



Livre

2019

Published version

Open Access

This is the published version of the publication, made available in accordance with the publisher's policy.

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

Karametaxas, Xenia Elisa

How to cite

KARAMETAXAS, Xenia Elisa. L'engagement des investisseurs institutionnels : enjeux et perspectives de la prise de décisions collectives. Genève : Schulthess éditions romandes, 2019. (Collection genevoise)

This publication URL: <https://archive-ouverte.unige.ch/unige:146912>

Xenia Elisa Karametaxas

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



UNIVERSITÉ
DE GENÈVE
FACULTÉ DE DROIT

Schulthess §
ÉDITIONS ROMANDES

CG
Collection
Genevoise

Xenia Elisa Karametaxas

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



Xenia Elisa Karametaxas

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



UNIVERSITÉ
DE GENÈVE
FACULTÉ DE DROIT

Schulthess
ÉDITIONS ROMANDES



2019

Citation suggérée de l'ouvrage : XENIA ELISA KARAMETAXAS, *L'engagement des investisseurs institutionnels : enjeux et perspectives de la prise de décisions collectives*, « Collection Genevoise » Genève/Zurich 2019, Schulthess Éditions Romandes

Thèse n° 961 de la Faculté de droit de l'Université de Genève

La Faculté de droit autorise l'impression de la présente dissertation sans entendre émettre par là une opinion sur les propositions qui s'y trouvent énoncées.

ISBN 978-3-7255-8765-0

© Schulthess Médias Juridiques SA, Genève · Zurich · Bâle 2019
www.schulthess.com

Diffusion en France : Lextenso Éditions, 70, rue du Gouverneur Général Éboué,
92131 Issy-les-Moulineaux Cedex
www.lextenso-editions.com

Diffusion et distribution en Belgique et au Luxembourg : Patrimoine SPRL,
Avenue Milcamps 119, B-1030 Bruxelles; téléphone et télécopieur: +32 (0)2 736 68 47;
courriel: patrimoine@telenet.be

Tous droits réservés. Toute traduction, reproduction, représentation ou adaptation intégrale ou partielle de cette publication, par quelque procédé que ce soit (graphique, électronique ou mécanique, y compris photocopie et microfilm), et toutes formes d'enregistrement sont strictement interdites sans l'autorisation expresse et écrite de l'éditeur.

Information bibliographique de la Deutsche Nationalbibliothek: la Deutsche Nationalbibliothek a répertorié cette publication dans la Deutsche Nationalbibliografie; les données bibliographiques détaillées peuvent être consultées sur Internet à l'adresse <http://dnb.d-nb.de>.

À ma famille

Remerciements

Cet ouvrage a été présenté comme thèse de doctorat à la faculté de droit de l'Université de Genève. Soutenue devant un jury le 4 décembre 2018, cette thèse a reçu la mention *summa cum laude*.

L'aboutissement de cette thèse de doctorat n'aurait jamais pu se concrétiser sans les personnes qui m'ont accompagné tout au long de ce parcours. Qu'ils soient remerciés ici de tout cœur de leur soutien et de leur amitié.

Ma gratitude va tout d'abord au professeur Rashid Bahar, mon directeur de thèse, pour ses innombrables conseils, encouragements et remarques critiques qui ont nourri ma réflexion. Je tiens ensuite à remercier chaleureusement la professeure Rita Trigo Trindade pour la relecture attentive de mon manuscrit, pour ses commentaires précieux et bienveillants et pour sa présence dans le jury de ma soutenance de thèse. Je suis reconnaissante à tous les deux de m'avoir donné l'occasion de collaborer à leurs recherches et enseignements au sein du département de droit commercial et de m'avoir initiée au monde de la recherche juridique.

Mes sincères remerciements vont ensuite aux autres membres de mon jury de thèse : le professeur Henry Peter, le professeur Walter Stoffel et le professeur Bénédicte Foëx. Ce fût un honneur de pouvoir discuter avec eux et leurs observations ont constitué un apport précieux dans l'élaboration de cet ouvrage.

J'adresse également ma reconnaissance à la professeure Gloria Gaggioli et au professeur Makane Moïse Mbengue pour leur précieuse aide à la préparation de la soutenance, ainsi qu'à Olivia Gerig et à Alice Sinon pour leur rigoureux travail de relecture.

Merci à la Faculté de droit, tout particulièrement au corps professoral, les collègues, assistants et secrétaires du département de droit commercial, qui m'ont permis d'évoluer dans une ambiance stimulante. Un grand merci va à la *School of Law* de l'*University of California – Berkeley* qui m'a accueillie pendant une année académique comme chercheuse invitée sur son campus si propice à la réflexion et au travail intellectuel. Je remercie sincèrement le Fonds national Suisse de la recherche dont le soutien financier a rendu ce séjour possible. J'aimerais aussi remercier le Rectorat de l'Université de Genève qui m'a décerné le *subside tremplin* pour la relève académique féminine et m'a permis ainsi de mener à bien la rédaction de cette thèse. Merci également à la Conférence universitaire de Suisse Occidentale (CUSO) et spécialement à son secrétaire général Denis Billotte, pour l'engagement en faveur de la formation doctorale.

Un immense merci à mes parents, Verena et Georgios Karametaxas, qui ont toujours cru en moi et fait tout ce qu'ils pouvaient pour m'aider à atteindre mes objectifs, ainsi qu'à ma sœur, Eleni Karametaxas pour son soutien sans faille et

son aide avec la mise en page de cet ouvrage. Ma profonde gratitude va également à mes amis qui m'ont accompagné pendant ce chapitre de ma vie : Ani Ebligian, Ariadna Lorenzo Sunyer, Ayse Sahin, Carlos Sibille, Edouard Fromageau, Giedre Lideikyte Huber, Guillaume Choffat, Ilias Pnevmonidis, Makane Moïse Mbengue, Mélissa Fardel, Minerva Rivas, Mónica Serlavós, Noemi Merz, Olivia Gerig et Regula Zellweger.

À tous ceux et celles dont les noms ne peuvent être cités ici, mais qui, de près ou de loin ont contribué au succès de ce doctorat, recevez toute ma reconnaissance.

Xenia Karametaxas

Genève/Zurich, en novembre 2019

Préface

Les investisseurs institutionnels jouent un rôle toujours plus important dans le fonctionnement des sociétés cotées en Suisse et à l'étranger. Ils sont devenus des acteurs omniprésents au sein de toutes les sociétés cotées que leur actionnariat soit dispersé ou concentré. D'une part, leur importance croissante reflète une professionnalisation de la finance et de ce fait une intermédiation croissante de l'investissement: c'est ainsi que les placements collectifs et les fonds indiciels prennent une place toujours importante dans le capital des sociétés cotées. En parallèle, en Suisse, le phénomène est aussi intrinsèquement lié à l'essor de la prévoyance professionnelle fondée sur la thésaurisation des revenus des actifs en vue de financer le deuxième pilier. Ailleurs, c'est le besoin de garantir une utilisation optimale des revenus retirés de l'exploitation des ressources naturelles qui ont conduit à leur développement. De par leur nature et leur importance, le développement des investisseurs institutionnels remet en question les paradigmes qui sous-tendent le droit des sociétés cotées et soulève de nouveaux défis pour son fonctionnement.

C'est à ce phénomène dans toute sa complexité qu'est consacrée la thèse de Xenia Karametaxas que j'ai eu le plaisir de diriger. Pour ce faire, elle étudie de façon approfondie la fonction du droit de vote des actionnaires dans la formation de la volonté sociale d'un point de vue axiomatique en revenant aux mérites du vote comme mécanisme de prise de décision et aux fondements normatifs du droit des actionnaires à participer aux décisions sociales dans le gouvernement d'entreprise. En parallèle, elle met en évidence la nature polymorphe des investisseurs institutionnels. Elle montre, exemple à l'appui, que ces acteurs ne constituent pas un groupe homogène mais au contraire un ensemble divers et variés: des institutions de prévoyance professionnelle aux fonds souverains en passant par les placements collectifs et les institutions financières qui n'ont en commun que leur caractère institutionnalisé.

Se fondant sur ces réflexions, l'ouvrage examine comment les investisseurs institutionnels ayant un horizon de placement à long terme interviennent dans le fonctionnement des sociétés cotées. Cette étape de l'analyse a le mérite de conjuguer une analyse théorique avec une étude de cas se penchant sur divers types d'investisseurs institutionnels prenant aussi en compte le rôle des proxy advisors dans ce contexte. Fort de cette étude, la thèse procède vers l'élaboration d'un cadre pour, premièrement, justifier l'obligation d'exercer un droit de vote imposé aux investisseurs institutionnels dans le cadre de leur responsabilité fiduciaire et, deuxièmement, développer la réflexion sur le contenu de cette obligation afin d'expliquer comment les institutionnels doivent exercer leur droit de vote et surtout comment les intérêts des bénéficiaires distants et

silencieux voire abstraits qu'ils sont sensés servir doivent être prise en compte dans ce contexte.

Dans l'ensemble, cette thèse conjugue de façon convaincante les divers instruments épistémologiques du droit des sociétés: elle mêle allègrement l'analyse économique, le droit comparé et une interprétation des sources primaires et secondaires. Elle conjugue une analyse théorique avec des études de cas sans négliger un travail rigoureux sur le droit positif. Elle considère les instruments de droit national, mais ne néglige pas pour autant la contribution du droit international. Elle utilise à bon escient tant les sources de droit légal dur que celles fondés sur le droit souple et l'autoréglementation. Il s'agit ainsi d'une étude juridique complète de la question avec une ouverture à l'interdisciplinarité qu'il faut féliciter.

En conclusion, il s'agit d'une contribution importante au débat sur les enjeux de l'engagement des investisseurs institutionnels sur la prise de décision collective au sein des sociétés cotées. Elle vient ainsi enrichir la réflexion sur leur place dans le gouvernement d'entreprise. Elle souligne comment l'institutionnalisation de l'actionariat joue un rôle important pour justifier la prise en compte de facteurs ESG et renforcer le développement de la responsabilité sociétale des entreprises. Elle offre enfin des solutions pour que les investisseurs institutionnels remplissent pleinement leur rôle dans le système de gouvernance des sociétés anonymes cotées en bourse, assument leur responsabilité face aux bénéficiaires présents et futurs et contribuent non seulement à optimiser le rendement des fonds qui leur sont confiés mais aussi à une allocation des ressources plus efficaces et, ainsi, à la croissance de l'économie globale dans une perspective à long terme.

Rashid Bahar

Genève/Zurich, en novembre 2019

Sommaire

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	
institutionnel	9
Introduction	11
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
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
Section II Les théories et modèles relatifs à la position de l'actionnaire dans la gouvernance d'entreprise	28
Section III Les fonctions du droit de vote des actionnaires	35
Section IV Synthèse	41
Chapitre 3 : Les investisseurs institutionnels	42
Section I La notion d'investisseur institutionnel	42
Section II L'institutionnalisation des marchés de capitaux	52

Section III Les structures actionnariales des sociétés cotées suisses	63
Section IV Proposition d'une typologie des investisseurs institutionnels	66
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
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
Section II La variété des formes de l'option <i>voice</i>	104
Section III L'intervention informelle	133
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
Section II Le cadre normatif des <i>proxy advisors</i>	172
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
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
Section II Les devoirs des organes de l'institution de prévoyance	215
Section III La transparence et la communication du vote	224
Section IV La mise en œuvre de la responsabilité des institutions de prévoyance.....	229
Section V Les règles de conduite des directions de fonds ou de la SICAV.....	234
Section VI Les devoirs relatifs aux droits d'actionnaires des fonds souverains.....	241
Section VII Synthèse.....	244
Chapitre 3 : Les intérêts des bénéficiaires	246
Section I L'interprétation des intérêts des bénéficiaires	246
Section II L'intérêt à long terme des bénéficiaires comme critère normatif.....	270
Section III La voix des bénéficiaires.....	277
Section IV Les voies de droit des bénéficiaires	285
Section V Synthèse	293
Conclusion générale.....	295
Synthèse générale	297
Observations finales et perspectives futures	303

English summary	311
Bibliographie	323
Table de la réglementation	363
Droit international	363
Droit interne	364
Autres sources de réglementation.....	368
Autres sources	371
Arrêts et décisions	385
États-Unis	385
Grande Bretagne	385
Suisse	385
Table des matières	389

Table des abréviations

a	ancien
ACVM	Autorités canadiennes en valeurs mobilières
AI	Assurance-invalidité
AEMF	Autorité européenne des marchés financiers
al.	alinéa(s)
AG	Assemblée générale
AMF	Autorité des marchés financiers (France)
AMWG	Asset Management Working Group du PNUE-FI
APG	Allocation pour perte de gain
AP	avant-projet
art.	article
ASIP	Association suisse des institutions de prévoyance
ATF	Arrêt du Tribunal fédéral
AVS	Assurance-vieillesse et survivants
BSK	Basler Kommentar
BankG	Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen
BEG	Bundesgesetz über Bucheffekten vom 8. Oktober 2008
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995
BIT	Bureau international du travail
BJR	business judgment rule
BNS	Banque nationale suisse

BPP	Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis
<i>c</i>	<i>contre</i>
°C	degré Celsius
CA	Conseil d'administration
CalPERS	California Public Employees' Retirement System
CC	Code civil suisse du 10 décembre 1907
CCNUCC	Convention-cadre sur les changements climatiques
CDBF	Centre de droit bancaire et financier
CDP	Carbon Disclosure Project
CE	Commission européenne
CEDIDAC	Centre du droit de l'entreprise de l'Université de Lausanne
CEE	Communauté économique européenne
CESE	Comité économique et social européen
CFA Institute	Chartered Financial Analyst Institute
CFB	Commission fédérale des banques
CGRI	Corporate Governance and Responsible Investment department, Black Rock
CHF	Francs suisses
CII	Council of Institutional Investors
CO	Loi fédérale complétant le Code civil suisse (Code des obligations suisse) du 30 mars 1911
consid.	considérant
COO	Chief Operating Officer
COP 21	Conférence des Nations Unies sur le climat de Paris de décembre 2015

COPA	Commission des offres publiques d'acquisition
CP	Code pénal suisse du 21 décembre 1937
CPC	Code de procédure civile du 19 décembre 2008
CPEG	Caisse de prévoyance de l'État de Genève
CPPIB	Canada Pension Plan Investment Board
CPVAL	Caisse de prévoyance de l'État du Valais
CSBP	Code suisse de bonnes pratiques pour le gouvernement d'entreprise
CSR	corporate social responsibility
CR	Commentaire romand
DB	Deutsche Börse
Del.	Delaware
Del. Ch.	Delaware Chancery Court
DFE	Département fédéral de l'économie
DFJP	Département fédéral de la justice et de la police
DGCL	Delaware General Corporation Law
dh.	das heißt
DOL	Department of Labor (américain)
DS 400	Domini 400 Social Index
éd.	éditeur(s)
ECGI	European Corporate Governance Institute
EFAMA	European and Fund Asset Management Association
ERISA	Employee Retirement Income Security Act (américain)
ESG	environnemental, social, gouvernance

ESMA	European Securities and Markets Authority
<i>et al.</i>	<i>et alii</i>
etc.	<i>et cetera</i>
<i>et seq.</i>	<i>et sequentia</i>
Eurosif	European Sustainable Investment Forum/Forum européen de l'investissement responsable
FESE	Federation of European Securities Exchanges
FF	Feuille fédérale
FinfraG	Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 19. Juni 2015
FINMA	Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers
FMI	Fonds monétaire international
FNG	Forum Nachhaltige Geldanlagen (Allemagne)
FRR	Fonds de réserve pour les retraites (France)
G20	Groupe des vingt
GAO	Government Accountability Office
GesKR	Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen
GIC	Government of Singapore Investment Corporation
GIEC	Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat
GDP	gross domestic product
GSIA	Global Sustainable Investment Alliance
<i>ibid.</i>	<i>Ibidem</i>
XVIII	

