

Xenia Elisa Karametaxas

L'engagement des
investisseurs institutionnels :
enjeux et perspectives
de la prise de décisions
collectives



UNIVERSITÉ
DE GENÈVE
FACULTÉ DE DROIT

Schulthess § 2019
ÉDITIONS ROMANDES

Table des matières

Remerciements	VII
Préface	IX
Sommaire.....	XI
Table des abréviations.....	XV
Introduction générale.....	1
Présentation de la problématique.....	3
Objectif de la recherche.....	5
Contexte et cadre analytique.....	5
Plan	8
Première partie :	
Fondements de la prise de décisions collectives et de l'investissement institutionnel.....	
Introduction.....	9
Chapitre 1 ^{er} : Le vote comme mécanisme de prise de décisions collectives	12
Section I L'agrégation des préférences collectives	12
Section II L'agrégation de l'information disponible	14
Section III La fonction de légitimation et de surveillance de l'agent	17
Section IV L'efficacité du vote comme mécanisme de prise de décision	18
1. La dimension de l'efficacité en droit de la société anonyme.....	18
2. Les conditions d'un vote efficace	19
A. La disponibilité d'une base informationnelle suffisante et pertinente.....	19
B. L'absence de conflits d'intérêts	20
C. L'absence de l'utilisation du vote à des fins stratégiques.....	22
Section V Synthèse	23
Chapitre 2 : Le droit de vote des actionnaires et la gouvernance d'entreprise.....	24
Section I L'analyse économique du droit comme cadre théorique de référence.....	24
1. La justification de l'application des théories de l'analyse économique du droit.....	25

2.	Les théories de l'analyse économique du droit pertinentes.....	25
A.	La théorie des coûts de transaction.....	25
B.	La théorie du réseau des contrats.....	26
C.	La théorie des droits de la propriété.....	28
Section II Les théories et modèles relatifs à la position de l'actionnaire dans la gouvernance d'entreprise		28
1.	La théorie de l'agence	29
2.	La théorie des parties prenantes.....	32
3.	La théorie de l'action collective	33
Section III Les fonctions du droit de vote des actionnaires.....		35
1.	Le droit de vote comme moyen de comblement de lacunes contractuelles	35
2.	Le droit de vote comme substitut d'un droit de créance.....	36
3.	Le droit de vote comme mécanisme de gouvernance.....	38
Section IV Synthèse		41
Chapitre 3 : Les investisseurs institutionnels		42
Section I La notion d'investisseur institutionnel		42
1.	Dans la <i>hard law</i>	42
A.	En droit de la société anonyme.....	43
B.	En droit des marchés de capitaux	44
2.	Dans la <i>soft law</i>	47
3.	En doctrine	49
4.	L'hétérogénéité des investisseurs institutionnels	50
Section II L'institutionnalisation des marchés de capitaux.....		52
1.	Données statistiques.....	52
A.	La croissance du patrimoine institutionnel	52
B.	L'allocation d'actifs en actions et autres titres de participation.....	53
C.	La diminution de l'investissement individuel	54
2.	Le contexte historique de l'émergence de l'investissement institutionnel.....	54
3.	L'émergence de l'activisme actionnarial.....	56
A.	Les origines américaines.....	57
B.	Les étapes clés de l'activisme actionnarial suisse	59

4.	Causes et conséquences de l'institutionnalisation des marchés de capitaux.....	61
A.	La forte expansion de la prévoyance professionnelle	61
B.	L'amélioration de l'infrastructure des marchés de capitaux	62
C.	Les conséquences de l'institutionnalisation du patrimoine	62
	Section III Les structures actionnariales des sociétés cotées suisses	63
1.	Le degré de dispersion de l'actionnariat.....	63
2.	La présence d'actionnaires de contrôle	64
3.	La globalisation des investissements.....	65
	Section IV Proposition d'une typologie des investisseurs institutionnels	66
1.	Les investisseurs institutionnels traditionnels	67
A.	Institutions de prévoyance.....	67
a)	Cadre réglementaire.....	67
b)	La forme juridique des institutions de prévoyance.....	67
c)	L'importance économique et sociopolitique des caisses de pension.....	68
d)	L'horizon de placement à long terme	69
e)	Délimitation par rapport aux fonds de compensation AVS/ AI/ APG	70
B.	Placements collectifs de capitaux	71
C.	Entreprises d'assurance privées	73
D.	Banques	74
2.	Les investisseurs institutionnels alternatifs.....	75
A.	Fonds souverains.....	75
B.	Hedge funds.....	79
	Section V Synthèse	81
	Deuxième partie :	
	L'intervention des investisseurs institutionnels	83
	Introduction.....	85
	Chapitre 1 ^{er} : Justifications et enjeux de l'intervention des investisseurs institutionnels	86
	Section I Les fonctions macro-économiques et sociétales.....	86
	Section II La fonction de gouvernance	87

