreprises (tendance à moins investir sur le long terme, à moins consacrer de fonds à la R&D et à moins innover), le plus souvent au détriment du travailleur.

Typologie des investisseurs institutionnels

Les investisseurs institutionnels collectent et gèrent des actifs financiers pour le compte de leurs clients. Le terme englobe des institutions très différentes. Banques, organismes de placement collectifs, fonds de pension et assurances sont des investisseurs institutionnels. Pour ce numéro, nous excluons volontairement les banques et les assurances des investisseurs institutionnels, ne portant notre étude que sur les différents OPC, fonds de pension, fonds d'investissement, hedge fund...

Un Organisme de placement collectif (OPC) recueille les fonds provenant de divers investisseurs et investit ce capital collectivement dans un ensemble d'instruments financiers. Les OPC sont donc une forme de gestion collective du portefeuille. Leur portefeuille est généralement diversifié.

Parmi les OPC on trouve des fonds communs de placement (ou mutual fund). Un fonds de placement, à la différence d'une société d'investissement, ne possède pas la personnalité juridique. Les parts que l'on possède d'un fonds de placement sont désignées par le terme 'droits de participation'. Celles que l'on reçoit d'une société d'investissement sont désignées par le terme 'actions'. Ces deux types de fonds collectent l'épargne de leurs clients puis acquièrent des titres financiers (actions, obligations...). Ils rémunèrent les épargnants à fréquence régulière (trimestre, année...).

Les fonds de pension sont également des OPC. Ils sont le fait de sociétés privées ou d'administrations. Ce sont des fonds d'investissement spécifiques à la retraite par capitalisation. Ces fonds collectent l'épargne des travailleurs en vue de payer leurs retraites en fin de carrière. Ils correspondent au troisième pilier des pensions en Belgique.

Les hedge funds (fonds spéculatifs) sont des fonds d'investissement non cotés, à vocation spéculative, qui recherchent des niveaux de rentabilité élevés. Seules les techniques de gestion utilisées (effets de leviers, vente à découvert, produits dérivés) permettent de les différencier des fonds d'investissement traditionnels. Il n'existe pas de définition légale des hedge funds, qui ne publient généralement pas de comptabilité et sont moins soumis aux réglementations. La mise de départ élevée pour entrer dans le fonds fait que ce type d'organisme est réservé à des clients fortunés. Leurs résultats

sont en théorie déconnectés des cours d'actions/obligations.

Les ETF (exchange traded-fund) sont des fonds dits indiciels. Ils sont les plus récents des différents types de fonds. Ils reproduisent la performance d'un indice donné (par ex le BEL20 ou le CAC40). Un ETF achètera des actions de toutes les entreprises d'un indice en fonction de leur poids dans l'indice. La performance globale sera ainsi reproduite. On dit de la gestion des ETF qu'elle est passive. Les ETF ont pris une part considérable dans la finance outre-Atlantique. Ils représentent plus du quart des opérations réalisées sur les marchés financiers états-unis.

Les fonds de private equity, comme leur nom l'indique, sont « privés ». Leurs participations ne sont pas cotées, mais détenues par des fonds spécialisés. Etant donné que ces fonds ne sont pas accessibles au grand public, leurs obligations d'information sont moindres. L'argent collecté par les fonds de private equity provient généralement d'autres investisseurs institutionnalisés (banques, assurances, fonds de pension...). Ces fonds utilisent notamment les LBO (leverage buy-out ou achat à effet de levier): le fonds s'endette pour racheter une entreprise, la restructure drastiquement (scission d'activité, taille dans les effectifs) et récupère sa mise, ainsi qu'une plus-value une fois la restructuration terminée et les parts revendues.

On notera l'existence des fonds souverains. Ce sont des fonds dont les ressources proviennent des États. Certains pays, notamment des producteurs de matières premières comme la Norvège ou le Qatar, ont monté ce type de fonds pour placer les recettes des ventes de ressources naturelles.

Les fonds de fonds sont des structures possédant des participations dans plusieurs fonds d'investissement, mutual funds ou hedge funds.

Une même institution financière pourra proposer différents types de fonds en parallèle. BlackRock, le plus important gestionnaire de fonds au monde propose par exemple à ses clients de placer leur argent dans des fonds de pension, des ETF, mais également dans des hedge funds. Chaque type de fonds ayant ses coûts d'entrée, ses niveaux de risque et ses rendements propres.

Qui sont les actionnaires du BEL-20 ?

La presse économique met régulièrement l'accent sur le cours de la bourse. L'indice phare en Belgique est le BEL-20 qui regroupe 20 sociétés parmi les plus importantes dans le pays. L'objet de cette analyse est d'étudier la démographie de l'actionnariat des entreprises belges du BEL-20.

Le BEL-20 est l'indice qui combine les valeurs boursières de 20 entreprises ayant une activité en Belgique. Il ne s'agit pas forcément des 20 plus grosses entreprises actives dans le pays (en termes de chiffre d'affaires ou d'emploi). Celles-ci ne sont d'ailleurs pas nécessairement belges, ne possèdent pas toujours leur maison mère dans le pays, et n'ont pas forcément pour cotation principale la bourse de Bruxelles. Pour figurer dans le BEL-20, les candidats doivent remplir plusieurs conditions: avoir un flottant (la part du capital détenu par des actionnaires possédant moins de 5% des actions) au moins égal à 300.000 fois le niveau du BEL-20, avoir un volume d'actions échangées qui représente au moins 35% du capital flottant de la société et disposer d'au moins 15% de ses activités et effectifs en Belgique. Ces règles ne sont pas toujours intégralement respectées. AB Inbev ne dispose pas de 15% de ses activités et de ses effectifs en Belgique, mais est une société historiquement belge et a fait de Bruxelles sa place de cotation principale. De même, ING qui restructure ses activités, risque de voir baisser sous la barre des 15% la part de son personnel belge dans l'emploi total du groupe.

Ces règles sont susceptibles d'être modifiées par Euronext, la société privée qui coordonne les places de marché belges, françaises, britanniques, néerlandaises et portugaises. Plusieurs réformes ont eu lieu au cours des dernières décennies en Belgique (modification des seuils d'entrée par ex.).

Une information parcellaire

La principale difficulté lorsqu'il s'agit d'étudier l'actionnariat des sociétés transnationales est

l'accès à l'information. La quasi-totalité des entreprises cotées sont des sociétés anonymes. Par définition, leurs actionnaires ne sont pas connus. Des règles de transparence existent cependant et obligent les actionnaires à notifier leurs participations en cas de franchissement de seuils. Lorsqu'un actionnaire dépasse le seuil de 5% des actions en sa possession ou descend sous cette limite, il est contraint d'en informer l'autorité des services et marchés financiers, la FSMA. Plusieurs seuils réglementaires existent. Il est généralement de 5% en Belgique, et peut varier pour des entreprises (1, 2, 3, 4 ou 7,5%)¹ qui souhaiteraient connaître et/ou rendre publique l'identité de leurs actionnaires.