ICGN	International Corporate Governance Network
ICGN-GGP	Global Governance Principles, International Corporate Governance Network, 2014
ICGN-GSP	Global Stewardship Principles, International Corporate Governance Network, 2016
ICS	ISS Corporate Services Inc.
IISD	International Institute for Sustainable Development
ILG	Investment Leaders Group
Inc.	Incorporation
<i>infra</i>	ci-dessous
insb.	insbesondere
IPCC	Intergovernmental Panel on Climate Change
IPP	Instance pour la publicité des participations de la SIX
IR	investissement responsable
IRP	institutions de retraite professionnelle
Directive IRP II	Directive européenne relative aux fonds de pension professionnelle du 14 décembre 2016
IRRCI	Investor Responsibility Research Center Institute
ISR	investissement socialement responsable
ISS	Institutional Shareholder Services Inc.
i.S.v.	im Sinne von
JO	Journal officiel de l'Union européenne
KAG	Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen vom 23. Juni 2006
LAVS	Loi fédérale sur l'assurance-vieillesse et survivants du 20 décembre 1946

LB	Loi fédérale sur les banques et les caisses d'épargne du 8 novembre 1934
LBVM	Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 24 mars 1995
LCA	Loi fédérale sur le contrat d'assurance du 2 avril 1908
LCPEG	Loi instituant la Caisse de prévoyance de l'État de Genève du 14 septembre 2012
LDII	Lignes directrices pour les investisseurs institutionnels en vue de l'exercice des droits sociaux dans les sociétés anonymes
LFLP	Loi fédérale sur le libre passage dans la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité du 17 décembre 1993
LFINMA	Loi sur l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers du 22 juin 2007
LFus	Loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine du 3 octobre 2003
LIMF	Loi fédérale sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés du 19 juin 2015
LLC	limited liability company
LP	Loi fédérale sur la poursuite pour dettes et la faillite du 11 avril 1889
LPCC	Loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux du 23 juin 2006
LPP	Loi fédérale sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité du 25 juin 1982
LSA	Loi fédérale sur la surveillance des assurances du 17 décembre 2004

LSE	London Stock Exchange
LSFin	Loi fédérale sur les services financiers du 15 juin 2018
LTECV	Loi n° 2015-992 du 17 août 2015 relative à la transition énergétique pour la croissance verte (France)
LTI	Loi fédérale sur les titres intermédiés du 3 octobre 2008
MA	Massachusetts
m.E	meines Erachtens
Mich.	Michigan
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC
N	numéro marginal
n	note de bas de page
n°	numéro
NBIM	Norges Bank Investment Management
NGPF-G	Norwegian Government Pension Fund Global
NUM	National Union Mineworkers
NY	New York
NYSE	New York Stock Exchange (bourse de New York)
NZSF	New Zealand Superannuation Fund
NZZ	Neue Zürcher Zeitung
OaEC	Ordinance against Excessive Compensation with respect to Listed Stock Corporations of November 20 th 2013
OB	Ordonnance du Conseil fédéral sur les banques et les caisses d'épargne du 30 avril 2014

OBVM	Ordonnance du Conseil fédéral sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 2 décembre 1996
OBVM-FINMA	Ordonnance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 25 octobre 2005
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
ODD	Objectifs de développement durable
OECD	Organization for Economic Co-operation and Development
OEE	Observatoire de l'épargne européenne
OFJ	Office fédéral de la justice
OFR	Ordonnance sur les fonds propres et la répartition des risques des banques et des négociants en valeurs mobilières du 1 ^{er} juin 2012 (abrogé)
OFS	Office fédéral de la statistique
OIMF-FINMA	Ordonnance de la FINMA sur l'infrastructure des marchés financiers du 3 décembre 2015
OIT	Organisation internationale du travail
ONG	Organisation non gouvernementale
ONU	Organisation des Nations Unies
OPA	Offre publique d'acquisition
OPCC	Ordonnance sur les placements collectifs de capitaux du 22 novembre 2006
OPC-FINMA	Ordonnance de l'autorité fédérale de surveillance des marchés financiers sur les placements collectifs de capitaux du 21 décembre 2006

OPCVM	organismes de placement collectif en valeurs mobilières
OPP 1	Ordonnance sur la surveillance dans la prévoyance professionnelle des 10 et 22 juin 2011
OPP 2	Ordonnance sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité du 18 avril 1984
OR	Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches vom 30 März 1911
ORAb	Ordonnance contre les rémunérations abusives dans les sociétés anonymes cotées en bourse du 20 novembre 2013
OS	Ordonnance du Conseil fédéral sur la surveillance des entreprises d'assurance privées du 9 novembre 2005
p./pp.	page(s)
P-	projet
PA	Loi fédérale sur la procédure administrative du 20 décembre 1968
Pacte Mondial	Pacte Mondial des Nations Unies du 26 juillet 2009
PDG	président directeur général
p.ex.	par exemple
PIB	produit intérieur brut
PJA	Pratique juridique actuelle
P-LSFin	Projet de loi sur les services financiers publié par le Conseil fédéral le 4 novembre 2015
PNUE-FI	Programme des Nations unies pour l'environnement – initiative financière

PPGA	Principes et Pratiques généralement acceptés – Principes de Santiago
PwC	Pricewaterhouse Coopers
RC	Règlement de cotation de la SIX Swiss Exchange du 1 ^{er} avril 2016
RDS	Revue de droit suisse
RS	Recueil systématique
RSDA	Revue suisse de droit des affaires et du marché financier
RSE	responsabilité sociale de l'entreprise
RSJ	Revue suisse de jurisprudence
s.	suivant(e) (page, note, etc.)
ss	suivant(e)s (page, note, etc.)
SA	société anonyme
SBS	Société de Banque Suisse
SDNY	U.S. District Court for the Southern District of New York
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission (américaine)
SFAMA	Swiss Funds & Asset Management Association
SICAF	Société d'investissement à capital fixe
SICAV	Société d'investissement à capital variable
SIS	Superannuation Industry Supervision Act (australien)
SIX	Six Swiss Exchange (bourse suisse)
SMI	Swiss Market Index
S&P	Standard & Poor's
SPI	Swiss Performance Index

SRI	socially responsible investment
SSF	Swiss Sustainable Finance
SSRN	Social Science Research Network
<i>supra</i>	ci-dessus
SWF	Sovereign Wealth Fund
SWFI	Sovereign Wealth Funds Institute
Swipra	Swiss Proxy Advisor
SWIB	State of Wisconsin Investment Board
TIAA-CREF	Teachers Insurance and Annuity Association – College Retirement Equities Fund
TF	Tribunal fédéral (suisse)
UBS	Union de Banques Suisses
UCLA	University of California - Los Angeles
UE	Union européenne
UK	United Kingdom
UMIFA	Uniform Management of Institutional Funds Act (américain)
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development
UNEP-FI	United Nations Environment Programme Finance Initiative
UNESCO	United Nations Educational, Scientific and Cultural Organization
UN-PRI	Principes de l'ONU pour l'investissement responsable
US	United States
u.U.	unter Umständen
<i>v</i>	<i>versus</i>
VC	Vice-Chancellor

VegüV	Verordnung gegen übermäßige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften
WWF	World Wildlife Fund
ZK	Zürcher Kommentar

Introduction générale

Présentation de la problématique

« *Nous avons plus que jamais la responsabilité de nous engager et de voter* »,¹ tels étaient les propos de Larry Fink, directeur général de Black Rock, dans sa lettre annuelle de janvier 2018 destinée aux dirigeants des sociétés cotées dont Black Rock est actionnaire. En invitant les sociétés à adopter une vision à long terme et à gérer des questions environnementales, sociales et de gouvernance, le plus grand gestionnaire d'actifs du monde appelle à un nouveau modèle d'engagement des investisseurs institutionnels. Ces derniers, traditionnellement confinés dans un rôle de pourvoyeurs de capitaux passifs, se conçoivent de plus en plus comme des agents actifs et engagés pour leurs bénéficiaires et leurs clients.

Le plaidoyer de Larry Fink pour améliorer la création de valeurs à long terme s'insère dans un contexte de forte croissance de l'investissement institutionnel. Au cours des trois dernières décennies, les investisseurs institutionnels, comme les caisses de pension, les fonds de placements ou les fonds souverains, se sont établis comme des acteurs prédominants sur les marchés de capitaux mondiaux. Sachant que les investisseurs institutionnels détiennent la majorité des actifs financiers dans les économies industrialisées, ils ont une fonction essentielle pour les sociétés cotées en bourse, pour les individus, pour l'environnement et pour le fonctionnement du système économique dans son ensemble.

Malgré leurs horizons de placements et leurs structures internes distincts, les institutions financières que l'on regroupe sous le terme général d'investisseurs institutionnels, ont un trait caractéristique commun qui est décisif : ils agissent au nom d'investisseurs individuels et de bénéficiaires finaux en plaçant les actifs de ces derniers de façon à sécuriser leurs futurs bénéfices en termes de retours financiers. À ce titre, quand ils prennent une décision, ils doivent se laisser guider exclusivement par l'intérêt de leurs bénéficiaires et faire abstraction de leurs intérêts personnels ou de ceux de tiers. Ce concept dénommé « responsabilité fiduciaire » s'étend à tous les domaines d'activité des investisseurs institutionnels, et notamment à l'exercice des droits sociaux rattachés aux actions qu'ils détiennent.

Dans la mesure où les investisseurs institutionnels placent une grande partie de leur patrimoine en actions de sociétés cotées en bourse, ils ont un pouvoir d'influence notable sur la prise de décision de ces sociétés et sur leur

¹ Lettre de Laurence D. Fink du 12 janvier 2018, *A Sense of Purpose*, disponible sur le site internet de Black Rock : www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2018-larry-fink-ceo-letter (consulté le 9 août 2019), citée d'après la version française traduite par Novethic, disponible sur www.novethic.fr/fileadmin/user_upload/tx_ausynovethicarticles/BH/Lettre_de_Larry_Fink_aux_dirigeants_des_grandes_entreprises_2018_FR.pdf (consulté le 9 août 2019).

gouvernance. Le droit de vote constitue à cet égard l'instrument d'intervention le plus puissant et le plus emblématique des investisseurs institutionnels, même s'ils disposent aussi souvent – en raison de leur poids et de leurs relations parfois étroites avec les sociétés cotées – de moyens informels pour exprimer leurs voix. Ainsi, le droit de vote des actionnaires est l'outil clé pour discipliner les organes dirigeants et réduire les coûts d'agence résultants de la divergence d'intérêts entre actionnaires et organes dirigeants.

La pratique a démontré que, dans le passé, les investisseurs institutionnels manquaient souvent d'incitations appropriées pour assumer pleinement une fonction disciplinaire en matière de gouvernance d'entreprise. Cette dernière décennie, l'attitude des investisseurs institutionnels a pris un nouvel élan : au fil de la décennie qui a suivi la crise financière de 2008, on a pu observer la transformation d'une attitude généralement passive vers un comportement actionnarial plus proactif de la part des investisseurs institutionnels, en particulier en ce qui concerne les caisses de pension. Les raisons de cette évolution sont imputables, d'une part, aux investisseurs institutionnels eux-mêmes, dans la mesure où ils ont commencé à percevoir leurs droits d'actionnaires de plus en plus comme étant des actifs financiers et des éléments importants de leur responsabilité envers leurs bénéficiaires et, d'autre part, à l'intérêt accru des régulateurs et législateurs en ce qui concerne les pratiques d'investissement des investisseurs institutionnels et leur influence potentielle auprès des sociétés cotées, mais aussi sur les conditions macro-économiques, sociales et environnementales.

Malgré la valeur apparente d'une plus grande implication des investisseurs institutionnels dans la prise de décisions sociales, cette évolution suscite des questions et inquiétudes ayant notamment trait à la chaîne d'intermédiation complexe qui caractérise l'investissement institutionnel. Premièrement, pour exercer leurs droits d'actionnaires de manière efficace, les investisseurs institutionnels sont confrontés à un écueil majeur : eu égard au degré de diversification élevé de leurs portefeuilles, ils sont contraints d'externaliser une partie de la prise de décision en recourant aux analyses et recommandations des agences spécialisées en droits de vote (*proxy advisors*). L'externalisation d'une partie du processus décisionnel a contribué en grande partie à professionnaliser et à faciliter l'exercice des droits d'actionnaires des investisseurs institutionnels, mais en même temps elle soulève son lot d'inquiétudes, puisqu'elle entraîne une situation où des tiers en viennent à influencer la prise de décisions sans devoir en supporter les conséquences économiques.

Deuxièmement, toute comme la relation entre actionnaires et dirigeants sociaux, celle qui lie les investisseurs institutionnels à leurs bénéficiaires est une relation d'agence dans laquelle les premiers (respectivement leurs gestionnaires) ont une fonction d'intermédiaires, ce qui ouvre la porte à un risque d'opportunisme. La relation entre investisseurs institutionnels et

bénéficiaires est marquée par un degré de dépendance élevé des derniers vis-à-vis des premiers : s'il ne subsiste aucun doute que les investisseurs institutionnels doivent exercer leurs droits de vote dans l'intérêt des bénéficiaires, l'une des questions cruciales à cet égard est de savoir comment concrétiser l'intérêt des bénéficiaires. Il est communément reconnu, de nos jours, que l'engagement actionnarial des investisseurs institutionnels, notamment celui des caisses de pension et des fonds souverains, doit viser à réaliser un bénéfice à long terme, afin d'être en mesure de garantir leurs engagements envers leurs bénéficiaires actuels et futurs. Cependant, les éléments qui concrétisent le long terme dans l'exercice des droits de vote, ainsi que les moyens pour les bénéficiaires de faire valoir leurs droits, soulèvent de nombreuses interrogations.

Objectif de la recherche

L'étude poursuit deux objectifs principaux. Le premier objectif de cette thèse est d'analyser les perspectives et les limites de l'engagement actionnarial des investisseurs institutionnels. À cet effet, l'engagement actionnarial est étudié comme un mécanisme de prise de décision d'une collectivité et comme un mécanisme de gouvernance.

Le deuxième objectif de cette thèse est d'étudier l'application du concept de la responsabilité fiduciaire des investisseurs institutionnels en droit suisse et de s'interroger sur les facteurs qui déterminent l'intérêt des bénéficiaires finaux et les moyens qui permettent de réaliser sa mise en œuvre. Dans cette perspective, l'engagement actionnarial doit être appréhendé comme un moyen par lequel les investisseurs institutionnels assument leur responsabilité fiduciaire envers leurs bénéficiaires finaux.

Contexte et cadre analytique

La présente thèse propose une réflexion analytique de l'engagement actionnarial des investisseurs institutionnels en droit suisse. Il s'agit à cette fin de considérer les règles pertinentes du droit contraignant (*hard law*), aussi bien que celles issues des instruments réglementaires non contraignants (*soft law*). S'y ajoutent parfois des considérations issues des propositions des projets législatifs en cours n'ayant pas encore été adoptés par le parlement. La considération des règles de la *soft law* est particulièrement pertinente dans ce contexte, en prenant en compte la tendance internationale qui vise à responsabiliser les investisseurs institutionnels moyennant des codes de bonne conduite volontaires. La prise en compte des règles de la *soft law* est d'autant plus importante qu'en matière de

gouvernance d'entreprise et des pratiques d'investissement, les initiatives de la *soft law* donnent souvent une impulsion décisive conduisant au développement des règles contraignantes.

Tout d'abord, il convient de souligner que les investisseurs institutionnels ne constituent pas une catégorie uniforme. S'agissant des institutions avec des fonctions et des paradigmes d'investissement distincts, une typologie et, par conséquent également, une délimitation des institutions s'impose. Ainsi, l'analyse se concentrera sur les catégories d'investisseurs institutionnels qui présentent un intérêt particulier pour la présente recherche, soit en raison du volume important que ces entités représentent dans l'actionnariat des sociétés cotées en Suisse, soit parce qu'une particularité de leur cadre réglementaire soulève des questions juridiques pertinentes. Cette approche intégrée permet de mettre en lumière les caractéristiques et les problèmes communs, sans pour autant négliger le contexte économique et réglementaire propre à chaque type d'institution.