1.	Les conflits d'agence des investisseurs institutionnels	89
2.	La transparence relative aux rapports de contrôle	90
3.	L'apathie rationnelle des investisseurs institutionnels	94
	A. Les coûts de l'activisme actionnarial	94
	B. La passivité inhérente au modèle commercial	95
4.	L'activisme agressif des <i>hedge funds</i>	96
	Section III Synthèse	100
Chapitre 2 : Les moyens d'intervention des investisseurs institutionnels.....		101
	Section I L'option <i>exit</i> par la transmission des actions	101
1.	L'interdépendance entre le contrôle et la liquidité.....	102
2.	<i>Exit</i> comme stratégie de gouvernance.....	103
	Section II La variété des formes de l'option <i>voice</i>	104
1.	Les droits d'information comme point de départ pour l'exercice des droits sociaux	105
	A. Le système des droits d'information des actionnaires.....	105
	B. Les coûts liés à la récolte et à l'analyse de l'information.....	107
2.	Le droit de vote comme noyau central de l'intervention actionnariale.....	108
	A. « One share -one vote » comme régime dispositif.....	108
	B. La suspension du droit de vote liée à l'acquisition des actions propres.....	109
3.	L'exercice des droits de vote.....	111
	A. Le moment de la formation et de l'expression de la volonté sociale.....	111
	B. La représentation institutionnelle	112
	C. Le droit de proposition et le droit de parole	114
	D. La prédétermination du vote de l'assemblée générale par le conseil d'administration.....	115
	E. Le recours aux médias électroniques dans l'exercice des droits de vote.....	115
4.	Les moyens d'intervention en amont de l'assemblée générale.....	118

A. La convocation d'une assemblée générale, l'inscription d'un objet à l'ordre du jour et la formulation d'une proposition.....	118
B. Les difficultés pratiques d'intervenir en amont de l'assemblée générale.....	119
C. La communication entre investisseurs en vue du lancement d'un « proxy fight ».....	121
5. L'intervention dans la prise de décisions opérationnelles	125
6. L'intervention moyennant l'action sociale oblique	128
A. Un moyen de contrôle théorique	128
B. La faible importance pratique.....	129
a) Le manque d'informations nécessaires pour fonder l'action	130
b) Les faibles incitations financières	130
c) Les obstacles procéduraux	131
C. La portée de l'action sociale oblique comme mécanisme de gouvernance	132
Section III L'intervention informelle	133
1. L'importance de la communication et de l'intervention informelle.....	133
2. La variété des formes de l'intervention informelle	135
A. Investor relations.....	135
B. Roadshows	136
C. Focus lists.....	137
3. Le cadre juridique de l'intervention informelle.....	138
A. L'absence d'une obligation de renseignements et de consultation en dehors de l'assemblée générale.....	138
B. Le secret d'affaires.....	138
C. L'égalité de traitement des actionnaires.....	139
Section IV Synthèse	141
Chapitre 3 : Étude de cas de l'intervention des investisseurs institutionnels.....	143
Section I Black Rock Inc.....	143
Section II Norges Bank Investment Management	145
Section III GIC Private Limited	147

Section IV Publica.....	148
Section V Caisse de prévoyance de l'État de Genève	148
Section VI Synthèse.....	149
Chapitre 4 : Le rôle des <i>proxy advisors</i> dans l'engagement des investisseurs institutionnels.....	151
Section I Le recours aux services des <i>proxy advisors</i>	151
1. De la facilitation à la délégation matérielle de l'exercice des droits de vote.....	151
2. Aperçu de l'industrie du conseil de vote	154
A. L'émergence du conseil de vote	154
B. La structure du marché des proxy advisors	155
C. Les services proposés par les proxy advisors.....	156
3. L'influence des <i>proxy advisors</i>	158
A. L'influence sur le comportement de vote des investisseurs institutionnels.....	159
B. L'influence sur la gouvernance des sociétés cotées.....	162
a) Les proxy advisors en tant que régulateurs de gouvernance d'entreprise.....	162
b) Exemples pratiques de l'influence des proxy advisors sur la gouvernance d'entreprise	163
c) La possibilité d'un droit de réponse pour les sociétés	165
d) Évaluation du rôle des proxy advisors dans la gouvernance d'entreprise.....	166
4. Les enjeux liés à l'activité des <i>proxy advisors</i>	168
A. Les défaillances méthodologiques	168
B. La gestion des conflits d'intérêts.....	169
C. Le manque de concurrence sur le marché	170
D. L'inégalité de traitement des actionnaires dans l'accès à l'information.....	171
Section II Le cadre normatif des <i>proxy advisors</i>	172
1. Le cadre normatif <i>de lege lata</i>	173
A. La relation contractuelle entre investisseurs et proxy advisors	173
a) Le contrat de conseil de vote.....	173