Pour les actionnaires dont les participations sont inférieures aux seuils statutaires, il n'y a aucune obligation de publicité. Il est parfois possible de retrouver la trace de participations dans les rapports annuels des actionnaires ou sur leurs sites internet. Certains fonds communiquent publiquement sur tout ou partie de leurs participations, d'autres pas. Pour la présente analyse, nous avons utilisé la base de données Amadeus du bureau Van Dijk², une société privée d'information et d'intelligence économique. Celle-ci n'est malheureusement pas librement et gratuitement accessible au public. La base reprend des informations obtenues par divers moyens (rapports annuels, communiqués...). Cette base de données n'est cependant pas parfaite puisque les informations n'y sont pas nécessairement à jour et que les petites

1. Voir les seuils de notifications statutaires sur le site de la FSMA : <http://www.fsma.be/fr/Supervision/fm/gv/ah/Thresholds.aspx>

2. Celle-ci a été consultée entre février et avril 2017. Nous retenant la composition du BEL-20 qui a pris cours en mars 2017 : avec Sofina et Aperam, sans Ahold-Delhaize et Elia

participations ne sont pas toujours connues. Dans certains cas, nous avons complété les informations manquantes par celles dont dispose la base de données du CRISP sur l'actionnariat des entreprises wallonnes¹.

Une autre difficulté est liée aux structures en cascades adoptées par certains actionnaires. L'identité du commanditaire final n'est pas toujours connue, surtout lorsque l'actionnaire de l'entreprise est dissimulé derrière plusieurs niveaux de propriété. La réglementation oblige la maison mère d'un groupe à notifier les participations de ses filiales en cas de franchissement de seuil. Cette réglementation ne s'applique pas aux fonds de placement qui font partie d'une même entité, mais qui gèrent eux-mêmes leurs droits de vote. Il est donc possible que les participations mentionnées pour certains fonds dans cet article soient ainsi sous-estimées. Tant que possible, nous avons regroupé les différentes participations d'un même actionnaire final.

Quelle représentativité du BEL-20 ?

Avant d'entrer dans le détail, nous allons d'abord nous demander si le BEL-20 est représentatif de l'économie belge. La réponse est non. Le tableau suivant montre la part relative de chaque société dans le BEL-20. Nous proposons 3 répartitions dans ce tableau. La première, « Capitalisation BEL-20 », calcule la part de chaque société en fonction de sa capitalisation boursière. Le constat immédiat est la taille disproportionnée de la plus importante valeur, AB Inbev qui représente à elle seule plus de 44% de la capitalisation boursière du BEL-20. Le reste des sociétés cotées dispose de capitalisations plutôt faibles en comparaison à d'autres places européennes comme Londres, Paris ou Francfort.

La colonne « Capitalisation Euronext » reprend les pondérations fixées par Euronext pour les différentes sociétés. Elle répond à plusieurs règles, notamment à celle qui veut

qu'une valeur ne puisse dépasser le seuil de 15%. Les pondérations sont revues tous les ans. Elles n'ont aucune valeur pour l'analyse économique mais sont plutôt destinées aux investisseurs financiers. Le calcul de la pondération est complexe et dépend notamment du nombre d'actions émises et de leur valeur. Enfin, la colonne « capitalisation BEL-18 » est la même que la « capitalisation BEL-20 » à la différence que nous avons retiré deux valeurs, Engie et ING, qui ne sont pas des entreprises belges et pour lesquelles le BEL-20 n'est qu'une cotation secondaire. La cotation principale d'Engie est à Paris, celle d'ING à Amsterdam. Cette colonne reprend donc les « entreprises belges » du BEL-20.

Tableau 1 - Capitalisation du BEL-20 selon différentes pondérations et secteurs représentés

| Entreprise | Capitalisation BEL-20 (%) | Capitalisation BEL-18 (%) | Capitalisation Euronext (%) | Secteur ¹ |
|-----------------------|---------------------------|---------------------------|-----------------------------|----------------------|
| Ab Inbev | 44,401 | 56,99 | 12.05 | K (ou C) |
| Ackermans & Van Haren | 1,248 | 1,60 | 2.75 | K |
| Ageas | 2,001 | 2,57 | 5.69 | K |
| Aperam | 0,921 | 1,18 | 1.75 | C |
| Bekaert | 0,704 | 0,90 | 1.32 | C |
| Bpost | 1,113 | 1,43 | 1.75 | H |
| Cofinimmo | 0,563 | 0,72 | 1.65 | L |
| Colruyt | 1,724 | 2,21 | 2.20 | G |
| Engie | 8,252 | / | 12.56 | D |
| Galapagos | 0,996 | 1,28 | 2.41 | C |
| GBL | 3,547 | 4,55 | 5.47 | K |
| ING | 13,833 | / | 11.63 | K |
| KBC | 6,614 | 8,49 | 11.59 | K |
| Ontex | 0,627 | 0,80 | 1.53 | C |
| Proximus | 2,507 | 3,22 | 3.57 | J |
| Sofina | 1,131 | 1,45 | 1.60 | K |
| Solvay | 3,095 | 3,97 | 6.76 | C |
| Telenet | 1,654 | 2,12 | 2.34 | J |
| UCB | 3,590 | 4,61 | 7.32 | C |
| Umicore | 1,480 | 1,90 | 4.05 | C |

Note: pour la colonne « secteur », classification selon la BNB, voir les explications dans le tableau 2

1. Disponible en libre accès sur : www.actionnariatwallon.be

Nous avons ensuite regroupé les entreprises par secteur, selon la nomenclature utilisée par la Banque nationale belge¹. Sept secteurs sont représentés dans le BEL-20: l'industrie manufacturière, les activités financières (banques, holdings, société à participations financières et assurances), le transport et stockage, l'immobilier, la vente de gros et de détail, la fourniture d'électricité et de gaz, et les télécommunications.

Le tableau 2 compare le poids de chaque secteur dans le BEL-20 (avec et sans la pondération euronext) et dans le PIB belge. La classification choisie pour AB-Inbev modifie fortement les poids respectifs des secteurs selon que l'on considère la société comme un holding (c'est comme cela que la maison mère, celle qui est cotée, est classifiée par le SPF finance²) ou comme une entreprise manufacturière (fabricant de bières, c'est le cas d'Inbev Belgium³).

Les secteurs présents dans le BEL-20 n'englobent que la moitié du PIB belge. Quelques secteurs importants comme la construction (5,43% du PIB), les services (hors télécoms et la finance), l'enseignement (6,99% du PIB), les activités comptables, juridiques et de gestion (8,37% du PIB) ne sont pas représentés. Cela s'explique notamment par le fait que ces secteurs ne comptent que peu d'entreprises de grande taille ou ne se financent pas via les marchés financiers. De même, des secteurs importants comme l'automobile sont totalement détenus par des entreprises étrangères, et donc pas cotées à Bruxelles.

1. <http://stat.nbb.be/Index.aspx?lang=fr&SubSessionId=14da0ccd-2d09-4ba5-a3c1-9e2cb3c25778&themetreid=7>

2. <http://kbopub.economie.fgov.be/kbopub/toonondernemings.html?ondernemingsnummer=417497106>

3. <http://kbopub.economie.fgov.be/kbopub/toonondernemings.html?ondernemingsnummer=433666709>

Par conséquent, le secteur financier se retrouve surreprésenté dans l'indice boursier (entre 28 et 72% de l'indice contre seulement 6,29% du PIB), de même que la fourniture d'énergie et les télécoms.