Le choix d'étudier l'exemple du droit suisse se justifie pour deux raisons principales. Premièrement, l'investissement institutionnel occupe une place particulièrement importante en Suisse, dans la mesure où, rapporté au produit intérieur brut, la Suisse fait partie des pays membres de l'OCDE dans lesquels la croissance du patrimoine institutionnel est le plus élevé. Deuxièmement, deux changements majeurs ont bouleversé, ces dernières années, l'environnement réglementaire des investisseurs institutionnels en Suisse, témoignant ainsi de l'intérêt accru porté au rôle que jouent ces investisseurs en tant qu'actionnaires : d'une part, la publication en 2013 des *Lignes directrices pour les investisseurs institutionnels en vue de l'exercice des droits sociaux dans les sociétés anonymes* (LDII), à savoir le premier instrument d'autoréglementation suisse visant les investisseurs institutionnels et, d'autre part, plus tard dans la même année, l'adoption par le peuple et les cantons de l'initiative populaire contre les rémunérations abusives introduisant au niveau de la Constitution fédérale une obligation de vote pour les caisses de pension.

Toutefois, notre approche n'exclut pas la prise en considération de réglementations étrangères. Pour certains sujets abordés, une perspective de droit comparé permettra de mettre en avant des problématiques récurrentes liées à au processus de prise de décision des investisseurs institutionnels et nous servira de source d'inspiration pour discuter des pistes de solution envisageables. Cette démarche est particulièrement utile pour l'analyse de certains phénomènes plus récents (par exemple le recours aux services de conseil de vote) pour lesquelles le droit suisse n'offre pour l'instant pas de réponse et ne connaît pas encore une pratique établie. Sur bien des aspects, le droit américain offre une source d'inspiration précieuse, principalement parce que le phénomène de l'activisme actionnarial s'est d'abord développé aux États-Unis. Dès lors, la principale réglementation étrangère considérée dans le cadre

de la présente thèse est le droit fédéral américain de la *Securities Exchange Commission* (SEC). En raison de la proximité et de l'importance du marché européen pour le secteur financier suisse, la réglementation européenne en matière de services financiers ne saurait être ignorée. L'étude des développements de la réglementation européenne s'avère notamment fructueuse pour l'analyse des questions relatives à l'investissement responsable, dans la mesure où l'Union européenne endosse un rôle de précurseur en matière de finance durable.

Le champ de notre recherche notre analyse doit faire l'objet de certaines délimitations. Premièrement, l'analyse portera uniquement sur le placement, par les investisseurs institutionnels, en actions de sociétés cotées en bourse. C'est en effet la qualité d'actionnaire qui confère aux investisseurs institutionnels une voix particulière dans la prise de décisions sociales. Par ailleurs, dans la mesure où les investisseurs institutionnels ne détiennent généralement pas (ou seulement un faible pourcentage) de titres de participation dans des sociétés privées, il sera fait abstraction de l'investissement dans des sociétés non cotées en bourse.

Deuxièmement, nous nous intéressons principalement au contexte des sociétés dont la structure actionnariale est dispersée, étant donné que les investisseurs institutionnels ne détiennent généralement pas de positions de contrôle. La considération du degré de dispersion de l'actionariat est pertinente parce qu'il constitue le principal paramètre pour déterminer la répartition du pouvoir de décision au sein d'une société, mais également parce qu'il est souvent décisif dans l'évaluation de la présence ou absence d'incitations appropriées pour exercer les droits d'actionnaires.

Troisièmement, la diversité des différentes institutions financières, ainsi que le caractère vague de la notion générale d'investisseurs institutionnels imposent une restriction quant aux institutions considérées aux fins de la présente recherche. Sachant que nous nous intéressons à l'engagement actionnarial dans une perspective à long terme, notre champ de recherche est centré sur des institutions ayant un horizon de placement qui s'étend sur plusieurs générations, soit : les institutions de prévoyance, les fonds souverains et, à certains égards aussi, les fonds de placement. Dans ce contexte, nous attachons une attention particulière aux institutions de prévoyance, en raison de leur fonction sociale importante, mais également parce qu'elles font l'objet d'un cadre réglementaire particulièrement détaillé en droit suisse.

Plan

Le présent travail est divisé en trois parties. La première permet au lecteur d'acquérir les connaissances théoriques et pratiques nécessaires pour appréhender la complexité des mécanismes de prise de décisions d'une collectivité, tout en rappelant les théories économiques et juridiques pertinentes relatives au rôle des actionnaires dans la gouvernance d'entreprise. Dans cette première partie, il sera en outre question de s'attarder sur la place de l'investissement institutionnel dans le fonctionnement des marchés de capitaux et de proposer une typologie des différentes institutions considérées comme étant des investisseurs institutionnels dans le contexte du présent travail.

La deuxième partie consiste essentiellement en une analyse positiviste des différents moyens d'intervention des investisseurs institutionnels dans la prise de décisions sociales et examinera les perspectives et les limites de leur engagement en tant qu'actionnaires.

La troisième partie sera entièrement consacrée à la relation fiduciaire entre investisseurs institutionnels et bénéficiaires finaux et se proposera d'étudier le droit de vote comme un moyen à travers lequel les investisseurs institutionnels assument leur responsabilité fiduciaire envers les bénéficiaires qui leur ont confié leurs valeurs patrimoniales.

Première partie :

Fondements de la prise de décisions collectives et de l'investissement institutionnel

« The voting mechanism simply cannot function properly unless every shareholder vote sincerely, in accordance with his or her own personal beliefs regarding the value of the transaction to the corporation as a whole. »

Zohar Goshen, Voting (Sincerely) in Corporate Law, 2000

Introduction

Cette première partie est consacrée aux fondements théoriques et pratiques pertinents pour l'étude de l'engagement actionnarial des investisseurs institutionnel, avec une attention particulière portée sur l'exercice des droits de vote.

Le premier chapitre adopte une perspective globale en raisonnant sur l'efficacité et les limites du vote comme mécanisme de prise de décisions d'une collectivité dans un système d'organisation quelconque. Dans un deuxième temps, nous concentrerons notre regard sur le contexte particulier de la société anonyme où le droit de voter au sein de l'assemblée générale appartient exclusivement aux actionnaires. Il s'agit en substance de savoir pourquoi les actionnaires sont les seuls titulaires du droit de vote et quelle fonction ce droit est supposé devoir assurer dans le système de la société anonyme. Le troisième chapitre esquisse un aperçu des acteurs principaux de notre thèse : après un examen approfondi de la notion d'« investisseur institutionnel », il s'agit de situer les investisseurs institutionnels dans le contexte des marchés de capitaux, d'appréhender leur place dans les structures actionnariales des sociétés cotées, ainsi que de proposer une typologie des institutions considérées comme étant des investisseurs institutionnels.

Chapitre 1^{er} : Le vote comme mécanisme de prise de décisions collectives

Dans tout système d'organisation dans lequel un groupe d'individus est amené à faire un choix collectif, il se pose la question de savoir comment définir les préférences collectives de ce groupe à partir des préférences individuelles de chacun des individus qui le composent. Le présent chapitre vise à répondre à ce problème en étudiant le vote comme principal mécanisme de prise de décisions collectives. Nous allons passer en revue les trois fonctions essentielles du vote : le vote permet d'agrèger, d'une part, les préférences du groupe (section I) et, d'autre part, l'information disponible (section II). Enfin, le vote permet de légitimer la position du mandataire (*agent*) qui occupe une fonction au nom du groupe, ainsi que de surveiller l'activité de ce dernier (section III).

Section I L'agrégation des préférences collectives

Tout groupe d'individus qui est amené à faire un choix collectif se voit confronté au défi de devoir extraire une préférence collective d'une multitude d'opinions individuelles et, dans la plupart des cas, divergentes les unes des autres. Se pose alors la question de savoir comment parvenir à une décision qui reflète la préférence de la collectivité, c'est à dire la position qui, aux yeux du groupe d'individus en question, permet d'obtenir le meilleur rendement possible pour le groupe dans son ensemble.²

La théorie du choix social doit son nom à l'économiste Kenneth ARROW, mais sa pensée s'inscrit dans une tradition plus ancienne, établie notamment par le philosophe et mathématicien des lumières, marquis DE CONDORCET.³ Cette théorie, dont l'hypothèse est l'impossibilité de parvenir à un choix collectif cohérent, se préoccupe d'agrèger des préférences individuelles et de la manière dont ces préférences génèrent un choix collectif.⁴ Intuitivement, voter paraît être la méthode la plus adaptée pour extraire une préférence collective de la multitude des préférences individuelles. Lorsqu'il n'existe pas de réponse objectivement juste ou fausse, le vote permet en effet de trancher entre une multitude d'opinions et de justifier le choix collectif, puisque, selon les termes de GOSHEN, le vote est au fond un mécanisme pour agréger les préférences

² GOSHEN (2001), 4.

³ DE CONDORCET (1785) ; pour un aperçu de la théorie du choix social, voir BLOCK (1998), 984 ss ; RIO (2015), 137 ss.

⁴ RIO (2015), 137.

individuelles dans une préférence collective lorsque les intérêts individuels ne coïncident pas.⁵

Malgré l'acceptation répandue du vote comme mécanisme de prise de décision collective, il s'agit d'un système de prise de décision imparfait, et cela pour deux raisons essentielles : la première raison tient au fait que le choix collectif binaire représente un dilemme lorsque les préférences individuelles divergent. Effectivement, lorsque l'issue du vote révèle des préférences individuelles hétérogènes, la minorité va devoir se soumettre à l'opinion de la majorité, ce qui implique *a priori* que les individus appartenant à la minorité ne seront pas satisfaits du choix final.⁶ Ce point de départ, qui paraît être une évidence, rejoint la vision pessimiste d'ARROW pour qui toute décision collective démocratique, quelle que soit la procédure mise en place, est incohérente. ARROW avait concrétisé cette pensée dans le théorème d'impossibilité, dans lequel il démontre, en termes mathématiques, qu'« *il n'existe aucune méthode de scrutin qui lève le paradoxe électoral, ni le vote majoritaire ni aucun système de représentation proportionnelle, quelle que soit sa complexité. De même, le mécanisme du marché ne peut donner un choix rationnel* ». ⁷ En d'autres termes, comme le résume RIO, « *aucune procédure démocratique de choix social fondée sur des préférences individuelles – et donc destinée à les satisfaire – ne peut être considérée comme rationnelle* ». ⁸

Nous pouvons illustrer l'imperfection du vote comme système de choix collectif à l'aide de l'exemple du vote d'un corps électoral dans un système politique démocratique : l'issue d'une élection, d'un référendum ou d'une initiative populaire fait abstraction de la volonté individuelle des citoyens disposant d'un droit de vote, mais permet simplement de connaître leur préférence en tant que membres de l'organisation que constitue le système politique en question. Il en va de même en ce qui concerne le vote de l'assemblée générale d'une société anonyme qui porte sur un grand nombre de décisions fondamentales pour la société, ainsi que sur l'élection des organes de la société, mais qui fait abstraction de la préférence individuelle de chaque actionnaire.

La deuxième raison qui explique l'imperfection du vote comme mécanisme de prise de décisions collectives est que celui-ci engendre des coûts élevés qui risquent de dépasser les bénéfices. Lorsque le nombre des individus titulaires du droit de vote est élevé, les individus sont enclins à ne pas vouloir déployer l'effort nécessaire pour participer au vote. Cette apathie est tout à fait rationnelle, étant donné que la voix de l'individu n'a qu'un impact minime sur

⁵ GOSHEN (2001), 1; voir également THOMPSON/EDELMAN (2009), 132.

⁶ LASLIER (1999), 672.

⁷ Traduction française par l'Association de traduction économiques de l'Université de Montpellier, Paris : Calmann-Levy, 1974, 115 ; pour la version originale voir ARROW (1963), 79.

⁸ RIO (2015), 137.

le résultat du vote. Par conséquent, plus le nombre des membres qui ont le droit de participer au vote est élevé, moins la voix de l'individu sera décisive pour le résultat final, ce qui les décourage à participer au vote.

Nonobstant ces imperfections, le vote a le mérite de pouvoir agréger et exprimer la préférence d'un groupe. Statistiquement parlant, la préférence de la majorité est le meilleur choix pour le groupe en tant qu'ensemble, puisque l'opinion de la majorité a une probabilité plus élevée d'être l'opinion « correcte ». Vu sous cet angle, un régime dans lequel les décisions sont prises en fonction du vote de la majorité est également dans l'intérêt de la partie succombante, sachant que les individus appartenant à la minorité peuvent partir du principe que la règle de la majorité les protégera de leurs propres erreurs.⁹ En même temps, tout en sachant que la décision d'un individu sera toujours la plus efficace, la préférence de la majorité permet au groupe de se rapprocher le plus possible du résultat d'une décision sujette à un choix individuel.¹⁰

Section II L'agrégation de l'information disponible

La deuxième fonction du vote est de permettre à la collectivité d'aboutir au choix collectif le plus juste. Pour illustrer ce propos, reprenons l'hypothèse décrite dans la section précédente, selon laquelle la collectivité se trouve face à un choix entre deux options, mais avec la différence que cette fois-ci une des options est objectivement la « bonne » et l'autre « la mauvaise ». Dans un tel cas de figure, les préférences individuelles peuvent différer non pas à cause des préférences individuelles distinctes, mais tout simplement parce que certains individus peuvent se tromper. La collectivité a alors la tâche d'agréger l'information disponible.¹¹

Le problème qui se pose est que les procédures mécaniques de choix collectif, comme le vote ou les élections, peuvent intégrer relativement peu d'informations, sauf, comme le précise Amartya SEN, dans les débats et documents qui accompagnent parfois ces procédures.¹² SEN a fait remarquer à juste titre « qu' [e]n soi, un résultat de vote n'apprend pas grand-chose, sauf qu'un candidat [ou un objet soumis au vote de la collectivité] a eu plus de voix qu'un autre ».¹³ Si la théorie du choix social laisse peu d'espoir quant à la cohérence des

⁹ GOSHEN (1996-1997), n 7: « *In fact, the minority also prefers a regime in which decisions are made by majority vote. The individual's decision to join such a group is based on her understanding that majority rule will protect her from her own mistakes* »; voir également NITZAN/PROCCACCIA (1986), 200.

¹⁰ BEBCHUK (1988), 198.

¹¹ LASLIER (1999), 671.

¹² SEN (2009), 129, cité d'après la version française traduite par Paul Chemla.

¹³ *Ibid.*

décisions collectives démocratiques, l'ambition de la réflexion consiste à déterminer les modalités qui permettent d'arriver aux choix collectifs les plus rationnels possibles. SEN suggère de répondre à l'impasse du théorème d'impossibilité d'ARROW par l'amélioration de la base informationnelle disponible: « [i]l s'est avéré que [l'] on pouvait aussi, dans la plupart des cas, résoudre une large part de la difficulté en intégrant dans les modes de décision collective une plus forte sensibilité à la base informationnelle des individus ». ¹⁴ En d'autres termes, les choix collectifs « apparaissent plus éclairés et cohérents dès lors que l'on s'assure que les individus dont on agrège les préférences bénéficient de suffisamment d'informations quant aux éléments sur lesquels ils doivent se prononcer ». ¹⁵

À l'issue d'un vote, une majorité se dégage, soit celle qui a au moins recueilli la moitié des voix plus une. Selon la logique de la règle majoritaire, la décision doit être prise en faveur de l'opinion majoritaire. La fréquence avec laquelle la règle majoritaire est appliquée lui confère, au moins dans nos sociétés démocratiques, le statut d'une norme collective. ¹⁶ Certes, la perfection se traduirait par l'unanimité des membres votants, mais cet idéal est difficile à atteindre, d'autant plus face à une multitude de membres votants, comme un État ou une société anonyme cotée en bourse qui est détenue par un actionariat dispersé.