b) L'acquisition des rapports de recommandation de vote	174
B. Aspects de droit de la société anonyme	175
a) L'interdiction de la représentation institutionnelle	175
b) La participation illégitime d'un tiers au processus de vote	176
c) L'annulabilité des décisions de l'assemblée générale en cas de diffusion d'informations erronées par un proxy advisor	177
d) La responsabilité particulière pour diffusion de rapports d'analyse contenant des informations inexactes	178
C. Aspects de droit boursier	180
a) L'action de concert et le comportement parallèle des investisseurs	180
b) L'acquisition indirecte des actions	183
D. Aspects relevant du droit non contraignant	184
E. Perspectives de droit comparé	185
a) Les proxy advisors en droit américain	185
b) Les proxy advisors en droit européen	187
2. Réflexions <i>de lege ferenda</i>	189
A. Les objectifs et les enjeux d'une réglementation spécifique de l'activité des proxy advisors	189
B. La surveillance prudentielle des proxy advisors	192
C. L'accroissement de la transparence de l'activité des proxy advisors	194
a) La divulgation visant à éclaircir la concentration de pouvoir	194
b) La divulgation des recommandations et lignes directrices de vote	195
Section III Synthèse	196
Troisième partie :	
La responsabilisation des investisseurs institutionnels	197
Introduction	199
Chapitre 1 ^{er} : Le concept de la responsabilité fiduciaire des investisseurs institutionnels	200

Section I La notion de la responsabilité fiduciaire	200
Section II Les devoirs fiduciaires dans la <i>common law</i>	201
1. Concept fondamental.....	201
2. Le devoir de voter des caisses de pension américaines	202
Section III La traduction des devoirs fiduciaires dans les systèmes à tradition civile.....	204
Section IV La responsabilité fiduciaire face au concept de l'investissement responsable	205
Section V Synthèse	208
Chapitre 2 : Les normes applicables aux investisseurs institutionnels dans leur rôle de fiduciaires.....	209
Section I Les normes des standards non contraignants.....	209
1. Au niveau international.....	209
A. Les Principes pour l'investissement responsable des Nations Unies (UN-PRI).....	210
B. Les Global Stewardship Principles de l'International Corporate Governance Network.....	211
a) Exercice des droits d'actionnaires	212
b) Investissement responsable et considération des critères ESG.....	213
2. En Suisse : les lignes directrices pour les investisseurs institutionnels en vue de l'exercice des droits sociaux dans les sociétés anonymes (LDII)	214
Section II Les devoirs des organes de l'institution de prévoyance	215
1. Le devoir général de loyauté	215
2. Le devoir de voter	215
3. Le devoir de communiquer.....	216
4. Les limites de l'obligation de voter et de communiquer	217
A. Les limites du champ d'application personnel	218
B. Les limites matérielles.....	218
a) Les actions des sociétés anonymes suisses cotées en bourse	219
b) Les actions détenues de manière directe.....	219
c) Les propositions soumises au vote entrant dans le domaine de l'ORAb.....	221

C. La possibilité de l'abstention au vote	222
D. La transparence relative du devoir de communiquer.....	222
E. La limitation de l'information communiquée aux assurés.....	223
F. Les exigences de l'ORAb comme standards minimaux	224
Section III La transparence et la communication du vote	224
1. Les mérites de la transparence	224
2. L'inefficacité des forces du marché et les coûts de la transparence.....	225
3. La transparence comme corollaire nécessaire des devoirs fiduciaires	227
4. L'étendue de la transparence et les destinataires de l'information divulguée	228
Section IV La mise en œuvre de la responsabilité des institutions de prévoyance	229
1. La responsabilité des organes de l'art. 52 LPP	229
A. La nature particulière de la responsabilité de l'art. 52 LPP.....	229
B. La qualité pour défendre.....	230
2. La responsabilité pénale de l'art. 25 ORAb	231
A. La qualité d'auteur	232
B. Les actes punissables.....	232
a) La violation du devoir de voter	232
b) La violation du devoir de communiquer	233
C. Les conséquences de l'obligation de voter sur les incitations des institutions de prévoyance	233
Section V Les règles de conduite des directions de fonds ou de la SICAV	234
1. Les règles de conduite générales.....	234
2. Les règles de conduite relatives à l'exercice des droits d'actionnaires des placements collectifs	235
A. L'exercice des droits d'actionnaires dans l'intérêt des investisseurs	235
B. Le devoir d'information	236
3. Le lien entre le devoir de loyauté et le devoir de diligence en droit des placements collectifs	238