Pour le reste, l'indice sous-représente les secteurs de l'immobilier et des transports. Cette sous-représentation est particulièrement criante pour le commerce qui n'est plus représenté que par Colruyt depuis qu'Ahold-Delhaize a quitté le BEL-20 début 2017. Une étude réalisée avec un indice boursier légèrement différent arrivait déjà à la même conclusion⁴.

Quelle part de l'actionariat connu ?

Avant de s'attaquer à la démographie du BEL-20 en tant que telle, nous avons dû déterminer la part de l'actionariat connu. Le tableau 3 reprend les pourcentages d'actionnaires connus

Tableau 2 - Secteurs représentés et poids respectifs dans le PIB et dans le BEL-20 (en %)

| Secteurs représentés dans le BEL-20 | Poids dans le PIB 2015 | Poids dans le BEL-20 | Poids dans BEL-20 (pondération euronext) |
|---|------------------------|-----------------------------------|--|
| C (industrie manufacturière) | 14,27 | 11,413 / (55,81 si Inbev=C) | 25,14 / (37,19 si Inbev=C) |
| K (activités financières – banques, holdings, société à participations financières et assurances) | 6,29 | 72,775 / (28,37 si Inbev=C) | 50,78 / (38,73 si Inbev=C) |
| H (transport et stockage) | 5,44 | 1,113 | 1,75 |
| L (immobilier) | 8,5 | 0,563 | 1,65 |
| G (ventes de gros et de détail) | 12,26 | 1,724 | 2,2 |
| D (fourniture électricité, gaz, air conditionné...) | 1,43 | 8,252 | 12,56 |
| J (télécommunications) | 1,36 | 4,161 | 5,91 |
| Total | 49,55 | 100 | 100 |

4. Koopman D, "The representativeness of the BEL-20 as indicator for the Belgian economy", Masterproef voorgedragen tot het bekomen van de graad van Master of Science in de Toegepaste Economische Wetenschappen: Handelsingenieur. Universiteit de Gand.

pour chaque entreprise. En moyenne pondérée (BEL-18), ce sont 69% des actionnaires qui sont identifiés, 64% si l'on ne reprend que la moyenne arithmétique. Sauf pour Cofinimmo, la part d'actionnaires identifiés est supérieure à 43% et dépasse les 50% dans 14 des 18 sociétés étudiées.

Le BEL-20 est donc un indice plutôt « transparent » comparé à d'autres indices européens et surtout par rapport aux indices anglo-saxons. Ceci s'explique par la présence d'actionnaires principaux disposant de parts importantes. Le marché boursier belge est en effet très concentré (voir tableau 4 ci-après) comparé à d'autres marchés boursiers¹ dans lesquels les investisseurs institutionnels composent la majeure partie de l'actionnariat.

Reste un tiers d'actionnaires qui ne sont pas identifiables. Parmi ceux-ci, on peut légitimement penser que des individus sont présents, mais également des investisseurs institutionnels pour lesquels les obligations de notifications sont moins contraignantes.

Démographie

Venons-en à la démographie du BEL-20. Dans le tableau 4, nous avons classé les actionnaires en différentes catégories. La classification reprend celle utilisée par Reneboog² (1997), et par Lambert et Tesolin³ (2014).

6 catégories d'actionnaires sont reprises : (1) les sociétés⁴, (2) les stichtingen⁵, fondations et holdings, (3) les investisseurs institutionnels (hors banque, assurances, et fonds publics), (4) les pouvoirs publics⁶, (5) les banques et assurances, (6) les individus (particuliers, membres des familles fondatrices ou dirigeants)⁷.

Tableau 3 - Part de l'actionnariat et nombre d'actionnaires identifiés

| | % actionnariat connu | nbre d'actionnaires connus |
|----------------------------------|----------------------|----------------------------|
| AB Inbev | 73,16 | 59 |
| Ackermans & V.Haaren | 43,70 | 21 |
| Ageas | 47,27 | 50 |
| Aperam | 81,04 | 58 |
| Bekaert | 69,63 | 71 |
| Bpost | 60,00 | 35 |
| Cofinimmo | 24,02 | 35 |
| Colruyt | 74,43 | 44 |
| Galapagos | 82,83 | 62 |
| GBL | 71,07 | 34 |
| KBC | 54,72 | 54 |
| Ontex Group | 66,95 | 45 |
| Proximus | 77,36 | 46 |
| Sofina | 61,90 | 13 |
| Solvay | 48,48 | 38 |
| Telenet Group | 82,67 | 31 |
| UCB | 76,87 | 38 |
| Umicore | 62,48 | 55 |
| Moyenne | 64,37 | 43,83 |
| Moyenne pondérée (BEL-18) | 69,15 | 52,22 |

1. Voir Gugler, Mueller & Yurtoglu, "Insider ownership, ownership concentration and investment performance: An international comparison", *Original Research Article, Journal of Corporate Finance*, Volume 14, Issue 5, December 2008, Pages 688-705. Les auteurs montrent ici un lien entre la concentration de l'actionnariat et le type de droit en vigueur. Les pays anglo-saxons de common law semblent avoir un actionnariat plus dispersé que les pays de droit civil. Les pays de droits civils possèdent des actionnaires majoritaires avec des parts plus importantes que pour les pays de common law.

2. Reneboog, L., 1997, "Shareholding Concentration and Pyramidal Ownership Structures in Belgium" in M. BALLING, E. HENNESSY and R. O'BRIEN (eds.), *Corporate Governance, Financial Markets and Global Convergence*, Dordrecht, Kluwer Academic Publishers.

3. Tesolin, Giorgio ; Lambert, Thomas. Evolution et structure de l'actionnariat bruxellois. In: *Forum financier : revue bancaire et financière*, no.5, p. 409-422 (2014)

4. Nous avons inclus dans cette catégorie l'auto détention de titres: lorsqu'une société possède ses propres actions. L'auto détention ne représente jamais plus de quelques pourcents.

5. Fondations de droit néerlandais (le plus courant dans notre cas) ou luxembourgeois.

6. Cette catégorie reprend les participations directes des Etats et des administrations publiques, mais également les fonds de pension et fonds souverains gérés publiquement. C'est le cas de Norges group par exemple, qui gère les pensions et le patrimoine financier de l'Etat norvégien à travers différents fonds.

7. Cette catégorie est tout à fait négligeable pour notre étude tant les parts détenues sont faibles. On retrouve principalement des dirigeants des entreprises dans cette catégorie.