La justification de la règle majoritaire, ainsi que ses limites, faisaient partie des objets d'étude du marquis DE CONDORCET. ¹⁷ Dans son théorème de jury, DE CONDORCET parvint à justifier l'application de la règle majoritaire par des calculs sur la probabilité, moyennant la réunion de trois conditions cumulatives. EDELMAN a simplifié le théorème de jury en modernisant sa terminologie : ¹⁸

- à supposer qu'un certain nombre de jurés doit choisir entre deux alternatives (par exemple, dans le cas d'une société anonyme, une assemblée générale qui doit trancher si la société doit fusionner avec une autre société ou pas), une étant la bonne et l'autre la mauvaise (dans le cas de figure d'un vote d'une assemblée générale, la bonne décision est celle qui permet de maximiser les rendements attendus); ¹⁹

¹⁴ SEN (2009), 128, cité d'après la version française traduite par Paul Chemla.

¹⁵ RIO (2015), 138.

¹⁶ LASLIER (1999), 671.

¹⁷ DE CONDORCET (1785).

¹⁸ EDELMAN (2002), 328.

¹⁹ NITZAN/PROCACCIA (1986), 191. Notons à cet égard le caractère simplifié de cette hypothèse, étant donné que les actionnaires d'une société cotée peuvent tout à fait avoir des préférences hétérogènes. Dans ce cas, la probabilité que la majorité des voix s'exprime en faveur de l'alternative « correcte » est décroissante.

- à supposer que chaque juré a la même probabilité d'avoir tort et que les probabilités d'erreurs individuelles (p) soient inférieures à 0.5 ;
- à supposer également que le nombre de jurés soit impair, afin d'éviter les situations de blocage, et que les erreurs individuelles soient indépendantes et non pas influencées les unes par les autres.

Alors, le théorème de jury indique que, lorsque ces conditions sont cumulativement remplies, la probabilité que le vote majoritaire aboutisse à la mauvaise alternative décroît avec le nombre de jurés (N) et tend vers zéro quand le nombre de jurés tend vers l'infini.²⁰

Prenons l'exemple simplifié d'une assemblée générale qui doit se prononcer sur l'approbation ou le rejet d'un contrat de fusion²¹: plus le nombre d'actionnaires qui participent au vote est élevé, plus il est probable que l'assemblée générale aboutisse à la décision qui maximise la valeur de leurs actions. On peut déduire du théorème du jury de CONDORCET qu'à certaines conditions, la décision fondée sur le vote de la majorité a plus de chances d'aboutir au choix correct que si la décision avait été prise par un individu agissant seul. Par conséquent, la meilleure décision est celle qui a été prise en appliquant la règle majoritaire à un grand nombre de votants.²²

Il résulte de ce qui précède que le vote d'une collectivité ne sert pas seulement à déterminer la préférence collective, mais également à agréger l'information disponible. Toutefois, les conditions d'application sont extrêmement restrictives, rendant ainsi le théorème du jury peu réaliste.²³ Surtout, on ne voit guère comment, en pratique, les erreurs individuelles des participants au vote peuvent être indépendantes les unes des autres. S'agissant d'un vote d'une assemblée générale d'actionnaires, l'indépendance des actionnaires est souvent illusoire et loin de la réalité. Ceci est dû aux nombreuses situations de conflits d'intérêt et les et les cas où les actionnaires exercent leurs

²⁰ En termes mathématiques, le théorème du jury se traduit par la formule suivante :

$$P(N) = \sum p^n (1-p)^{N-n}$$
$$n > N/2$$

Notons que de nombreux auteurs ont appliqué le théorème du jury de Condorcet au vote de l'assemblée générale d'une société anonyme : NITZAN/PROCACCIA (1986), 197; LEVMORE (2000), 158 ; THOMPSON/EDELMAN (2009), 129, 149; SCHOUTEN (2010), 6.

²¹ L'approbation du contrat de fusion fait partie des compétences intransmissibles de l'assemblée générale (art. 12 al. 2 et art. 18 Lfus en relation avec l'art. 698 al. 2 ch. 6 CO).

²² THOMPSON/EDELMAN (2009), 132; GOSHEN (2001), 2; NITZAN/PROCACCIA (1986), 197: « [...] *as the number of consultants tends to infinity, the probability of identifying the 'correct' alternative under uncertainty tends to one* ».

²³ VERMEULE (2009), 4; SCHOUTEN (2010), 7.

droits de vote de manière stratégique,²⁴ mais également au fait que les actionnaires disposent généralement des mêmes sources d'informations pour prendre leurs décisions de vote.²⁵ À cela s'ajoute la critique exprimée par certains économistes selon laquelle le théorème du jury est inapplicable lorsque l'acquisition d'information génère des coûts élevés pour les participants au vote, parce que la probabilité qu'un individu parvienne à influencer la décision finale est minime en comparaison des coûts d'information que l'exercice du droit de vote implique.²⁶

Section III La fonction de légitimation et de surveillance de l'agent

Dans une configuration de mandant et mandataire (*principal-agent*), le vote permet de légitimer un système dans lequel les mandataires (*agents*) ont été élus par les mandants (*principals*) afin de les représenter, en occupant une fonction en leur nom. Toute relation d'agence²⁷ est fondée sur l'hypothèse de départ que, en tant qu'*homo oeconomicus*,²⁸ chaque individu cherche à maximiser ses propres bénéfices. Vu sous cet angle, il y a tout lieu de croire que l'*agent* n'agira pas toujours dans l'intérêt du *principal*. Le vote vise ainsi, d'une part, à justifier les actions de l'*agent* et permet, d'autre part, aux *principals* de surveiller le comportement de l'*agent*. Que ça soit dans la sphère publique ou dans le contexte d'une société anonyme, le fait de devoir rendre des comptes aux électeurs permet de faciliter la surveillance de l'*agent* et de le sanctionner, le cas échéant, par la révocation ou la non-réélection. Afin d'assurer l'efficacité de cette fonction de surveillance, le libre choix des votants ne doit pas être faussé.²⁹

²⁴ On entend par vote stratégique toute situation dans laquelle le votant vote selon son appréciation comment d'autres votants vont se comporter au lieu de voter selon ses réelles préférences. Voir au sujet du vote stratégique GOSHEN (1996-1997).

²⁵ On entend par vote stratégique toute situation dans laquelle le votant vote selon son appréciation comment d'autres votants vont se comporter au lieu de voter selon ses réelles préférences. Voir au sujet du vote stratégique GOSHEN (1996-1997).

²⁶ KORIYAMA/SZENTES (2009), 229 ; MARTINELLI (2006), 229 *et seq*, MUKHOPADHAYA (2003), 236.

²⁷ La relation d'agence est un contrat selon lequel une ou plusieurs personnes (les *principals*) engagent une autre personne (l'*agent*) pour qu'il fournisse certains services en leur nom ce qui implique la délégation de certaines compétences de prise de décisions. Sur la théorie de l'agence, voir *infra* première partie, chapitre 2, section II 1.

²⁸ Sur le modèle économique néo-classique de l'*homo oeconomicus*, voir RUFFNER (2000), 58 ss ; MAIZAR (2012), 177 ss.

²⁹ THOMPSON/EDELMAN (2009), 133.

Section IV L'efficacité du vote comme mécanisme de prise de décision

Dans la première section nous avons établi qu'en dépit de l'imperfection du vote en tant que mécanisme de prise de décision collective, ledit vote constitue la meilleure méthode pour déterminer les préférences d'un groupe. Or, comment peut-on assurer que le vote soit un indicateur efficace de la préférence collective ?

1. La dimension de l'efficacité en droit de la société anonyme

L'analyse économique du droit utilise la notion d'efficacité comme critère normatif. Ainsi, pour emprunter les mots de POSNER: « *the social goal most emphasized in modern economics is [...] the efficient allocation of resources [...]* ». Sans entrer dans les détails, on distingue deux concepts de l'efficacité : l'efficacité selon *Pareto* et l'efficacité au sens de *Kaldor-Hicks*.³⁰ Une situation est efficace au sens de *Pareto* lorsqu'il n'est plus possible d'améliorer le bien-être d'un acteur, sans simultanément détériorer le bien-être d'un autre acteur. Dans le monde réel les situations efficaces au sens de *Pareto* sont rares, étant donné que la plupart des transactions ont également des effets sur des tiers, par exemple un changement de prix des biens.³¹ En revanche, une situation est efficace selon le critère de *Kaldor-Hicks*, lorsqu'il est possible pour le gagnant de compenser les perdants.³²

Du point de vue des actionnaires, il convient de trouver des moyens pour garantir que le vote de la majorité résulte dans une maximisation de la valeur actionnariale. L'objectif ultime du droit de la société anonyme est d'améliorer le bien-être global de tous ceux qui sont affectés par les activités de l'entreprise, ce qui comprend non seulement les actionnaires, mais également les employés, fournisseurs et clients, ainsi que les tiers tels que les communes ou les bénéficiaires de l'environnement préservé.³³ Il s'agit d'une efficacité au sens de *Kaldor-Hicks*,³⁴ dans laquelle ceux qui bénéficient de l'activité de l'entreprise

³⁰ POSNER (2014), 14 *et seq* ; MATHIS/STEFFEN, *in* : Mathis (2015), 35 ; sur les fondements philosophiques du critère de l'efficacité, voir MATHIS (2009) et EIDENMÜLLER (2005).

³¹ POSNER (2014), 14 *et seq*.

³² *Ibid*.

³³ Traduit par l'auteure. Version originale ARMOUR/HANSMANN/KRAAKMAN, *in*: Kraakman *et al.* (2009a), 28: « *As a normative matter, the overall objective of corporate law – as of any branch of law – is presumably to serve the interests of society as a whole. More particularly, the appropriate goal of corporate law is to advance the aggregate welfare of all who are affected by a firm's activities, including the firm's shareholders, employees, suppliers, and customers, as well as third parties such as local communities and beneficiaries of the natural environment* ». (Mise en évidence par l'auteure).

³⁴ ARMOUR/HANSMANN/KRAAKMAN, *in* : Kraakman *et al.* (2009a), n 79.

peuvent compenser ceux qui en subissent des effets indésirables. Au sens le plus large, l'efficacité du vote en tant que mécanisme de choix collectif doit être mesurée à travers sa capacité d'améliorer l'efficacité sociale globale (*overall social efficiency*). En pratique, toutefois, il est difficile de concevoir que les actionnaires agissent en fonction du bien-être global en exerçant leur droit de vote, raison pour laquelle la doctrine classique entend généralement que la maxime d'action des actionnaires se traduit par la maximisation de la valeur actionnariale.³⁵

En tout état de cause, il semble que la dichotomie apparente entre le *shareholder value* et le *stakeholder value* est quelque peu dépassée et plutôt d'ordre théorique, dans la mesure où la maximisation de la valeur actionnariale devrait en pratique, en fin de compte, être également bénéfique pour les autres parties prenantes. Aux fins de ce chapitre portant sur les mérites et les limites du vote comme mécanisme de choix collectif, il n'est pas indispensable d'approfondir ces questions, puisque nos réflexions portent sur les mécanismes qui mènent à une conception prédéfinie du vote efficace et non pas sur la notion d'efficacité elle-même.³⁶

2. Les conditions d'un vote efficace

Dans les grandes lignes, on peut affirmer que l'efficacité du vote comme mécanisme de prise de décisions collectives dépend de la réalisation de trois conditions de base, à savoir une base informationnelle suffisante et pertinente (A) ; l'absence de conflits d'intérêt (B) et l'absence de l'utilisation du vote à des fins stratégiques (C).

A. La disponibilité d'une base informationnelle suffisante et pertinente

Tout d'abord, pour être en mesure de voter de manière efficace, il est essentiel que les personnes autorisées à voter disposent de suffisamment d'informations sur la question à trancher. Cependant, la mise à disposition de l'information pertinente n'est pas tout. Encore faut-il que les titulaires des droits de vote parviennent à analyser l'information disponible et à appréhender ainsi

³⁵ THOMPSON/EDELMAN (2009), 155: « *The franchise is limited to shareholders because the law has decided that each corporation is best served by focusing on its own stock price, not overall social welfare*»; LEVMORE (2000/2001), 158: « *In the case of shareholder votes, there is something of a single metric, value maximization.* »; SCHOUTEN (2010), 9: « [...] corporate voting may be deemed efficient when a majority of the shares is voted in favor of the option that **maximizes shareholder value**. » (Mise en évidence dans l'original); GOSHEN (1996-1997), 750: « *Having defined our goal as assuring transaction-efficiency and assuming that "group preference" expressed through the voting system will provide us with the best approximation of transaction-efficiency, we must strive to ensure sincere voting* ». Critique: SJÄFJELL/TAYLOR (2019), 45 ss.

³⁶ Dans ce sens SCHOUTEN (2010), 11.

les objets soumis au vote de manière à pouvoir prendre une décision rationnelle. Particulièrement, dans le contexte de l'assemblée générale d'une société anonyme, la base informationnelle des actionnaires dépend non seulement des exigences légales en matière d'informations à fournir, mais également de la structure actionnariale de la société anonyme en question, attendu que les actionnaires importants sont davantage motivés pour rechercher des informations supplémentaires et compte tenu du fait que certains investisseurs institutionnels sont obligés, en vertu de leurs devoirs fiduciaires, de participer au vote.³⁷

B. L'absence de conflits d'intérêts

Pour que le vote soit efficace et pour qu'il révèle la véritable préférence de la collectivité, les participants doivent voter conformément à leurs propres convictions.³⁸ Autrement dit, il s'agit d'assurer que le vote soit sincère, c'est à dire qu'il ne soit pas affecté par des conflits d'intérêts ou utilisé à des fins stratégiques.³⁹

De manière générale, les conflits d'intérêt surgissent lorsque certains membres du groupe ont des intérêts personnels allant à l'encontre de leur intérêt en tant que membre de ce groupe.⁴⁰ Dans ce cas, l'efficacité du vote est compromise, dans la mesure où l'exercice du droit de vote ne garantit plus d'aboutir à déterminer l'intérêt collectif, mais plutôt à l'intérêt de chaque membre individuel du groupe. Par conséquent, on peut raisonnablement affirmer que les conflits d'intérêts ébranlent la propension du mécanisme de vote à déterminer la préférence du groupe.

Dans le contexte de la société anonyme cotée, de nombreuses situations sont susceptibles de mettre un actionnaire dans une situation de conflit d'intérêt et d'altérer ainsi l'issue du vote. Les cas les plus évidents sont ceux où un actionnaire majoritaire a un double intérêt dans l'affaire sur laquelle il s'agit de voter :

- Reprenons le cas de figure d'un vote d'une assemblée générale portant sur l'approbation ou le rejet d'un contrat de fusion (art. 12 al. 2 LFus).⁴¹ En temps normal, c'est à dire si le mécanisme de vote est efficace, l'assemblée générale se prononcera en faveur du choix qui

³⁷ THOMPSON/EDELMAN (2009), 150 ; SHLEIFER/VISHNY (1986), 461.

³⁸ GOSHEN (2001), 2 ; SCHOUTEN (2010), 32 ss.

³⁹ Sur l'utilisation du vote à des fins stratégiques, *infra*, première partie, chapitre 1^{er}, section IV, 2 C.

⁴⁰ GOSHEN (2001), 17.