Section VI Les devoirs relatifs aux droits d'actionnaires des fonds souverains.....	241
1. L'exercice des droits d'actionnaires.....	242
2. L'exigence de transparence.....	242
Section VII Synthèse.....	244
Chapitre 3 : Les intérêts des bénéficiaires	246
Section I L'interprétation des intérêts des bénéficiaires	246
1. Les restrictions des investissements et standards comportementaux.....	246
2. La maximisation du retour sur investissement.....	247
3. L'intérêt des investisseurs institutionnels à la poursuite des stratégies d'investissement responsable	249
A. Panorama des stratégies d'investissement responsables.....	250
a) La sélection négative et positive.....	250
b) L'intégration des critères ESG.....	251
B. Les justifications de l'investissement responsable	252
a) La responsabilité fiduciaire	253
b) La propriété universelle.....	254
c) L'équité intergénérationnelle.....	256
d) La performance financière.....	259
e) Les raisons éthiques	261
f) La gestion des risques	262
C. La considération des critères ESG comme partie intégrante des devoirs fiduciaires	264
a) L'admissibilité des critères ESG	264
b) Le devoir positif de considérer des critères ESG	266
Section II L'intérêt à long terme des bénéficiaires comme critère normatif.....	270
1. La notion de l'intérêt des bénéficiaires dans des instruments réglementaires non contraignants	270
2. L'intérêt des assurés en droit de la prévoyance professionnelle.....	271
3. L'intérêt des investisseurs en droit des placements collectifs	273
4. La nature abstraite des bénéficiaires des fonds souverains	274

5. Les récompenses de fidélité pour les investisseurs à long terme.....	276
Section III La voix des bénéficiaires.....	277
1. La conciliation des intérêts des bénéficiaires	278
2. La concrétisation dans le règlement d'organisation de l'institution de prévoyance.....	279
3. La participation des bénéficiaires à travers la composition paritaire de l'organe suprême.....	281
4. La consultation des bénéficiaires et la désignation d'un représentant.....	284
Section IV Les voies de droit des bénéficiaires	285
1. L'absence de légitimité active des assurés dans l'action en responsabilité	286
2. La portée pratique limitée des sanctions pénales	288
3. Le pouvoir d'appréciation du juge dans les décisions relatives à l'exercice des droits de vote	289
A. La limitation du pouvoir d'appréciation par la « business judgment rule ».....	290
B. L'étendue du pouvoir d'appréciation du juge en droit comparé.....	292
Section V Synthèse	293
Conclusion générale	295
Synthèse générale	297
Le vote des investisseurs institutionnels comme élément clé de la gouvernance d'entreprise.....	298
L'interprétation contemporaine de la responsabilité fiduciaire des investisseurs institutionnels	301
Observations finales et perspectives futures	303
Les coûts et les bénéfices de l'exercice des droits de vote.....	303
Le pouvoir normatif d'influencer le comportement des investisseurs institutionnels.....	304
Une vision large de l'intérêt des bénéficiaires	306
Accorder une voix à la masse silencieuse des bénéficiaires.....	307
Développements futurs de la responsabilité fiduciaire.....	309

English summary	311
Research problem	313
Research objective.....	314
Scope and context	315
Plan of the analysis	316
Key research findings.....	316
Institutional investors' voice as a core element of corporate governance	316
Fiduciary duties of institutional investors : an evolving and dynamic concept.....	320
The beneficiaries' interests and the case for greater beneficiaries' voice	321
Further developments of fiduciary duties.....	322
Bibliographie	323
Table de la réglementation	363
Droit international	363
Accords internationaux	363
Union européenne.....	363
Droit interne	364
Australie	364
États-Unis	364
France	364
Suisse.....	365
Actes fédéraux.....	365
Actes cantonaux	367
Circulaires de la FINMA.....	367
Réglementation boursière.....	368
Projets et avant-projets.....	368
Autres sources de réglementation.....	368
Standards internationaux.....	368
Standards suisses.....	369
Autres sources	371
Arrêts et décisions	385
États-Unis	385
Grande Bretagne	385

Suisse	385
Arrêts du Tribunal fédéral	385
Recommandations de la Commission des OPA	387
Recommandations de l'instance pour la publicité des participations	388
Table des matières	389