Tableau 4 - démographie du BEL-18 ventilée, part et identité de l'actionnaire principal

| | % (1) | % (2) | % (3) | % (4) | % (5) | % (6) | % actionnaire principal | Identité de l'actionnaire principal |
|----------------------------------|-------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------------------|---|
| Ab Inbev | 0,00 | 54,73 | 10,67 | 2,32 | 5,44 | 0,00 | 34,29 | Stichting AB Inbev (Familles) |
| Ackermans et V.Haaren | 2,10 | 33,00 | 4,52 | 1,78 | 2,30 | 0,00 | 33 | Scaldis invest et Belfimas (familles Ackermans et Van Haren) |
| Ageas | 5,02 | 2,29 | 22,10 | 5,18 | 12,68 | 0,00 | 5,17 | Ping An (assurance, Chine) |
| Aperam | 40,80 | 0,00 | 21,73 | 2,03 | 16,48 | 0,00 | 40,8 | Arcelor Mittal |
| Bekaert | 1,75 | 38,11 | 18,71 | 2,68 | 6,48 | 1,90 | 37,2 | Fondation Bekaert |
| Bpost | 0,00 | 0,00 | 4,25 | 51,95 | 3,80 | 0,00 | 51 | Etat belge |
| Cofinimmo | 0,24 | 2,08 | 10,63 | 1,78 | 9,29 | 0,00 | 4,21 | SAS La Boétie (Crédit agricole) |
| Colruyt | 1,64 | 61,72 | 7,20 | 1,94 | 1,93 | 0,00 | 55,87 | Holding famille Colruyt |
| Galapagos | 22,38 | 0,00 | 44,34 | 1,43 | 14,36 | 0,32 | 6,4 | Johnson & Johnson (puis 4 investisseurs institutionnels et 1 assurance ≈ 5% chacun) |
| GBL | 0,00 | 54,54 | 14,07 | 1,58 | 0,88 | 0,00 | 53,81 | Pargesa/Sagerpar. (Frere & Desmarais) |
| KBC | 1,05 | 33,08 | 13,36 | 1,95 | 5,28 | 0,00 | 32,7 | KBC Ancora, Cera, Boerendond (pacte d'actionnaires) |
| Ontex Group | 0,00 | 7,88 | 37,63 | 4,95 | 16,49 | 0,00 | 7,64 | GBL (Holding) |
| Proximus | 4,67 | 0,30 | 9,00 | 57,45 | 5,94 | 0,00 | 56,14 | Etat Belge |
| Sofina | 2,85 | 53,61 | 4,47 | 0,97 | 0,00 | 0,00 | 53,61 | Holdings famille Boël |
| Solvay | 0,00 | 32,71 | 6,99 | 1,60 | 7,18 | 0,00 | 30,15 | Solvac (Holding famille Solvay) |
| Telenet Group | 57,21 | 0,36 | 11,85 | 7,10 | 6,15 | 0,00 | 56,56 | Liberty global (Entreprise telecom G-B) |
| UCB | 0,00 | 36,38 | 35,14 | 1,83 | 3,50 | 0,02 | 35 | Financière de Tubize (Famille Jansen) |
| Umicore | 3,73 | 22,15 | 28,74 | 3,38 | 4,48 | 0,00 | 16,57 | GBL (holding) |
| Moyenne | 7,97 | 24,05 | 16,97 | 8,44 | 6,81 | 0,12 | 33,9 | |
| Moyenne Pondérée (BEL-18) | 2,55 | 43,05 | 13,14 | 4,85 | 5,54 | 0,02 | 35,79 | |

(1) Sociétés, (2) stichtingen, fondations, holdings, (3) investisseurs institutionnels (hors banques, assurances, et fonds publics), (4) pouvoirs publics, (5) banques et assurances, (6) Individus

La première conclusion est la forte **concentration de l'actionariat du BEL-20**. Généralement, les entreprises de l'indice ont un actionnaire principal bien identifié et possédant une part plus importante que le reste des actionnaires. En moyenne, le principal actionnaire possède plus du tiers des droits de vote.

Ageas, Cofinimmo, Galapagos, Ontex sont les sociétés à l'actionariat le plus dispersé. L'actionnaire principal y dispose de parts comprises entre 4,2% et 7,64%. Ce sont les investisseurs

institutionnels, qui disposent, réunis, de la part la plus importante.

Six sociétés disposent d'un actionnaire majoritaire dont les parts sont supérieures à 50%. Proximus et Bpost ont pour actionnaire majoritaire l'Etat belge avec un peu plus de 50% des droits de vote. Telenet est détenue par Liberty Global à plus de 56%. On peut donc considérer que Telenet est une filiale de la société britannique. GBL, Sofina et Colruyt sont les trois autres sociétés à avoir un actionnaire majoritaire. Les familles Frère et Desmarais, les familles Boël et

Colruyt chapeautent respectivement ces trois sociétés.

Beckaert, Aperam, AB Inbev, Solvay, UCB, KBC et A&VH disposent d'un actionnaire détenant plus de 30% des droits de vote et donc d'un contrôle de fait de l'entreprise. Aperam, entreprise sidérurgique, est détenue à plus de 40 % par Arcelor Mittal et peut également être considérée comme une filiale du groupe. Pour Bekaert, AB Inbev, UCB et Solvay et AV&H, ce sont des fondations ou des holdings détenus par les familles qui ont le contrôle sur l'entreprise.

La banque KBC a aussi un actionnaire de référence, avec le pacte entre les trois principaux actionnaires KBC Ancora, Cera et le Boerenbond.

Reste Umicore qui dispose d'un actionariat un peu plus dispersé. On peut tout de même y identifier un actionnaire principal, qui n'est autre que GBL, le holding du duo Frère-Desmarais.

Quel type d'acteur est le mieux représenté dans le BEL-20 ? Ce sont les fondations (stichtingen) et holdings détenus par des familles qui sont les principaux actionnaires de l'indice boursier belge, suivis par les investisseurs institutionnels. En supprimant les pondérations – et donc en réduisant la surreprésentation d'AB Inbev dans l'indice - on retrouve un résultat similaire, à la différence que la part des holdings et stichtingen régresse (de 43 à 24%) et que celle des autres catégories progresse.

Le BEL-20 est donc un indice boursier à l'actionariat concentré, et dominé par quelques familles belges.

Le journal L'Echo a publié début 2017 un dossier sur la présence des familles nobles dans les conseils d'administration du BEL-20. Les résultats semblent corroborer ceux obtenus ici. L'étude de L'Echo portait sur le BEL-20 avant mars 2017: avec Ahold Delhaize et Elia en lieu et place de Sofina et Aperam.

Selon le journal économique, seules 5 entreprises n'avaient aucun noble dans leur conseil d'administration : Proximus, Engie, Elia, Galapagos et Ontex. Les trois premières ont un actionnaire

de référence public (Engie est détenue pour un tiers par l'Etat français, Proximus et Elia par les pouvoirs publics belges). Galapagos et Ontex ont pour caractéristique d'être les deux entreprises du BEL-20 avec la part d'investisseurs institutionnels la plus forte.

On retrouve le plus de nobles dans les conseils d'administration de GBL (6), Bekaert (7), Solvay (7), UCB (5) et AB Inbev (3); liés aux familles fondatrices de ces groupes, dont certaines font partie de la noblesse belge depuis de nombreuses décennies. L'anoblissement d'Albert Frère est lui plus récent, et n'est pas lié aux réseaux sociaux et matrimoniaux construits de longue date par les vieilles familles nobles belges (Jansen, Solvay, Boël notamment)¹. Le pouvoir des familles belges dans AB Inbev s'est un peu plus dispersé du fait des fusions successives du groupe où l'on retrouve également la présence des familles brésiliennes (AnBev) et américaines (Anheuser-Busch).

Colruyt fait figure d'exception en étant majoritairement contrôlée par la famille du même nom mais avec un seul noble au CA, son dirigeant Jef Colruyt. De même pour AV&H (2 nobles au CA), dont les membres de la famille fondatrice, d'origine néerlandaise, ont été peu anoblis².