⁴¹ Loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine du 3 octobre 2003 (RS. 221.301).

reflète la préférence du groupe. Autrement dit, si la majorité des actionnaires accepte le contrat de fusion, l'opération de fusion est considérée comme efficace. Lorsqu'un actionnaire est impliqué des deux côtés de la transaction, par exemple, si un actionnaire majoritaire de la société acquérante est en même temps actionnaire de la société qu'il s'agit de racheter ou encore lorsqu'un actionnaire détient également des actions d'un concurrent, il n'est plus garanti que le vote reflète ce qui est bénéfique pour les actionnaires dans leur ensemble.⁴²

- Une autre configuration susceptible de donner lieu à un conflit d'intérêt est celle où un ou plusieurs actionnaires de contrôle sont enclins à accepter des propositions qui leur donneront plus de contrôle dans l'entreprise. Par exemple, l'introduction des actions à droit de vote privilégié (art. 654 et art. 656 CO) donnera davantage de pouvoir aux actionnaires importants et, le cas échéant, leur permettra finalement de contrôler la société. Ces actionnaires seront donc incités à accepter la proposition, indépendamment de l'intérêt social.
- Lorsqu'un administrateur est en même temps actionnaire et qu'il convient de trancher sur une affaire dans laquelle l'administrateur-actionnaire a un intérêt personnel (par exemple l'acquisition d'un immeuble dont il est propriétaire),⁴³ il n'est pas garanti, si la transaction est acceptée, que l'acquisition soit un choix efficace ou que l'administrateur-actionnaire n'ait pas influencé le vote pour avancer ses propres intérêts.
- L'ingérence de l'État dans les affaires d'une société anonyme comporte un autre risque de conflits d'intérêts. L'État actionnaire ou un actionnaire étroitement lié à un gouvernement central comme un fonds souverain étatique, risque de prendre des décisions de vote biaisées dans la mesure où son investissement et, dès lors son comportement de vote, risque d'être mu par des considérations politiques ou stratégiques et non pas exclusivement par des considérations d'ordre commercial.⁴⁴

Dans le contexte qui nous occupe, les situations qui risquent de donner lieu à des conflits d'intérêts découlent principalement du rôle d'intermédiaires des investisseurs institutionnels. En investissant les fonds de leurs bénéficiaires

⁴² *Ibid.*

⁴³ GOSHEN (2001), 19.

⁴⁴ Sur le risque de l'influence des États souverains dans les sociétés cotées et, en particulier, sur le rôle des fonds souverains étatiques en tant qu'actionnaires, voir *infra*, première partie, chapitre 3, section IV 2 A ; ROSE (2008) ; SENN (2009).

finiaux, les investisseurs institutionnels ne doivent pas voter en faveur de leurs propres intérêts, mais exclusivement dans celui de leurs bénéficiaires finaux.

C. *L'absence de l'utilisation du vote à des fins stratégiques*

La troisième condition de base pour un vote efficace est qu'il ne soit pas utilisé à des fins stratégiques. Une telle utilisation à des fins stratégiques a lieu lorsque les personnes qui participent au vote fondent leur décision de vote sur leur appréciation du comportement de vote des autres plutôt que sur leur réelle préférence.⁴⁵

GOSHEN propose l'exemple suivant provenant du droit des offres publiques d'acquisition (OPA) pour illustrer comment l'utilisation du vote à des fins stratégiques peut altérer le résultat d'un vote. Un prédateur (*corporate raider*) offre une prime de rachat dépassant la valeur boursière actuelle, afin d'inciter les actionnaires à accepter son offre. Les actionnaires qui savent que la prime offerte ne représente qu'une fraction de l'augmentation de la valeur attendue si le prédateur prend le contrôle auront tendance à ne pas accepter l'offre, tout en espérant que la majorité des actionnaires l'acceptent et déposent leurs actions. Ce faisant, les premiers actionnaires adoptent un comportement de passager clandestin (*free riding*), leur permettant de profiter des actionnaires qui ont déposé leurs actions et qui, en recevant une prime moins élevée, supportent les coûts d'un transfert de contrôle. Enfin, en estimant le comportement de vote de la majorité des actionnaires et en utilisant leurs droits de vote pour bénéficier d'une transaction, les actionnaires agissent de manière stratégique.⁴⁶ Pour GOSHEN, l'élément le plus troublant dans cette démarche est la destruction potentielle des transactions efficaces : si la majorité des actionnaires devenaient des *free riders*, le nombre d'actionnaires qui seraient prêts à vendre leurs actions sera insuffisant. En conséquence, l'OPA sera vouée à l'échec.⁴⁷

À l'instar du vote affecté par un conflit d'intérêt, le vote stratégique compromet la capacité du vote à identifier la préférence collective la plus efficace, sachant qu'il n'est plus certain que la préférence de la majorité ait une plus grande probabilité d'aboutir au choix le plus efficace.

⁴⁵ GOSHEN (1997), 741; SCHOUTEN (2010), 36.

⁴⁶ GOSHEN (2001), 6.

⁴⁷ GOSHEN (2001), 7; voir également GROSSMAN/HART (1980), 43.

Section V Synthèse

En somme, l'étude des théories du choix social révèle qu'il n'existe pas de procédé entièrement satisfaisant pour parvenir à une décision collective lorsque les intérêts individuels divergent. Le procédé de vote permet à un groupe prédéfini d'extraire une préférence collective à partir d'une multitude de préférences individuelles, d'agrèger l'information disponible tout en minimisant les risques d'erreurs individuelles, ainsi que de légitimer la position d'un tiers représentant une fonction au nom de la collectivité et de contrôler ses agissements. Il faut cependant éviter de tomber dans le piège que l'économiste Harold DEMSETZ qualifiait de *nirvana economics* et de considérer le procédé de voter comme étant un mécanisme de choix collectif parfait et entièrement efficace.⁴⁸ Enfin, l'efficacité du vote comme mécanisme de choix collectif dépend non seulement de la pertinence et de la qualité de l'information mise à disposition des participants au vote et leur permettant de se forger leur propre opinion, mais elle est également diminuée du fait que les participants au vote ont généralement des intérêts individuels divergents ou que certains d'entre eux sont susceptibles d'utiliser leurs droits de vote à des fins stratégiques.

⁴⁸ DEMSETZ (1969), 1.

Chapitre 2 : Le droit de vote des actionnaires et la gouvernance d'entreprise

Après avoir examiné, dans le premier chapitre, les fonctions générales du vote en tant que mécanisme de choix collectif, nous nous interrogeons dans ce deuxième chapitre sur les enjeux du vote des actionnaires pour la gouvernance d'entreprise. Dans un premier temps, il s'agit d'esquisser le cadre purement théorique de référence pour le rôle des actionnaires dans le système d'organisation de la société anonyme (section I), avant de présenter, dans un deuxième temps, les fonctions du droit de vote des actionnaires (section II).

Section I L'analyse économique du droit comme cadre théorique de référence

L'analyse économique du droit (*law and economics*) applique les outils des théories microéconomiques à l'analyse des règles de droit. Cette approche consiste, pour reprendre les termes de NOBEL, en une imbrication des théories et méthodes des sciences juridiques et économiques permettant une vision pratique et globale de la réglementation des marchés, des entreprises et de leurs acteurs.⁴⁹ Si, d'un point de vue théorique, l'analyse économique du droit peut s'appliquer à l'ensemble des domaines juridiques,⁵⁰ force est de constater que la réflexion économique prend une signification particulière en droit des sociétés eu égard à sa connexion étroite avec l'économie.⁵¹

La présente section vise à fournir les bases nécessaires des théories de l'analyse économique du droit pour la compréhension de l'objet du présent travail, à savoir, la prise de décisions collectives par les investisseurs institutionnels et, plus particulièrement, l'exercice de leurs droits de vote d'actionnaires. Les fondements théoriques exposés dans cette section font partie de l'approche économique néo-institutionnelle. Toutefois, comme le souligne MAIZAR, il s'agit de considérer que l'analyse économique du droit ne constitue pas une théorie unitaire, mais qu'elle réunit plutôt différentes approches

⁴⁹ Traduction de l'auteure. Version originale en allemand: « *Law & Economics lässt sich sowohl umschreiben als seine Verzahnung von Theorien und Methoden beider Nachbarwissenschaften als auch die praxisorientierte ganzheitliche Betrachtung von Regelungs- und Gestaltungsfragen in Bezug auf Märkte und Unternehmen* », NOBEL (2017), § 1 N 151.

⁵⁰ MAIZAR (2012), 187.

⁵¹ NOBEL (2017), N 160.

interconnectées qui, d'un point de vue méthodologique, se recoupent, se différencient, se rapportent les unes aux autres et se complètent mutuellement.⁵²

1. La justification de l'application des théories de l'analyse économique du droit

Les différentes théories économiques néo-institutionnelles ont en commun la prémisse de base de l'*homo oeconomicus* qui décrit un être modèle agissant de manière parfaitement rationnelle.⁵³ Sans entrer ici dans les détails du modèle de comportement économique, on peut supposer que l'*homo oeconomicus* choisira l'option qui lui rapportera le plus grand profit puisqu'il vise toujours à retirer le maximum de bénéfices possibles.

L'applicabilité du modèle de l'*homo oeconomicus* doit néanmoins être relativisée, dans la mesure où la supposition d'une prise de décision rationnelle est fondée à son tour sur l'hypothèse que l'*homo oeconomicus* dispose de toutes les informations pertinentes.⁵⁴ Influencée par la psychologie sociale, la discipline de l'économie comportementale (*Behavioral Economics*) porte un nouveau regard sur les théories classiques de l'analyse économique du droit, en observant empiriquement que le comportement des individus diverge systématiquement du comportement purement rationnel de l'*homo oeconomicus*.⁵⁵ Dans le présent contexte, la référence aux théories classiques de l'analyse économique du droit reste pertinente sachant qu'elles permettent, au moins dans une mesure limitée, de rendre le comportement des investisseurs traçable.

2. Les théories de l'analyse économique du droit pertinentes

A. La théorie des coûts de transaction

La théorie des coûts de transaction remonte aux réflexions de Ronald COASE dans les années 1960 selon lesquelles le recours au marché par le biais de l'exploitation d'une entreprise engendre des coûts (comme d'ailleurs toute transaction économique), dans la mesure où les différentes parties doivent se coordonner entre elles.⁵⁶ Les coûts de transaction peuvent prendre des formes multiples : la recherche d'un partenaire contractuel et la quête d'informations pertinentes le concernant; la conduite des négociations afin d'aboutir à un

⁵² *Ibid.* en se référant notamment à PICOT/DIETL/Franck (2008), 46.

⁵³ Sur la notion de l'*homo oeconomicus*, voir notamment MAIZAR (2012), 187 ; NOBEL (2016), N 153.

⁵⁴ NOBEL (2016), N 155; MATHIS/STEFFEN, *in*: Mathis (2015), 31.

⁵⁵ NOBEL (2016), N 157; MATHIS/STEFFEN, *in*: Mathis (2015), 31.

⁵⁶ COASE (1960), 1 ss.

accord ; la rédaction d'un contrat ou encore l'exercice d'une surveillance adéquate pour s'assurer que les termes du contrat soient respectés.

En termes très simples, l'objectif du théorème de Coase consiste à réduire ces coûts de transaction afin d'aboutir à une allocation optimale des ressources. Appliquées spécifiquement à l'organisation des entreprises, les coûts de transaction se traduisent par des coûts liés à la fondation et à la gestion, ainsi que par des coûts d'agence entre bailleurs de fonds propres et dirigeants.⁵⁷ Dans cette perspective, la mission du droit des sociétés est de limiter les coûts de transaction inutiles afin de garantir une allocation efficace des ressources du marché.⁵⁸ Les coûts de transaction ne peuvent pourtant pas être éliminés totalement, étant donné que celles-ci sont indispensables pour l'existence de l'entreprise ou, pour reprendre les mots de COASE, « *in the absence of transaction costs, there is no economic basis for the existence of the firm* ». ⁵⁹

B. La théorie du réseau des contrats

La théorie du réseau des contrats, plus connue sous la dénomination anglaise de *nexus-of-contracts theory*, conçoit les sociétés commerciales comme des ensembles de contrats explicites et implicites entre différentes parties.⁶⁰ Selon cette perspective, la société commerciale n'est pas une entité juridique indépendante et détachée du marché, mais correspond plutôt, pour reprendre les termes de JENSEN et MECKLING, à une sorte de fiction légale qui sert de point de connexion aux relations contractuelles entre les différents individus.⁶¹ La théorie du réseau des contrats s'articule ainsi autour des liens unissant les différents groupes de personnes qui contribuent au bon fonctionnement de la société anonyme en fournissant des apports.⁶² Bailleurs de fonds propres, créanciers, fournisseurs, dirigeants salariés et les intermédiaires financiers forment ainsi un réseau complexe de relations contractuelles qui interagissent dans les divers marchés (marché de travail, marché des produits et marché des

⁵⁷ MAIZAR (2012), 192.

⁵⁸ GOTSCHEV (2005), N 22; RUFFNER (2000), 19.

⁵⁹ COASE (1988), 14.

⁶⁰ EASTERBROOK/FISCHEL (1991), 12; JENSEN/MECKLING (1976); KORNHAUSER (1989); 305 ss ; HART (1989), 1765 ss ; MACEY (2010), 42; RUFFNER (2000), 136 ; GOTSCHEV (2005), N 28 ; MEIER-HAYOZ/FORTSMOSER (2012), §2 N 19; *critique* : ARMOUR/HANSMANN/KRAAKMAN, *in*: Kraakman *et al.* (2009a), 6 qui estiment que la société devrait plutôt être conçue comme un *nexus for contracts*, soit une entité juridique qui elle-même n'est pas contractuelle, mais qui sert comme facteur de rattachement pour un grand nombre de contrats ; en ce sens: VOGT/BASCHUNG (2013), 14.

⁶¹ Traduction de l'auteure. Version originale de JENSEN/MECKLING (1976), 308: « *The private corporation or firm is simply one form of legal fiction which serves as a nexus for contracting relationships [...]* ».

⁶² FAMA (1980), 291.

capitaux) en vue de poursuivre leurs intérêts, qui peuvent être aussi bien convergents que divergents.⁶³

Les droits de chaque partie, mais également ses parts au bénéfice, ainsi que ses devoirs et obligations dans l'entreprise, sont contractuellement définis.⁶⁴ Selon la théorie du *nexus-of-contracts*, chaque partie supporte une partie du risque de l'activité commerciale de la société, mais seuls les actionnaires supportent le risque pour la totalité de leur investissement.⁶⁵ C'est pourquoi les intérêts des actionnaires occupent une place particulière dans le fonctionnement du réseau de contrats. Considérant leur statut particulier de créanciers résiduels, les actionnaires forment le seul groupe dans le réseau de contrats ayant un intérêt à ce que la valeur de la société soit maximisée. Cela étant, les actionnaires disposent d'incitatifs uniques pour surveiller la gestion des activités de la société puisque, pour emprunter les mots de BIRON, « *plus la valeur résiduelle est importante, plus la partie qui leur revient au moment de la liquidation de la société l'est aussi* ». ⁶⁶

L'approche du *nexus-of-contracts* soulève des questions essentielles quant à la nature des règles du droit des sociétés.⁶⁷ Dans la mesure où les relations contractuelles à long terme sont forcément incomplètes et imprévisibles, il est impossible que le cadre normatif anticipe toutes les questions juridiques qui peuvent surgir entre les différentes parties de la société. Selon MACEY, le droit de la société anonyme devrait être construit de manière à habiliter les différentes parties prenantes à aménager eux-mêmes leurs relations contractuelles au cas par cas au lieu d'imposer des obligations : « *Corporate law should be enabling rather than mandatory [...]* ». ⁶⁸ Ces considérations expliquent pourquoi les dispositions du droit des sociétés relèvent essentiellement du droit dispositif.

On peut ensuite en déduire de l'approche du *nexus-of-contracts* que la fonction du droit des sociétés consiste à déterminer des paramètres permettant de réduire les coûts de négociation entre les différentes parties prenantes de la société.⁶⁹ En ce qui concerne en particulier la relation entre l'assemblée générale

⁶³ RUFFNER (2000), 156; GOTSCHEV (2005), N 28.

⁶⁴ MACEY (2010), 42: « *The core insight of this nexus of contracts paradigm is that contract defines each participant's rights, benefits, duties, and obligations in the corporate endeavour* ».

⁶⁵ Ce point de vue est contesté par les partisans de la *Team Production Theory* pour qui d'autres parties prenantes devraient également être considérés comme des créanciers résiduels de l'entreprise. *Infra*, première partie, chapitre 2, section III 2.

⁶⁶ BIRON (2014), 828.

⁶⁷ RUFFNER (2000), 293 ; MAIZAR (2012), 188.

⁶⁸ MACEY (2010), 44 ; voir également EASTERBROOK/FISCHEL (1991), 66 *et seq* ; RUFFNER (2000), 159 *et seq* et 170 ; MAIZAR (2012), 188.

⁶⁹ POSNER (2014), 563.

et les organes dirigeants de la société, les statuts peuvent être adaptés, dans les limites de la loi, aux circonstances concrètes de chaque société.

À certains égards, des normes impératives s'avèrent néanmoins nécessaires, dans la mesure où elles concèdent une réduction des coûts de négociation tout en garantissant une meilleure efficacité. Tel est notamment le cas des normes qui visent à réduire les asymétries d'information et à établir des procédures uniformes pour la détermination de la volonté sociale.⁷⁰ En outre, les dispositions impératives permettent de fixer des limites à la position de pouvoir du conseil d'administration et de contrôler un comportement potentiellement opportuniste.⁷¹

C. La théorie des droits de la propriété

Tandis que la théorie des coûts de transaction met au centre le transfert des droits de disposition, la théorie des droits de propriété (*property rights theory*) s'intéresse à l'aménagement des droits de disposition.⁷² Selon la théorie des droits de propriété, les biens doivent non seulement être évalués sur base de leur valeur intrinsèque, mais également à la lumière de l'étendue, la répartition et la possibilité de mettre en œuvre les droits de disposition rattachés à ces biens.⁷³ Appliqués au contexte de la société anonyme, les droits de propriété des actionnaires doivent être compris comme des mécanismes pour déterminer les incitations économiques pouvant influencer directement l'allocation des biens et des ressources.⁷⁴ Dans cette optique, le droit de vote des actionnaires joue un rôle primordial, dans la mesure où il habilite ses titulaires à prendre des décisions fondamentales pour l'entreprise et à disposer ainsi de leur bien commun, à savoir l'entreprise.

Section II Les théories et modèles relatifs à la position de l'actionnaire dans la gouvernance d'entreprise

Au-delà des théories générales de l'analyse économique du droit exposées dans la section précédente, le comportement des actionnaires fait l'objet d'un cadre théorique plus précis.

⁷⁰ MAIZAR (2012), 189.

⁷¹ *Ibid.*; RUFFNER (2000), 294.

⁷² RUFFNER (2000), 136; MAIZAR (2012), 191.

⁷³ PICOT/DIETL/FRANCK (2008), 46 (avec d'autres références); MAIZAR (2012), 190.

⁷⁴ MAIZAR (2012), 190; RUFFNER (2000), 135.

1. La théorie de l'agence

La théorie de l'agence (*agency theory*) est aujourd'hui considérée comme étant la théorie dominante en matière de gouvernance d'entreprise.⁷⁵ Ses origines remontent aux réflexions d'Adam SMITH qui a posé les jalons pour le développement de nouveaux aspects de la théorie organisationnelle. SMITH prédisait déjà, en 1776, dans son ouvrage de référence *The Wealth of Nations*, qu'une entreprise dont le contrôle n'est pas entre les mains de ses propriétaires risque de poursuivre d'autres objectifs économiques que ceux de ses propriétaires: « *The directors of such companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own* ».⁷⁶

Dans les années 1930, Adolf BERLE et Gardiner MEANS ont étudié de façon plus approfondie la préoccupation exprimée par SMITH en mettant en lumière la séparation du contrôle et de la propriété au sein des grandes entreprises.⁷⁷ Toutefois, ce n'est qu'en 1976 que la théorie de l'agence fût concrétisée par JENSEN et MECKLING dans leur article de référence cité *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*.⁷⁸

Au centre de la théorie de l'agence se trouve la relation de mandat entre les actionnaires et les dirigeants de l'entreprise : les actionnaires (*principals*) mandatent des dirigeants (*agents*), à savoir des tiers spécialisés, pour qu'ils gèrent l'entreprise dans leur intérêt. En procédant de la sorte, les actionnaires ont la possibilité de diversifier leurs investissements et de réduire le risque lié à cet investissement, tout en s'assurant que la responsabilité de gérer et d'administrer les affaires de la société est confiée à des personnes ayant les compétences requises pour accomplir cette tâche.⁷⁹ En même temps, et c'est là que réside le danger, en conférant la gestion de l'activité à des tiers, les actionnaires créent une séparation fonctionnelle au sein de la société qui conduit à la création d'une relation d'agence qui donne ouverture à un risque d'opportunisme.⁸⁰ Effectivement, les *agents* risquent de profiter de cette délégation afin de satisfaire leurs propres intérêts, par exemple en diminuant la qualité de leur performance, en s'octroyant des avantages patrimoniaux indus ou en cherchant à s'opposer à une offre d'acquisition d'entreprise aux seules

⁷⁵ MEURER (2004), 727; CHABLOZ (2012), N 24.

⁷⁶ SMITH (1776), 229.

⁷⁷ BERLE/MEANS (1932).

⁷⁸ JENSEN/MECKLING (1976).

⁷⁹ BIRON (2014), 823.

⁸⁰ FAMA/JENSEN (1983a), 301; EASTERBROOK/FISCHEL (1983), 395; BLACK (1990), 520; BLAIR/STOUT (1999), 248; BIRON (2014), 823.

fins de préserver leur statut de directeur ou d'administrateur.⁸¹ Autrement dit, selon JENSEN et MECKLING, si les *agents* aspirent à maximiser leurs propres bénéfices, il y a de fortes chances de croire qu'ils n'agiront pas forcément dans l'intérêt des *principals*: « *if both parties to the relationship are utility maximizers, there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal* ». ⁸²

Ce constat permet de déduire que la relation d'agence comporte un risque que les redistributions aux actionnaires soient inférieures à ce que qu'elles auraient été si ces derniers étaient eux-mêmes en charge de la gestion de l'entreprise.⁸³ Face à cette situation délicate, l'objectif de la théorie de l'agence est de mettre en place des mécanismes destinés à réduire ces risques d'agences et à assurer une gestion dans l'intérêt des *principals*.⁸⁴ JENSEN et MECKLING divisent les mécanismes qui réduisent les risques d'agence en des mesures qui visent à aligner les préférences des *agents* avec celle des *principals* en créant des incitations adéquates (par exemple sous forme des systèmes de rémunération axés sur la performance) et des mesures qui permettent de réaliser une surveillance continue de l'activité des *agents*.⁸⁵ Les coûts ainsi encourus (coûts d'agence, *agency costs*) peuvent être divisés en trois catégories :⁸⁶

- Les coûts de surveillance (*monitoring costs*) découlent des efforts déployés par le *principal* pour limiter le comportement opportuniste de l'*agent*, notamment en faisant usage des droits de contrôle des actionnaires, dans l'objectif de désamorcer le conflit d'agence. Le contrôle des actionnaires ne se limite pas à l'exercice des droits de vote, mais peut s'exprimer également à travers les différents droits d'information, les actions légales et les droits de protection des actionnaires minoritaires (notamment sous forme de l'exercice du droit préférentiel de souscription en cas d'augmentation du capital).
- Les ressources dépensées par l'*agent* visant à mettre le *principal* en confiance (*bonding costs*).⁸⁷
- Les coûts d'opportunité de la perte résiduelle (*residual loss*) découlant de l'action de l'*agent* et de la maximisation de l'utilité du *principal*.⁸⁸

⁸¹ CHENAUX, *in*: Chabot (2013), 66.

⁸² JENSEN/MECKLING (1976), 308.

⁸³ NERI-CASTRACANE (2016), 68.

⁸⁴ BURKHARD (2001), 236.

⁸⁵ JENSEN/MECKLING (1976), 308.

⁸⁶ JENSEN/MECKLING (1976), 308; BURKHARD (2001), 237; CHABLOZ (2012), N 25.

⁸⁷ JENSEN/MECKLING (1976), 308; CHABLOZ (2012), N 25; MAIZAR (2012), 194.

⁸⁸ CHABLOZ (2012), N 25.

Dans les sociétés cotées, à savoir un environnement au sein duquel les structures actionnariales sont fragmentées, les coûts d'agence sont plus élevés puisque la divergence d'intérêts entre *principals* et *agents* est plus probable dans la mesure où les organes dirigeants ne participent généralement pas au capital-actions.⁸⁹ Les *agents* ont une longueur d'avance en termes d'information, puisqu'ils disposent des informations plus nombreuses et précises que les *principals*. Par conséquent, les *principals* ne parviennent pas à assumer pleinement leur fonction de surveillance, dans la mesure où il leur est difficile d'évaluer si le mandat de gestion des affaires est réellement exécuté dans leurs intérêts. De fait, comme l'exposent ARMOUR, HANSMANN et KRAAKMAN, les coûts d'agence croissent en fonction de la complexité de la tâche entreprise par l'*agent*, sachant que son pouvoir discrétionnaire sera plus important.⁹⁰

Le conflit d'agence constituait le point de départ du mouvement visant à renforcer le pouvoir des actionnaires au sein de la société anonyme. Si ce postulat a suscité une vive controverse dans la doctrine américaine au milieu des années 2000, opposant notamment Lucian BEBCHUK et Stephen BAINBRIDGE,⁹¹ il est admis de nos jours que la position des actionnaires doit être renforcée en vue d'une gouvernance d'entreprise plus équilibrée.⁹² Ce point de vue met sur un pied d'égalité l'intérêt des actionnaires avec celui de la société anonyme.⁹³ Il semble également partir de l'idée préconçue que les actionnaires d'une société anonyme forment un groupe homogène poursuivant les mêmes intérêts.

Le problème du conflit de l'agence n'est pas limité à la relation entre actionnaires et organes dirigeants. Pratiquement, toute relation contractuelle dans laquelle une partie est tenue d'accomplir une tâche pour une autre partie est susceptible de donner lieu à un conflit d'agence.⁹⁴ Dans le contexte d'une société où l'actionnariat est concentré, le conflit d'agence découle plutôt du risque d'abus des actionnaires dominants. Comme le relève CHENAUX, « *le besoin de contrôle demeure nécessaire lorsque l'actionnariat est dominé [...] par un bloc majoritaire (blockholders)* »,⁹⁵ comme c'est le cas dans de nombreuses sociétés

⁸⁹ MAIZAR (2012), 194; CHENAUX, *in*: Chabot (2013), 66.

⁹⁰ ARMOUR/HANSMANN/KRAAKMAN, *in*: Kraakman *et al.* (2009b), 36.

⁹¹ BEBCHUK soutient dans son célèbre article « *The Case for Increasing Shareholder Power* » que le renforcement du pouvoir des actionnaires aura des effets positifs sur la gouvernance d'entreprise, puisqu'il permet d'augmenter la valeur actionnariale, voir BEBCHUK (2005). BAINBRIDGE, en revanche, conteste cette opinion dans son article « *The Case for Limited Shareholder Rights* » et soutenant essentiellement que le renforcement du pouvoir des actionnaires corrobore la prise de décision centralisée, ce qui réduit la capacité des sociétés anonymes d'opérer d'une manière efficace, voir BAINBRIDGE (2006). Pour une description plus détaillée de la controverse opposant Bebchuk à Bainbridge, voir MAIZAR (2012), 575 ss.

⁹² CHABLOZ (2012), N 3.

⁹³ Pour une critique approfondie de cette vision, voir SJÄFJELL/TAYLOR (2019), 47 ss.

⁹⁴ ARMOUR/HANSMANN/KRAAKMAN, *in*: Kraakman *et al.* (2009b), 35.

⁹⁵ CHENAUX, *in*: Chabot (2013), 66 ; dans le même sens : SCHMOLKE (2007), 709.

suisses et européennes. Ainsi, surgit un deuxième conflit d'agence entre les *blockholders* d'une part, et les actionnaires minoritaires d'autre part. L'actionnaire qui détient une participation importante au sein de la société est à même d'exercer une influence accrue sur les organes dirigeants et dispose donc de meilleures capacités à imposer ses préférences.

Quoi qu'il en soit, dans le présent contexte, le conflit d'agence le plus important est celui qui résulte de la relation entre les investisseurs institutionnels et leurs bénéficiaires finaux. Ainsi que cela sera précisé plus loin, l'investissement institutionnel et la prolongation de la chaîne d'intermédiation qui va avec sont à l'origine de nouveaux conflits d'agence.⁹⁶

D'un point de vue normatif, on peut déduire de la théorie de l'agence une nécessité d'établir des mécanismes de contrôle et de surveillance destinés à réduire les pertes résiduelles, afin de minimiser les coûts d'agence.⁹⁷ Peu importe le type de conflit d'agence, l'objectif normatif doit porter sur la mise à disposition des instruments aux *principals* leur permettant de mieux contrôler l'activité des *agents*. Or, la tâche peut se révéler ardue, dans la mesure où les actionnaires peuvent avoir des préférences hétérogènes. Pour désamorcer le conflit d'agence qui oppose les actionnaires aux organes dirigeants, les actionnaires doivent dépenser des ressources pour se coordonner et agir de concert. Il va sans dire que plus la coordination entre *principals* est compliquée, plus il devient difficile de contrôler les agissements des *agents*.⁹⁸

2. La théorie des parties prenantes

L'approche classique de la théorie de l'agence avait notamment été remise en cause à travers du développement de la théorie des parties prenantes (*stakeholder theory*)⁹⁹ qui étudie la gouvernance d'entreprise dans son contexte intégral en se focalisant non seulement sur la maximisation de la valeur actionnariale, mais en prenant en considération les intérêts d'une plus large palette de parties prenantes.¹⁰⁰ Selon R. Edward FREEMAN, qui a popularisé cette

⁹⁶ Au sujet du « triple conflit d'agence », *infra* deuxième partie, chapitre 4, section I 1 ; voir également ARMOUR/HANSMANN/KRAAKMAN, *in* : Kraakman *et al.* (2009b), 35 ss.

⁹⁷ RUFFNER (2000), 132; MAIZAR (2012), 194; ARMOUR/HANSMANN/KRAAKMAN, *in*: Kraakman *et al.* (2009b), 35.

⁹⁸ Plus en détail sur les coûts de coordination dans les conflits d'agence, voir EASTERBROOK/FISCHEL (1991), 66 *et seq*; ARMOUR/HANSMANN/KRAAKMAN, *in* : Kraakman *et al.* (2009a), 37.

⁹⁹ Comme le précisent PETER/JACQUEMET (2015), n 20 « *stakeholders* signifie littéralement « porteurs d'enjeux », mais la traduction française la plus courante est celle de « parties prenantes ».

¹⁰⁰ La théorie des parties prenantes n'est pas le seul courant critique à l'égard de la théorie de l'agence. Sans entrer dans les détails, signalons la théorie de l'intendance (*stewardship theory*), développée en début des années 1990 par DONALDSON et DAVIS qui prône notamment que pour assurer un revenu aux actionnaires il convient de laisser une large marge de manœuvre aux dirigeants. Cette théorie se prononce par ailleurs favorable à une confusion des positions de président du conseil d'administration et de directeur général ; voir notamment DONALDSON/DAVIS (1991). En outre, BLAIR et STOUT ont établi

conception dans le courant des années 1980, « *tout groupe ou individu qui peut influencer ou être affecté par l'atteinte des objectifs de l'organisation* »¹⁰¹ doit être considéré comme étant une partie prenante de l'entreprise. En ce sens, les parties prenantes incluent notamment, mais pas exclusivement, les actionnaires, les créanciers, les salariés, les fournisseurs, les collectivités publiques et les bénéficiaires de l'environnement préservé.¹⁰² En supposant que la satisfaction des intérêts d'une myriade de parties aura un effet positif sur la valeur de l'entreprise, la théorie des parties prenantes part du postulat que « *l'alignement des intérêts produit globalement plus de richesse que la poursuite de chacun des intérêts individuels* ». ¹⁰³ L'intégration d'intérêts multiples oriente la gouvernance d'entreprise vers le long terme, ce qui conduit inévitablement à une prise en compte du concept du développement durable.¹⁰⁴ Pour l'objet de notre étude, cette vision revêt une importance particulière, dans la mesure où la responsabilité des investisseurs institutionnels envers leurs bénéficiaires finaux ne saurait être dissocié

3. La théorie de l'action collective

Considérant la prémisse fondamentalement égoïste de l'*homo oeconomicus*,¹⁰⁵ une certaine surveillance des agissements des *agents* demeure nécessaire dans toute relation d'agence. À première vue, il semblerait logique que les *principals* interviennent de leur propre initiative pour surveiller les *agents*.¹⁰⁶ Or, il se trouve que le comportement d'un acteur rationnel ne suit pas la même logique lorsqu'il agit à titre individuel ou en tant que membre d'une collectivité. Il n'est dès lors pas surprenant que les actionnaires des sociétés cotées fassent généralement preuve de beaucoup d'hésitations à participer à la formation de la volonté sociale. Ce phénomène d'apathie rationnelle, amplement décrit dans la littérature juridique et économique,¹⁰⁷ constitue le point de départ pour la théorie de l'action collective (*collective action theory*). Établie par Mancur OLSON

la théorie communautaire (*Team Production Theory*), selon laquelle le conseil d'administration doit protéger les investissements de toutes les parties prenantes, en s'opposant notamment à tout renforcement de la responsabilité des membres du conseil d'administration à l'égard des actionnaires ; BLAIR/STOUT (1997). Pour plus de détails et références sur la *stewardship theory* et la *Team Production Theory*, voir CHABLOZ (2012), N 24 ; NERI-CASTRACANE (2016), 70.