Au total, ce sont 40 postes³ sur 249 qui sont détenus par des nobles, soit un total de 16%: une surreprésentation 50 fois supérieure à celle de la noblesse dans l'ensemble de la population belge. Le même décompte avait été fait en 2010 avec un BEL-20 un peu différent. La part de nobles dans les conseils d'administration était alors de 20%.

Si l'on s'intéresse à la composition des holdings familiaux contrôlant les entreprises mentionnées, on retrouve des proportions de nobles

1. Lire Brédart Xavier, Bughin Christiane, Colot Olivier, Finet Alain, Giuliano Romina, Monaco Carole, «La Belgique : un royaume fait de noblesse et de holdings familiaux» in *XVIe Journées d'histoire de la comptabilité et du management*, 23-25/03, 1-39, Nantes, France, 2011

2. *Ibid.*

3. Certains postes sont détenus par une même personne qui peut être administratrice de plusieurs sociétés. On compte 37 personnes différentes occupant ces 40 postes.

encore plus importantes comme au sein de la financière de Tubize ou de Solvac¹.

Le « recrutement » de la noblesse en Belgique se fait surtout dans les grandes entreprises et parmi les hommes d'affaires. Les familles fondatrices des grandes entreprises ont mis en place des stratégies matrimoniales et de relations de longues dates qui leur ont permis de consolider leur activité économique et de maintenir un contrôle sur les entreprises. L'identité des administrateurs reflète donc pour partie le constat de la forte concentration des familles nobles dans le principal indice boursier de l'économie belge.

Dividendes

Le tableau 5 montre les dividendes versés et les taux de dividendes correspondants. Les taux de dividendes illustrent la part des profits réalisés qui est consacrée aux actionnaires. Les résultats sont tout à fait hétérogènes selon les entreprises et la conjoncture – certaines entreprises ne distribuant pas de dividendes, d'autres, comme Engie, pouvant rétribuer leurs actionnaires près de 2.000 fois plus que leurs profits.

En moyenne simple, les entreprises du BEL-20 ont distribué des dividendes équivalents aux profits engendrés en 2015. En 2016, en reprenant l'ensemble des entreprises de l'indice, ce résultat s'élève à 112,9% des profits réalisés: réunies, les entreprises du BEL-20 ont distribué plus de dividendes qu'elles n'avaient réalisé de profits. Un résultat qui tient assez largement aux « anomalies statistiques » que constituent Engie et AB Inbev dans cet indice.

On constate des dividendes en hausse de plus de 16% entre 2015 et 2016, de 15,17 milliards distribués pour l'exercice 2015 à 17,83 milliards en 2016. Ceci s'explique notamment par le fait que l'ensemble des entreprises du Bel-20 a réalisé des bénéfices en 2016, ce qui n'était pas le cas en 2015.

Plusieurs entreprises distribuent des dividendes supérieurs à leurs bénéfices (Inbev, Engie, Ageas et Umicore). Les entreprises qui disposent du plus fort actionariat institutionnel, à l'instar

1. Brédart et alii, (2011) *op.cit*

de Cofinimmo Umicore et Ageas, distribuent des dividendes généreux (entre 82 et 150% des profits). Cela est moins vrai pour Galapagos ou Ontex. Plus surprenant, les entreprises disposant d'un actionnaire principal public (Bpost, Proximus, et Engie) sont parmi celles qui distribuent le plus de dividendes en proportion de leurs résultats. Les deux premières disposent d'une majorité publique mais sont gérées comme des entreprises privées. Même constat pour Engie opérateur public du gaz en France, qui s'est internationalisé² et est également géré comme une entreprise privée – malgré sa mission de service public - depuis la libéralisation des marchés de l'énergie entamée dans les années 1990 et 2000.

Constats toujours valables

D'autres études ont déjà été réalisées pour connaître la composition de l'actionariat des entreprises cotées sur le marché belge. On pourra mentionner les rapports que réalisait le service d'étude de la banque ING au travers de son bulletin financier jusqu'en 2009. Plus récemment une étude de Tesolin et Lambert³ s'était intéressé au même sujet. Ces études portaient sur un échantillon plus grand – autour de 130 entreprises - que le seul BEL-20 puisqu'elles intégraient les petites et moyennes capitalisations.

La taille des échantillons étudiés rend donc difficiles les comparaisons puisque nous ne nous sommes intéressés qu'au BEL-20. Nous n'avons pas abordé la nationalité des actionnaires non plus mais avons repris les montants des dividendes. Certaines conclusions de ces études sont cependant toujours valables.

Le marché boursier belge est concentré par rapport à d'autres places financières. Ce sont les familles – via des structures de contrôle de façade (holdings et stichtingen) – qui disposent toujours des parts les plus importantes dans la plupart des sociétés du BEL-20. AB Inbev demeure le « poids lourd parmi une multitude de poids plume » dans un indice somme toute peu représentatif de l'économie belge.

2. Voir l'histoire d'Engie sur l'observatoire critique des multinationales Mirador : <http://www.mirador-multinationales.be/secteurs/energie/article/engie-gdf-suez>

3. Tesolin & Lambert (2015), *op.cit*.

**Tableau 5 - Résultats, dividendes et taux de dividendes des firmes du BEL-20
en 2015 et 2016**

| En millions d'euros | Bénéfices 2015 | Dividendes 2015 | Taux de divi- dende 2015 (en %) | Bénéfices 2016 | Dividendes 2016 | Taux de dividende 2016 (en %) |
|----------------------|-------------------|--------------------|---------------------------------------|-------------------|--------------------|-------------------------------------|
| AB Inbev | 7.456 | 7.179 | 96,29 | 1.121 | 7.632 | 680,90 |
| Ackermans & V.Haaren | 437,25 | 49,17 | 11,24 | 366,05 | 64,717 | 17,68 |
| Ageas | 939 | 329 | 35,02 | 223 | 337 | 151,12 |
| Aperam | -443 | 0 | 0 | 359 | 97 | 27,02 |
| Bekaert | 102 | 48,01 | 47,09 | 143,15 | 50,47 | 35,25 |
| Bpost | 309 | 254 | 82,12 | 346,2 | 260 | 75,1 |
| Cofinimmo | 104 | 110 | 106,27 | 96,62 | 79,701 | 82,48 |
| Colruyt ² | 331 | 151,2 | 45,7 | 366 | 150 | 41 |
| Engie | -5.113 | 6.230 | / * | 163 | 3155 | 1935,58 |
| Galapagos | -118 | 0 | 0 | 54,01 | 0 | 0 |
| GBL | 484 | 494 | 102,06 | 2252 | 509 | 22,6 |
| Ing Groep N.V. | 5.535 | 1.393 | 25,17 | 4.390 | 2.521 | 57,42 |
| KBC | 2.639 | 0 | 0 | 2.428 | 753 | 31,01 |
| Ontex Group | 99 | 12,9 | 13,08 | 119,7 | 34,2 | 28,57 |
| Proximus | 499 | 511 | 102,4 | 548 | 525 | 95,80 |
| Sofina | 307 | 79,18 | 25,77 | 267,5 | 82,44 | 30,82 |
| Solvay | 454 | 323 | 71,14 | 674 | 386 | 57,27 |
| Telenet Group | -131 | 0,989 | /* | 1.072 | 0,986 | 0,09 |
| UCB | 674 | 225 | 33,38 | 542 | 231 | 42,62 |
| Umicore | 177 | 114 | 64,41 | 141 | 143 | 101,2 |
| Total | 15.558 | 15.168 | 97,49% | 15.793 | 17.829 | 112,9% |

*Les taux de dividendes ne sont pas calculables ici. Ils correspondent à des années pour lesquelles les entreprises ont distribué des dividendes même en ayant réalisé des pertes.

2. Les comptes de Colruyt paraissent au cours de l'été contrairement aux autres entreprises du BEL-20. Nous avons repris pour 2015 les comptes 2014/2015 et pour 2016 les comptes 2015/2016 de Colruyt.

Les pensions des Norvégiens dans Chevron: c'est éthique ?

Le fonds de pension norvégien, NBIM, est le plus grand fonds public au monde. Malgré la présence d'un conseil d'éthique en son sein et la volonté affichée de se détourner d'activités dommageables à l'environnement, le fonds dispose toujours de parts dans des compagnies pétrolières, comme Chevron, coupable de graves atteintes aux communautés locales et à l'environnement en Equateur. La gestion publique est-elle synonyme d'une gestion différente de celles des investisseurs institutionnels privés ? Explications*.

Le fonds souverain ou fonds d'Etat norvégien (Government pension fund global) est un fonds de pension public. Il diffère d'autres fonds de pension « classiques » puisque ses ressources proviennent non pas des cotisations des travailleurs en vue de leur retraite mais des revenus de l'exploitation du pétrole et des taxes afférentes.

Le pays espère ainsi, lorsque ses réserves d'énergie fossile seront épuisées, percevoir des revenus grâce aux intérêts des placements du fonds, communément appelé « Oil Fund » en Norvège. Le ministère des finances norvégien est légalement responsable du fonds. La gestion des participations est confiée à Norges Bank, la banque nationale norvégienne, selon le mandat que lui a octroyé le parlement norvégien. Norges Bank Investment Management (NBIM), une branche de Norges Bank a en charge la gestion opérationnelle du fonds.

Montants et participations

Les placements du fonds sont de trois types: des actions d'entreprises (64,6% de ses placements), des obligations d'Etats et d'entreprises (32,9% des placements - incluant notamment des bons du trésor belges et des obligations émises par la Communauté flamande) et des participations immobilières (pour 2,5% de ses actifs). Aucun placement n'est réalisé en Norvège¹.

* Remerciements à Letty Fajardo Vera, Pablo Fajardo, Marianne Gulli et Per Ranestad pour les compléments d'informations.

1. Un autre fonds de pension public, de taille plus modeste, coexiste avec le « fonds pétrolier ». Il gère les cotisations des travailleurs en vue de leur pension et investit seulement dans des entreprises ou activités basées en Norvège.

En 2016, le fonds gère des participations dans plus de 9.000 entreprises de 77 pays². Pour la seule Belgique, Norges Group possède des participations dans 53 firmes et est présent dans les 20 entreprises du BEL-20³, le principal indice boursier en Belgique. Le mandat du fonds précise que les participations ne peuvent dépasser 10% des droits de vote par entreprise.

Les 5 plus importantes participations du fonds (en valeur) sont, par ordre d'importance: Apple, Nestlé, Shell, Alphabet (maison mère de Google), Microsoft, Roche et Novartis (industrie pharmaceutique).

Les actifs du fonds ont une valeur de 7.867 milliards de couronnes norvégiennes au premier trimestre 2017⁴, environ 840 milliards d'euros, plus du double du PIB norvégien. Le fonds qualifie sa gestion d'active⁵. NBIM affirme avoir voté dans 11.294 assemblées générales d'actionnaires en 2016 et mis en avant ses attentes auprès des entreprises en ce qui concerne la gouvernance, les droits des actionnaires, et les questions sociales et environnementales. Cette activité se traduit, selon le fonds, par des rencontres avec les dirigeants des entreprises, les régulateurs, les autres actionnaires

2. Voir la liste des participations en 2016 ici: <https://www.nbim.no/hr/report?category=eq&sortby=country&filetype=pdf&year=2016>

3. Voir l'article « Qui sont les actionnaires du BEL-20? » dans Gresea Echos N°90, pages 20-27, juin 2017

4. <https://www.nbim.no/en/the-fund/market-value/>

5. Voir l'article « Investisseurs institutionnels et influence sur la gestion des entreprises » dans Gresea Echos N°90, pages 14-20, juin 2017

et une implication active dans les votes lors des assemblées générales tout en restant attentif aux propositions d'autres actionnaires.

Mandat et « critères éthiques »

Le fonds est géré selon le mandat accordé à la Banque centrale par le parlement norvégien. Il a notamment l'obligation de réaliser des investissements de long terme et de diversifier ceux-ci. L'objectif premier du fonds ne diffère pas de celui d'un fonds classique: atteindre un retour sur investissement maximal. Le mandat de gestion précise que le fonds doit viser un retour sur investissement à long terme, considéré comme « dépendant d'un développement durable sur les plans économiques, sociaux et environnementaux mais également du bon fonctionnement, et de l'efficacité des marchés »¹. Le fonds affiche des retours sur investissements de 5,8% entre 1998 et 2015.

Le mandat du fonds l'oblige à prendre en compte des critères éthiques, sociaux, environnementaux: les investissements ne doivent pas financer des activités qui risquent de nuire à l'accès à l'eau, encouragent le changement climatique ou impliquent le travail des enfants. Par ailleurs, le fonds affiche plusieurs thématiques d'intérêt comme les droits humains, la question de la fiscalité ou de la transparence des entreprises (en ce qui concerne l'information disponible pour les investisseurs) censées orienter ses choix d'investissement.

Le mandat de gestion du fonds précise (section 2-4) que les investissements liés à l'environnement doivent normalement tourner autour d'une valeur de marché comprise entre 30 et 60 milliards de couronnes norvégiennes (entre 3 et 6 milliards d'euros), un montant qui ne représente qu'entre 0.35 et 0.7% des actifs du fonds.

Outre ces initiatives qui semblent plus relever de la communication que d'une réelle volonté d'infléchir les pratiques des sociétés transnationales, le fonds dispose d'un conseil d'éthique en charge de vérifier la bonne mise en œuvre du

mandat à propos des préoccupations éthiques, sociales et environnementales.

NBIM affirme faire appel à des consultants qui font des recherches sur les compagnies investies afin de s'assurer des risques encourus. Comme l'explique le chef du secrétariat du conseil d'éthique : « Nous nous employons à retirer les risques éthiques du fonds. Certaines personnes penseront peut-être que cela signifie la recommandation de l'exclusion du plus grand nombre de sociétés possibles. Cela n'est pas vrai. Premièrement, nous n'émettons de recommandations que pour les cas les plus sérieux ou les violations systématiques, pour lesquels la recherche d'un grand nombre d'exclusions serait une mauvaise voie. Deuxièmement, nous nous satisfaisons du fait que les entreprises qui sont en dialogue avec le conseil [d'éthique] ou Norges bank modifient leur conduite et réduisent elles-mêmes les risques d'une future violation des critères²».