¹⁰¹ Traduction reprise de PETER/JACQUEMET (2015), 174, version originale de FREEMAN (1984), 25.

¹⁰² DONALDSON/PRESTON (1995), 69.

¹⁰³ PETER/JACQUEMET (2015), 174.

¹⁰⁴ *Ibid.*

¹⁰⁵ Sur le modèle comportemental de l'*homo oeconomicus*, voir *supra* première partie, chapitre 2, section I 1.

¹⁰⁶ En ce qui concerne le conflit d'agence entre actionnaires et organes dirigeants, voir : SPILLMANN (2004), 169 *et seq* ; MAIZAR (2012), 195 ; CHENAUX, *in* : Chabot (2013), 66.

¹⁰⁷ OLSON (1965), 1 *et seq* ; EASTERBROOK/FISCHEL (1983), 395, 402 ; BLACK (1990), 526 ; SCHMOLKE (2007), 707 ; ANABTAWI/STOUT (2008), 1257 ; BAINBRIDGE (2008), 202 ; JOHNSTON (2009), 43 *et seq*.

en 1965, cette théorie suggère que l'engagement pris par un individu engendre des coûts d'information et de transaction, alors que la plus-value du bien collectif bénéficie à tous les membres du groupe, y compris à ceux qui ne déploieront aucun effort.¹⁰⁸

Le problème de l'action collective est inhérent aux structures actionnariales dispersées des sociétés cotées: si chaque actionnaire exerçait ses droits de vote dans l'assemblée générale, l'ensemble des actionnaires en retirerait un bénéfice, alors que pour chaque actionnaire pris individuellement, il est plus rationnel de garder les coûts de l'exercice des droits de vote bas et de profiter à la rigueur des actionnaires qui se montrent actifs (phénomène "du passager clandestin ou du *free rider*").

Il est indéniable que le problème de l'action collective affecte en particulier les petits actionnaires individuels, sachant que la rentabilité de l'exercice des droits de contrôle décroît avec la diminution des participations au capital. Pour ces derniers, l'effort d'analyser la situation économique et juridique de la société afin de pouvoir se forger une opinion et de voter en conséquence lors de l'assemblée générale est nettement plus élevé que les profits qu'ils retireront d'une participation à la formation de la volonté sociale. La conséquence logique est un comportement passif : soit ils renoncent complètement à l'exercice des droits de vote, soit ils votent, à la rigueur, aveuglement pour les propositions du conseil d'administration. Même les investisseurs institutionnels ne sont pas à l'abri du problème de l'action collective, sachant ils n'agissent généralement pas comme des *blockholders* vu la diversification très élevée de leurs portefeuilles de titres.¹⁰⁹ Nous reviendrons sur cet aspect dans la deuxième partie, lorsque nous examinerons en détail les incitations des investisseurs institutionnels en vue de l'exercice des droits de vote.

À ce stade de la réflexion, nous pouvons déduire de la théorie de l'action collective qu'un actionnaire ne fournira l'effort de prendre une décision de vote informée que si les bénéfices attendus dépassent les coûts d'une telle prise de décision. Cependant, la théorie de l'action collective ne parvient à expliquer que partiellement le comportement des actionnaires. L'apathie rationnelle des actionnaires s'explique en grande partie aussi par la complexité des sujets soumis au vote, causant des coûts d'opportunité précédant le vote dus à la lecture, la compréhension et à l'analyse des propositions de vote élevés.

¹⁰⁸ OLSON (1965).

¹⁰⁹ SCHMOLKE (2007), 707 ; ADMATI/PFLIEDERER (2009), 2645.

Section III Les fonctions du droit de vote des actionnaires

1. Le droit de vote comme moyen de comblement de lacunes contractuelles

La première fonction du droit de vote des actionnaires est d'offrir un mécanisme permettant à la société de combler, tout au long de sa vie, les lacunes d'un contrat incomplet.¹¹⁰ Cette vision est fondée sur la théorie contractuelle de la société anonyme, dont l'hypothèse sous-jacente est que le contrat de société est forcément incomplet, étant donné que ni la loi, ni les statuts ou les règlements d'organisation ne sont en mesure de prévoir des réponses anticipées à toutes les décisions auxquelles la société sera confrontée au cours de son existence. EASTERBROOK et FISCHEL résumant la fonction du droit de vote comme suit: «*The right to vote is the right to make all decisions not otherwise provided by contract – whether the contract is express or supplied by legal rules*».¹¹¹ En ce sens, le droit de vote ne permet non seulement d'influencer l'allocation des biens et des ressources de la société telle que décrite par la théorie de la propriété,¹¹² mais offre la flexibilité nécessaire pour adapter le contrat de durée que constitue le contrat de société à une réalité changeante, en lui permettant notamment de modifier continuellement ses statuts, ainsi que de prendre certaines décisions fondamentales qui n'étaient pas prévisibles au moment de sa fondation.¹¹³

Bien que le tissu contractuel de la société expose chacune des parties à un certain risque lié à l'activité commerciale de la société, seuls les actionnaires supportent le risque pour la totalité de leur investissement, raison pour laquelle ils sont le mieux à même pour se prononcer, par le biais du vote, sur certaines questions fondamentales et sur l'élection et la surveillance du conseil d'administration.¹¹⁴ En pratique, cependant, la portée de la fonction contractuelle du droit de vote est limitée, puisque, comme nous le verrons plus tard en détail, les actionnaires doivent surmonter de nombreux obstacles économiques et juridiques pour pouvoir exercer leurs droits de vote. Rappelons tout d'abord que les actionnaires des sociétés cotées ont généralement peu d'incitations à exercer leurs droits de vote dans la mesure où plus le nombre des

¹¹⁰ RUFFNER (2000), 173 ; FISCH (2006), 656.

¹¹¹ Traduit par l'auteure. Version originale, EASTERBROOK/FISCHEL (1983), 402: « *The right to vote is the right to make all decisions not otherwise provided by contract – whether the contract is express or supplied by legal rules* ».

¹¹² *Supra*, première partie, chapitre 2, section II 3.

¹¹³ RUFFNER (2000), 173.

¹¹⁴ Voir les explications sur la théorie des réseaux de contrats, *supra* première partie, chapitre 2, section I 2 B.

titulaires du droit de vote est élevé, moins la voix individuelle est décisive pour l'issue du vote.¹¹⁵ La capacité de combler les lacunes contractuelles par le biais de l'exercice des droits d'actionnaires est en outre limitée par le principe de parité entre l'assemblée générale et le conseil d'administration qui confère à l'assemblée générale la compétence intransmissible de prendre les décisions fondamentales concernant la société (art. 698 CO), mais qui réserve en même temps une série de pouvoirs inaliénables au conseil d'administration (art. 716a CO). Ainsi, dans la mesure où les dirigeants ont la compétence de prendre les décisions de gestion quotidiennes en tenant compte, notamment, de l'évolution des marchés, le droit de vote des actionnaires ne parvient pas à combler pleinement toutes les lacunes contractuelles.

En dépit de ces limitations, comme l'affirme RUFFNER, parmi toutes les parties prenantes, les actionnaires sont les moins à même d'assurer leur investissement dans un contrat bilatéral, et cela en raison de la nature diffuse de leurs investissements.¹¹⁶ Partant de là, nous pouvons en déduire, dans le contexte de la présente thèse, que le droit de vote constitue un mécanisme, quoiqu'imparfait, permettant de combler les lacunes du contrat incomplet entre organes dirigeants et actionnaires. Il incombe dès lors au droit des sociétés de faciliter l'exercice des droits d'actionnaire, afin de permettre une adaptation subséquente des structures inefficaces et de prévenir le comportement opportuniste.¹¹⁷

2. Le droit de vote comme substitut d'un droit de créance

Pour une compréhension cohérente des fonctions du droit de vote, il convient d'analyser ce droit à la lumière de l'étendue de ses titulaires. À cet égard on constate en premier lieu que le droit de voter dans l'assemblée générale appartient, hormis l'état de la faillite, exclusivement aux actionnaires. Se pose alors la question de savoir pourquoi le droit de la société anonyme n'accorde pas le droit de vote aux autres parties prenantes de la société. La raison généralement invoquée est que les actionnaires sont les mieux placés pour prendre les décisions discrétionnaires et le contrôle final, dans la mesure où leur « rémunération », à savoir le dividende ou le produit de liquidation, n'est pas spécifiée *ex ante* dans le contrat qui les lie à la société.¹¹⁸ Contrairement à la

¹¹⁵ *Infra*, première partie, chapitre 2, section I 4; EASTERBROOK/FISCHEL (1983), 402.

¹¹⁶ Traduction par l'auteure, voir le texte original de RUFFNER (2000): « [...] *die Aktionäre wegen dem diffusen Charakter ihrer Investition im Vergleich zu den anderen Vertragspartnern der rechtlichen Fiktion Firma am wenigsten in der Lage sind, diese in den bilateralen Verträgen abzusichern* ».

¹¹⁷ MAIZAR (2012), 189.

¹¹⁸ ALCHIAN/DEMSETZ (1972), 781 ; EASTERBROOK/FISCHEL (1983), 403; voir également RUFFNER (2000), 174; JOHNSTON (2009), 35. Notons toutefois que ce point ne fait pas l'unanimité. BAINBRIDGE (2009), 212, par exemple, reconnaît le statut de créanciers résiduels des actionnaires, mais conteste que dans le

rémunération des autres parties prenantes (notamment celles des salariés ou des créanciers), la prétention des actionnaires envers la société est résiduelle et, par conséquent, variable puisqu'elle ne sera versée qu'une fois que tous les créanciers sociaux seront satisfaits et que tous les salaires auront été payés, d'où la qualification des actionnaires de créanciers résiduels (*residual claimants*) de la société.¹¹⁹ En contrepartie du risque de ne pas être rémunéré, les actionnaires disposent des droits de contrôle sous forme du droit de vote et des droits sociaux y attachés. Aucun droit de contrôle n'est en revanche accordé aux autres parties prenantes qui voient leur investissement déjà protégé par des différents contrats : les créanciers sont couverts par les dispositions de la partie générale du Code des obligations, les travailleurs sont protégés par le droit du travail.

Tout comme les autres justifications du droit de vote, la fonction de substitut du droit de créance est limitée en pratique et sujette à controverse en doctrine. Tout d'abord, le rôle de créanciers résiduels des actionnaires se trouve relativisé par le développement d'un activisme actionnarial dit dynamique des fonds spéculatifs (*hedge funds*) leur permettant de procéder par opportunisme.¹²⁰ En recourant à des instruments financiers complexes, typiquement des *warrants* ou des options, les *hedge funds* peuvent effectivement se débarrasser du risque économique résiduel, tout en préservant leur statut d'actionnaire.¹²¹

Un autre point contesté, soulevé par les partisans de la *Team Production Theory* concerne l'attribution du statut de créanciers résiduels exclusivement aux actionnaires.¹²² Du point de vue de STOUT, les actionnaires ne seront pas les seuls créanciers résiduels de la société, même lorsque la société ne se trouve pas en état de faillite.¹²³ Elle fait valoir que la rémunération des autres parties prenantes est autant affectée directement par la performance de la société que celle des actionnaires, dans la mesure où ces parties sont susceptibles de percevoir des bénéfices extracontractuels lorsque la société va bien (par exemple sous forme d'augmentations salariales, une meilleure sécurité d'emploi ou, en ce qui concerne les créanciers sociaux, une meilleure protection en cas de faillite) et de subir les effets d'une faible performance (par exemple par la réduction des effectifs ou une augmentation du risque pour les créanciers).¹²⁴ Cette position

contexte particulier de la société publique, ce rôle les qualifie pour surveiller les membres du conseil d'administration. Voir également CHABLOZ (2012), N 27 et n 37.

¹¹⁹ Voir notamment EASTERBROOK/FISCHEL (1983), 405; BUXBAUM (1991), 47; BLAIR (1995), 22; RUFFNER (2000), 174; BAHAR, *in*: Tschannen (2005), 83 ; CHABLOZ (2012), N 27.

¹²⁰ Sur la stratégie d'investissement des *hedge funds*, *infra* deuxième partie, chapitre 1^{er}, section II 4.

¹²¹ FISCH (2006), 658; SCHOUTEN (2010), 11; CHENAUX, *in*: Chabot (2013), 74;

¹²² *Supra*, n 99.

¹²³ STOUT (2002), 1194: « [...] *it is grossly inaccurate as a positive matter to describe the shareholders of a public corporation as the "sole residual claimants" of a firm while that firm is a going concern* ».

¹²⁴ Traduction par l'auteure, version originale de STOUT (2002), 1194: « [...] *shareholders are only one of several groups that can be described as "residual claimants" or "residual risk bearers", in the sense that they expect to enjoy benefits (and sometimes to endure burdens) beyond those provided in their*

est notamment contestée par FISCH qui déplore une remise en cause de l'hypothèse selon laquelle la maximisation de la valeur actionnariale permet d'accroître le bien-être général de toutes les parties affectées par l'activité de la société : « *if non-shareholders can be residual claimants or corporate decisions can transfer value between stakeholders, then maximizing shareholder value is not the equivalent of maximizing firm value* ». ¹²⁵

Enfin, s'il est vrai que toutes les parties prenantes peuvent être affectées par la performance de la société, il est indéniable que les actionnaires sont en principe plus sensibles au cours des actions. ¹²⁶ Il convient cependant de garder présent à l'esprit que les actionnaires ne forment pas, de loin, un groupe homogène et que la démarche de certains investisseurs s'inscrit à l'encontre d'une augmentation à long terme de la valeur de la société, ce qui compromet la justification classique du droit de vote des actionnaires par leur statut de créanciers résiduels.

3. Le droit de vote comme mécanisme de gouvernance

L'absence d'un droit de créance fixe expose les actionnaires à l'opportunisme des organes dirigeants. ¹²⁷ Afin d'atténuer le risque d'opportunisme, les actionnaires peuvent recourir à différents mécanismes de gouvernance et protéger ainsi leurs attentes financières, tout en participant à la formation de la volonté sociale. ¹²⁸ Dans ce contexte, le droit de voter dans l'assemblée générale constitue un instrument de contrôle important qui permet aux actionnaires de surveiller les agissements des organes dirigeants et de s'assurer qu'ils s'investissent suffisamment et dans l'intérêt social. ¹²⁹

Le droit de la société anonyme suisse reconnaît l'importance de la fonction de surveillance des actionnaires en leur conférant les compétences intransmissibles de se prononcer sur certains aspects fondamentaux de la société, y compris d'élire et de révoquer annuellement les membres du conseil d'administration (art. 698 al. 2 ch. 2 CO ; art. 2 ch. 1 ORAb ; art. 3 ORAb) et de les sanctionner, que ça soit parce qu'ils sont considérés comme étant

explicit contracts. When the firm is doing well, for example, employees receive raises and enjoy greater job security, managers get use of a company jet, and bondholders enjoy increased protection from corporate insolvency. Conversely, these groups suffer along with shareholders when times are bad, as employees face "reductions in force", managers are told to fly coach, and debt holders face increased risk »; dans le même sens: LICHT (2004), 652.