Depuis 2015, le fonds de pension souverain a dressé plusieurs listes d'entreprises exclues³ de ses investissements. Trois listes ont été publiées entre 2015 et début 2017, contenant une centaine d'entreprises écartées selon différents critères⁴ (production d'armes à sous-munition, nucléaire, tabac, violation de droits humains, dommages environnementaux, cas de corruption, violation de normes éthiques). Une quinzaine de sociétés sont placées « en observation » pour leurs activités liées au charbon, à des cas de corruption ou ayant causé des dommages environnementaux.

Parmi les 9.000 entreprises dans lesquelles le fonds de pension norvégien intervient, pratiquement tous les secteurs économiques sont représentés. On y retrouve notamment les matériaux de base (industrie minière, métallurgie, chimie, pétrole), les biens de consommation (habillement, agroalimentaire, électronique, automobile...) et l'industrie.

1. Management mandate, Ch1, section 1-3, §1, <https://www.nbim.no/en/the-fund/governance-model/management-mandate/>

2. http://nettsteder.regjeringen.no/etikkradet/files/2016/03/Etikkradet_AR_2015_web.pdf, p.5

3. <https://www.nbim.no/en/responsibility/exclusion-of-companies/>

4. https://www.regjeringen.no/contentassets/7c9a364d2d1c474f8220965065695a4a/guidelines_observation_exclusion2016.pdf

NBIM détient 0.92% des parts et des droits de vote de la compagnie pétrolière Chevron.

Chevron-Texaco en Equateur : un désastre environnemental

Chevron¹ est une compagnie pétrolière américaine qui compte parmi les 5 plus importantes au monde en termes de chiffre d'affaires. Chevron a fusionné en 2001 avec Texaco.

Cette dernière s'est rendue tristement célèbre pour la contamination de 450 millions d'hectares en pleine Amazonie équatorienne, une zone de haute biodiversité. Et les dégâts causés sont colossaux : pas moins de 62 millions de litres d'eau de formation (résidu de l'extraction de pétrole brut) ont été déversés dans les cours d'eau de la région au cours des 26 ans d'exploitation, entre 1964 et 1990.

Six cent cinquante mille barils de pétrole brut ont été sciemment déversés sur les sols et dans les cours d'eau de la région. La compagnie jetait en effet le pétrole brut au sol à la sortie des puits pour en vérifier la teneur et évaluer la qualité des gisements. Des pratiques rencontrées nulle part ailleurs dans le monde. 880 fosses ne disposant d'aucune isolation ont ainsi été creusées: le tout dans le seul but de réaliser des économies². Les régions affectées enregistrent des taux de cancers trois fois supérieurs à la moyenne en Equateur, ainsi qu'une recrudescence des maladies cutanées, digestives et respiratoires³.

La firme étatsunienne a depuis revendu les actifs qu'elle possédait dans le pays et refuse d'indemniser les victimes et de remédier aux dégâts commis, affirmant en forme de semi-aveux, que Texaco avait déjà nettoyé les pollutions causées⁴. Les dégâts liés à l'exploitation pétrolière de

Texaco en Equateur sont considérés comme la plus importante catastrophe pétrolière continentale de tous les temps⁵ et l'un des pires désastres environnemental de l'Histoire.

Des procédures judiciaires ont été entamées par l'UDAPT (Unión de afectados y afectadas por las operaciones de Texaco) qui représente plus de 30.000 personnes, victimes des pollutions de l'entreprise pétrolière.

Saga judiciaire

Après plus de 20 ans de procédure aux États-Unis et en Equateur, les victimes ont obtenu gain de cause devant la justice équatorienne en 2013 et l'entreprise a été condamnée au versement de 9,5 milliards de dollars de réparations. Chevron a déposé un recours en nullité fin 2013 devant la Cour constitutionnelle équatorienne pour faire annuler cette décision. Cette dernière ne s'est toujours pas prononcée au moment de la rédaction de l'article, après plus de trois ans, alors que ce type de décision ne requiert généralement pas plus de deux ans dans le pays.

Refusant de reconnaître le jugement équatorien, Chevron s'est retourné en 2014 vers un tribunal américain qui a décidé de bloquer la sentence prononcée sur le sol américain; ce qu'a confirmé en août 2016 la cour d'appel de New York⁶. La décision de la cour étatsunienne est sans précédent: une entreprise multinationale a réussi à faire invalider par un tribunal américain une décision de justice prise dans un autre pays⁷.

Face à la volonté de Chevron de ne pas assumer ses responsabilités, des procédures ont été lancées pour faire saisir des biens de l'entreprise à l'étranger. Les victimes de Chevron/Texaco ont

à émerger et contaminer le sol tout en affectant les plantes, animaux et personnes ». Citation tiré de « Affaire contre Texaco-Chevron... ». Voir note 1.

5. Le Monde, « En Equateur, la tâche indélébile du pétrole », 4 mars 2017.

6. "Chevron wins U.S. ruling blocking \$8.6 billion Ecuador rainforest award", Reuters, 8 Aout 2016

7. Une convention interaméricaine d'exécution des jugements existe et est censée faire valider les décisions de justice partout sur le continent américain, un moyen de faire reconnaître la souveraineté judiciaire de ses voisins. Les États-Unis ne sont pas partie prenante à cette convention... David E. & Lefèvre G., Juger les multinationales, Ed. Mardaga-GRIP, 2015, p.30

1. Voir la fiche de Chevron sur le site de l'observatoire critiques des multinationales Mirador : <http://www.mirador-multinationales.be/secteurs/energie/article/chevron>

2. « Affaire contre Chevron-Texaco. Défense des droits de l'homme et environnementaux. » Comité de solidarité avec l'Equateur face à Chevron-Texaco.

3. Plus de détails sur cette affaire ici: <http://texacotoxico.net>

4. « Ce « nettoyage » a consisté essentiellement à couvrir les puits avec de la terre, des déchets pétroliers, des pneus, du ciment recouverts parfois d'une couverture végétale. Le principal effet de ce type d'action de recouvrement est que le pétrole continue

tenté de faire reconnaître la décision de justice équatorienne, dans plusieurs pays. En Argentine, le gouvernement, après un premier avis favorable sur le sujet, n'a finalement pas donné suite. Une décision qui coïncide avec la promesse de Chevron d'investir un milliard de dollars dans les gaz de schiste de Vaca Muerta⁶. Le Canada a également été saisi de cette affaire. La justice canadienne n'a prononcé aucune condamnation à l'encontre de la compagnie pétrolière, arguant que la filiale canadienne de Chevron et sa maison mère étaient des entités distinctes – malgré le fait que Chevron Canada soit déclarée comme une filiale à part entière de Chevron Corp. dont les comptes sont consolidés dans les registres étatsuniens.

En 2014, une plainte pour crime contre l'humanité a été déposée devant la Cour pénale internationale de La Haye à l'encontre du CEO de Chevron John Watson, la cour n'étant pas compétente pour juger des personnes morales, comme les entreprises ou les Etats. Selon la procureure de la CPI, qui n'a pas fourni d'arguments supplémentaires, cette plainte ne nécessitait pas l'ouverture d'une procédure contre le principal dirigeant de Chevron¹.

UDAPT et tentative d'infléchir la décision du groupe

La plupart des recours légaux attendant une décision ou ayant été épuisés, les victimes de Chevron ont tenté d'entrer en contact avec ses actionnaires, et plus particulièrement avec le fonds « pétrolier » norvégien, le fonds public le plus important au monde. Un fonds qui, de surcroît, se présente comme l'un des plus soucieux de l'éthique et des questions liées à l'environnement.

UDAPT, l'association des victimes de Chevron-Texaco, représentée par M. Humberto Piaguaje, n'est pas parvenue à rencontrer les gérants du fonds mais a tout de même obtenu une entrevue avec le conseil d'éthique de NBIM et son chef de secrétariat, M. Eli Lund, en décembre 2015.

Le conseil n'a malheureusement pas donné de suite favorable aux demandes des victimes de Chevron. Le principal argument du conseil d'éthique a en effet été d'expliquer que le fonds

ne s'intéresse qu'aux risques futurs concernant ses investissements, pas aux conséquences passées.

Des organisations de la société civile norvégienne ont mené des campagnes de plaidoyer depuis 2011 pour infléchir la position du fonds d'Etat. Selon l'avis de Per Ranestad de l'organisation Norwegian people's aid, ni le ministère des finances norvégien, ni NBIM, ni le conseil d'éthique du fonds n'ont manifesté d'intention d'avoir une attitude proactive à l'égard de Chevron et des violations environnementales commises en Equateur. Les fins de non-recevoir étant toujours de même nature: le fonds refuse de prendre position sur des cas spécifiques et ne s'intéresse qu'aux risques futurs - le cas Chevron appartenant au passé.

Pourtant, les traces de pollution de Chevron sont encore bien visibles en Equateur, preuve que ce cas ne se rapporte pas à une époque révolue mais est toujours bien d'actualité. Le fait que les lieux n'aient pas été nettoyés est en effet toujours cause de problèmes de santé pour les populations locales et pour l'environnement. Là encore, réponse lapidaire: le conseil ne prendra de mesures que dans les cas de crimes environnementaux ou de violations des droits de l'homme répétées ou qui ont un risque de se reproduire dans le futur.

De plus, le conseil d'éthique considère que toute la lumière n'a pas été faite sur le cas de Chevron en Equateur – malgré les condamnations qui pèsent sur Chevron et les millions d'hectares de forêt amazonienne toujours souillés d'hydrocarbures. Le fonds se défait en affirmant ne pas disposer de ressources suffisantes pour enquêter en profondeur sur la question et s'en tient par conséquent à des cas prioritaires.

L'historique des votes de NBIM aux assemblées générales de Chevron est disponible sur le site internet du fonds². Il ne semble pas témoigner d'une volonté farouche de contraindre Chevron à modifier ses pratiques où à assumer ses responsabilités. La question des investissements du fonds public norvégien est l'objet de critiques de la part de la société civile norvégienne. Un rapport a récemment été publié par l'organisation

1. David et Lefèvre, *ibid*.

2. <https://www.nbim.no/en/responsibility/our-voting-records/meeting/?s=166764100&m=1050714&c=5646462>

norvégienne Framtiden i våre hender à ce sujet¹. L'étude se penche sur les investissements du fonds pétrolier et plus particulièrement sur la mise en œuvre d'un critère lié au changement climatique. Celui-ci indique que le fonds doit se désengager des activités fortement émettrices de gaz à effets de serre. Mais ce critère ne semble que peu opérationnel à l'heure actuelle. Un an après sa mise en œuvre, aucune entreprise n'avait été exclue pour cette raison. Bien au contraire, le fonds dispose toujours d'investissements dans des entreprises fortes émettrices de gaz à effets de serre et/ou disposant de grandes réserves fossiles encore dans le sol. Le fonds s'intéressant aux risques futurs; les réserves encore dans le sol semblent en effet être un critère pertinent pour mesurer les émissions potentielles des entreprises. Framtiden i våre hender recommande par conséquent l'exclusion du fonds de plusieurs entreprises à l'instar d'Exxon, ConocoPhillips, Eni, Total, Shell ou encore Chevron.

Profit comme priorité

Les diverses procédures engagées par l'UDAPT dans le cas Chevron-Texaco illustrent à la fois la volonté des pays d'origine des grandes firmes de ne pas condamner les agissements de ces dernières mais également la difficulté, voire l'impossibilité, pour des victimes d'atteintes aux droits de l'homme de faire reconnaître leurs droits au niveau international dans le cadre actuel.

Un processus, initié par l'Equateur, au sein du conseil des droits de l'homme de l'ONU a été lancé en 2013 afin de mettre sur pied un traité contraignant sur les sociétés transnationales en ce qui concerne les droits humains. Deux réunions de travail ont eu lieu en octobre 2015 et 2016. La troisième et dernière session aura lieu à Genève en octobre 2017. Un projet de traité, qui devra encore faire l'objet de débat à un niveau intergouvernemental, sera soumis à cette occasion. La mise en place d'un mécanisme contraignant sur les multinationales est donc un espoir pour les victimes de voir réparation faite et d'obtenir la possibilité de déposer plainte devant une juridiction compétente.

1. Ingrid W. Stolpestad, "Klimaverstinger i oljefondet", Framtiden i våre hender, Mars 2017.

La démarche des victimes de Texaco auprès des actionnaires de l'entreprise, particulièrement avec le fonds souverain norvégien, met en lumière la priorité des investisseurs. Les fonds souverains, mais c'est également valable pour d'autres investisseurs institutionnels, intègrent progressivement des critères éthiques, sociaux ou environnementaux. Ils sont généralement basés sur l'exclusion d'activités contraires à leurs politiques d'investissement. Les démarches proactives d'investir dans des secteurs liés « à la transition énergétique » ou dans des activités « vertes » demeurent le plus souvent marginales, comme en témoignent les sommes dédiées par NBIM. Comme l'indique le mandat du fonds et les réactions du conseil d'éthique, les retours sur investissements demeurent l'objectif premier, les considérations éthiques étant reléguées au second rang lorsqu'il ne s'agit pas de simple affichage communicationnel. Notons la difficulté dans le cas norvégien d'aborder la question des investissements pétroliers: le fonds est constitué des recettes pétrolières dans un pays qui tire une part non négligeable de ses recettes de l'exploitation d'hydrocarbures.

D'autres fonds publics ont intégré des critères sociaux ou environnementaux dans leurs investissements. Bien que n'ayant pas une visée philanthropique, le fonds de compensation luxembourgeois fait figure d'exemple en la matière en retirant les entreprises qui contreviennent à des accords internationaux signés par le Luxembourg. Chevron a été retiré de ses participations² pour son passif en Equateur, de même que BHP Billiton et Vale pour leur implication dans la catastrophe minière de Minas Gerais au Brésil³, Volkswagen pour sa condamnation liée aux logiciels truqués qui minorait les émissions des véhicules de la marque, ou encore Walmart pour les violations des règles fondamentales de l'OIT (notamment sur la liberté d'association). Ce type de démarche, de la part d'investisseurs, demeure pour l'heure tout à fait exceptionnelle.

2. Voir la liste des entreprises exclues des investissements du fonds luxembourgeois : http://www.fdc.lu/fileadmin/file/fdc/Liste_d_exclusion_20161130.pdf

3. Lire Raf Custers « BHP Billiton et Vale démasqués par un barrage brisé (Brésil) », 13 novembre 2015.