¹²⁵ FISCH (2006), 660.

¹²⁶ En ce sens : THOMPSON/EDELMAN (2009), 149.

¹²⁷ BAHAR, *in*: Tschannen (2005), 83.

¹²⁸ BAHAR, *in*: Tschannen (2005), 83; RUFFNER (2000), 173; JENSEN/MECKLING (1976), 5.

¹²⁹ ROCK (1991), 448; BÜHLER (2009) N 380; SCHMOLKE (2007), 707; CHENAUX, *in*: Chabot (2013), 65.

incompétents ou défaillants ou simplement pour des questions d'opportunité. Afin d'assurer leur réélection, les membres du conseil d'administration doivent donc agir dans l'intérêt des actionnaires. Dans cette perspective, le droit de vote constitue, en tout cas en théorie, un instrument de contrôle important permettant de surveiller l'efficacité des organes dirigeants et de réduire l'opportunisme de leur part.¹³⁰

L'efficacité de la fonction de surveillance dépend notamment de la structure actionnariale de la société, en particulier de son degré de concentration. Comme déjà évoqué, dans des structures actionnariales dispersées, les actionnaires sont naturellement dissuadés d'exercer un véritable contrôle.¹³¹ On peut en déduire, *a priori*, que la dispersion de l'actionnariat accroît la marge de manœuvre des organes dirigeants.¹³²

Un autre obstacle à la fonction de contrôle du droit de vote des actionnaires résulte de la capacité du conseil d'administration à influencer la formation de la volonté sociale de l'assemblée générale. La compétence intransmissible et inaliénable du conseil d'administration de préparer l'assemblée générale (art. 716a al. 1 ch. 6 CO) lui confère un pouvoir d'influencer le vote, dans la mesure où il lui appartient en principe, par le biais de son comité de nomination, de proposer des nouveaux membres à l'élection, à la réélection ou de révoquer un membre élu (sauf dans les cas exceptionnels où un ou plusieurs actionnaires ont proposé l'élection ou la révocation d'une personne en vertu de l'art. 699 al. 3 CO).¹³³ Le vote de l'assemblée générale porte ainsi sur un choix déjà prédéfini, ce qui réduit considérablement sa fonction de contrôle. En simplifiant ce propos, on pourrait dire que l'élection du conseil d'administration signifie seulement, en principe, qu'un candidat déjà proposé ait réuni suffisamment de votes des actionnaires. Ce constat met en évidence que le vote des actionnaires constitue, dans cette perspective, un droit de veto leur permettant d'approuver ou de rejeter des propositions du conseil d'administration, ce qui laisse indéniablement un pouvoir considérable à celui qui formule la proposition. Cette situation met en évidence que le vote est un mécanisme de choix collectif qui permet d'intégrer relativement peu d'informations.¹³⁴ Pour remédier à ce problème, il convient donc d'améliorer autant que possible la base informationnelle des actionnaires.

¹³⁰ CHABLOZ (2012), N 61.

¹³¹ Sur le problème de l'action collective inhérent aux structures actionnariales dispersées, voir *supra*, première partie, chapitre 2, section II 3. Les structures actionnariales des sociétés cotées suisses seront examinées ci-dessous, voir *infra*, première partie, chapitre 3, section III.

¹³² En ce sens : BHIDE (1993), 50 ; HAMON (2001), 188.

¹³³ En ce sens : BAHAR, in : Tschannen (2005), 109.

¹³⁴ Voir *supra*, première partie, chapitre 1^{er}, section II ; voir également SEN (2009), 129.

Certains aspects du droit de vote des actionnaires s'apparentent au droit de vote des citoyens dans des démocraties politiques, d'où les nombreuses références en doctrine au terme controversé de la « démocratie actionnariale » (*shareholder democracy* ; *Aktionärsdemokratie*).¹³⁵ À l'image du « *peuple souverain qui élit ses représentants et gouvernants et qui peut modifier la constitution par des initiatives populaires* »,¹³⁶ les actionnaires nomment et révoquent, lors de l'assemblée générale et moyennant leur droit de vote, les membres du conseil d'administration et les réviseurs (art. 698 al. 2 ch. 2 CO), se prononcent sur les décisions fondamentales de la société (art. 698 al. 2 ch. 3 à 6 CO) ; et modifient les statuts (art. 698 al. 2 ch. 1 CO). Par ailleurs, tout comme dans un système politique, l'application de la règle majoritaire aux décisions de l'assemblée générale, ainsi que le principe général du *one share-one vote* (art. 692 al. 1 CO) laissent fortement penser à un équivalent des systèmes de démocraties politiques, soit le principe du *one man-one vote*.¹³⁷

En dépit de ces parallèles, le droit de vote dans la société anonyme se distingue du droit de vote dans des systèmes démocratiques politiques par son rattachement économique. En dehors des exceptions prévues par la loi, le droit de vote des actionnaires est proportionnel à la valeur nominale de leurs actions. Ainsi, le pouvoir de chaque actionnaire dans la société se mesure en fonction de sa participation au capital-actions. Tandis que le principe démocratique *one man - one vote* confère à chaque citoyen un pouvoir équivalent, le principe *one share - one vote* vise à assurer une équivalence entre le pouvoir d'influence dans la société et l'engagement financier. Ce constat met en évidence que la démocratie au sein d'une société anonyme poursuit une autre finalité que dans le contexte d'un État démocratique. La démocratie actionnariale vise à protéger l'investissement des actionnaires et non pas à transposer l'idéal de la démocratie politique dans le fonctionnement de l'économie.¹³⁸

Néanmoins, l'emploi du terme « démocratie actionnariale » se justifie si l'on considère que la société anonyme est fondée sur un système démocratique dans lequel l'assemblée générale a à la fois les compétences typiques d'un corps électoral et d'un organe législatif et selon lequel les actionnaires doivent contrôler la société.¹³⁹ Dans l'accomplissement de cette tâche, le droit de vote est le moyen le plus important à la disposition des actionnaires, ce qui permet de déduire que le droit de vote est un élément clé dans le fonctionnement démocratique de la société anonyme. Exercé de manière efficace, le droit de vote permet d'atteindre un équilibre fonctionnel entre les organes de la société. Or,

¹³⁵ Voir BAHAR, *in*: Tschannen (2005); WATTER/MAIZAR, *in*: Breitschmid *et al.* (2007); EDELMAN/THOMPSON (2009); FORSTMOSER (2010); FAIRFAX (2011b); VOGT (2012); BÖCKLI (2013); HÄUSERMANN (2014).

¹³⁶ BAHAR, *in*: Tschannen (2005), 84.

¹³⁷ BAHAR, *in*: Tschannen (2005), 81.

¹³⁸ BAHAR, *in*: Tschannen (2005), 84.

¹³⁹ TRIGO TRINDEADE/BAHAR (2002), 391; BAHAR, *in*: Tschannen (2005), 86.

les actionnaires doivent surmonter de nombreux obstacles juridiques et économiques afin de pouvoir exercer leur droit de vote de manière efficace, raison pour laquelle le renforcement de la position des actionnaires se traduit avant tout par la réduction des obstacles à l'exercice du droit de vote.¹⁴⁰

Section IV Synthèse

En conclusion, le droit de vote des actionnaires joue un rôle clé dans le système de la société anonyme, dans la mesure où il apporte la flexibilité nécessaire pour combler des lacunes contractuelles tout au long de la vie de la société et constitue pour les actionnaires le moyen de protéger leurs attentes financières. S'il est exercé de manière efficace, le droit de vote permet primordialement d'établir un équilibre des forces au sein de la société anonyme. Il ressort cependant de ce qui précède que l'efficacité du mécanisme de gouvernance que constitue le droit de vote est en réalité largement réduite à cause des structures actionnariales dispersées des sociétés cotées.

¹⁴⁰ FAIRFAX (2011b), 38.

Chapitre 3 : Les investisseurs institutionnels

Les investisseurs institutionnels étant les principaux acteurs de cette thèse, il est essentiel, avant d'entrer dans le vif du sujet, de dresser un tableau précis des institutions qui sont considérées comme étant des « investisseurs institutionnels » et de l'ampleur de leurs investissements dans les marchés de capitaux. Le chapitre commence par une section consacrée à la notion de l'« investisseur institutionnel », visant à éclaircir le flou lié à cette notion (section I). Il sera ensuite question de placer les investisseurs institutionnels dans le contexte du développement des marchés de capitaux où ils jouent, depuis quelques décennies déjà, un rôle de plus en plus important (section II). Enfin, les deux dernières sections de ce chapitre proposent une typologie des institutions financières qui, en leur qualité d'actionnaires, constituent des investisseurs institutionnels (section III), ainsi qu'un bref aperçu des sociétés cotées en bourse, à savoir des sociétés dans lesquelles ces entités détiennent des participations (section IV). L'accent est mis sur le marché suisse, mais en raison de la dimension transnationale de l'investissement institutionnel, un regard allant au-delà des frontières suisses s'impose tout au long du chapitre.

Section I La notion d'investisseur institutionnel

La présente thèse est confrontée au défi de l'absence de définition claire du terme d'« investisseur institutionnel ».¹⁴¹ Afin de pallier l'incertitude juridique résultant de l'absence d'une définition globale et dans l'objectif de déterminer le champ d'application de notre thèse, cette section se propose d'esquisser un tableau synoptique de l'utilisation du terme d'« investisseur institutionnel » en droit positif suisse, dans des instruments normatifs non contraignants suisses et internationaux, ainsi que dans la littérature juridique et économique.

1. Dans la *hard law*

Il est admis en droit positif suisse que les investisseurs peuvent appartenir à des catégories différentes et qu'ils jouissent de degrés de protection différents.

¹⁴¹ Voir notamment GARRIDO, in : Hopt *et al.* (2003), 452: « *Strange as it may seem, the definition of the concept of „institutional investor“ is an unsolved question* »; SCHMOLKE (2006), 815: « *the concretisation of the cloudy term „institutional investor“ still has to be accomplished* »; SCHMOLKE (2007), 704: « *Der Begriff des institutionellen Investors ist bis heute schillernd geblieben, eine allgemeingültige, scharfe Definition nicht gelungen.* »; OCDE (2014a), 95: « *There is no simple definition of an „institutional investor“* ».

LOMBARDINI observe pertinemment que l'art. 1 LPCC, qui définit le but de la loi sur les placements collectifs de capitaux,¹⁴² se réfère à la protection des investisseurs, induisant ainsi la variété d'investisseurs visés.¹⁴³ Plus récemment, la volonté de distinguer les différents types d'investisseurs s'est manifesté également dans dans la nouvelle loi sur les services financiers (LSFin) qui introduit une classification de la clientèle dans le domaine de la prestation de services financiers en différenciant les clients professionnels des clients privés (art. 4 al. 1 let. a et b LSFin), ainsi qu'une catégorie des clients dits institutionnels qui constituent un sous-groupe des clients professionnels (art. 4 al. 1 let. c et al. 4 LSFin).¹⁴⁴ Enfin, il se trouve que la catégorisation des types d'investisseurs n'est pas claire en droit positif suisse et peut varier d'un domaine du droit à l'autre et d'une loi fédérale à l'autre.

A. En droit de la société anonyme

Le droit de la société anonyme ne distingue pas les actionnaires institutionnels des «autres» actionnaires, mais seulement les actionnaires majoritaires des actionnaires minoritaires, en attachant certains effets juridiques au degré de participation au capital de l'actionnaire.¹⁴⁵ Citons, à titre d'exemple, l'art. 663c CO¹⁴⁶ qui exige des sociétés dont les actions sont cotées en bourse, qu'elles indiquent, dans l'annexe au bilan, les actionnaires dits « importants », à savoir ceux dont les participations dépassent les 5% de l'ensemble des voix (art. 663c al. 2 CO), pour autant qu'elles en aient connaissance ou qu'elles doivent en avoir connaissance (art. 663c al. 1 CO). Dans certaines circonstances, les actionnaires majoritaires jouissent de droits supplémentaires : par un procédé dit de *squeeze-out*, prévu en droit des fusions (art. 18 al. 2 LFus)¹⁴⁷ et en droit des offres publiques d'acquisition (art. 137 LIMF),¹⁴⁸ un actionnaire majoritaire (90% des droits de vote en droit des fusions et 98% en droit des offres publiques d'acquisitions) a la possibilité d'éliminer un ou plusieurs actionnaires minoritaires contre leur gré.

¹⁴² RS 951.31.

¹⁴³ LOMBARDINI (2012), 109 et n 28.

¹⁴⁴ Adoptée par le Parlement le 15 juin 2018, la loi fédérale sur les services financiers (LSFin) entrera en vigueur le 1^{er} janvier 2020, FF 2018 3733.

¹⁴⁵ SPILLMANN (2004), 6.

¹⁴⁶ RS 220.

¹⁴⁷ RS. 221.301.

¹⁴⁸ RS 958.1.

B. En droit des marchés de capitaux

Le droit des marchés des capitaux se réfère, en revanche, à plusieurs reprises au niveau des différentes lois et ordonnances aux termes d'«investisseurs institutionnels» et d'«investisseurs qualifiés», mais sans pour autant en fournir une définition précise.¹⁴⁹ En droit boursier, les négociants qui, à titre professionnel, font le commerce de valeurs mobilières en leur nom propre mais pour le compte «des investisseurs institutionnels dont la trésorerie est gérée à titre professionnel», ne comptent pas comme des négociants de valeurs mobilières (art. 3 al. 6 let. c OBVM en relation avec l'art. 3 al. 5 OBVM).¹⁵⁰

Par ailleurs, en vertu de l'art. 3 al. 7 OBVM, les offres présentées par des maisons d'émission, des fournisseurs de dérivés et teneurs de marché (*market maker*) à des «investisseurs dont la trésorerie est gérée à titre professionnel» ne sont pas considérées comme publiques et n'entrent, de ce fait, pas dans le champ d'application de la réglementation boursière. Le droit bancaire précise à l'art. 5 al. 2 OB que les fonds provenant «de banques suisses ou étrangères ou d'autres entreprises faisant l'objet d'une surveillance de l'État» (let. a), comme par exemple, des compagnies d'assurances, de même que des fonds provenant d'«investisseurs institutionnels dont la trésorerie est gérée à titre professionnel» (let. d) ne sont pas considérés comme des dépôts du public.¹⁵¹ Ces acteurs ne sont dès lors pas considérés comme des créanciers publics ayant besoin d'être protégés au sens du droit de la surveillance.¹⁵²

L'absence de définition légale et le manque de précision ont amené l'autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA), à spécifier ce qu'elle entend par le terme d'«investisseur institutionnel disposant d'une trésorerie professionnelle», afin de déterminer les champs d'application de la LBVM¹⁵³ et de la LB.¹⁵⁴ Aux yeux de la FINMA, une trésorerie est considérée comme professionnelle lorsque «l'entreprise charge au moins une personne expérimentée ayant des qualifications dans le domaine financier de gérer les moyens financiers de l'entreprise de façon

¹⁴⁹ Font notamment partie du droit du marché des capitaux les banques et les fonds de placement ; voir SPILLMANN (2004), n 7. Sur la notion du « droit du marché des capitaux » voir notamment WATTER (1997), 270.

¹⁵⁰ RS 954.11.

¹⁵¹ RS. 952.02. La mise de ces fonds et l'acceptation subséquente par un établissement bancaire ne fait pas conséquent pas partie des opérations bancaires passives. Le Tribunal fédéral a défini la notion d'acceptation de dépôts du public à titre professionnel sur la base de l'ancien art. 3a OB comme étant l'activité par laquelle «*ein Unternehmen gewerbsmäßig Verpflichtungen gegenüber Dritten eingeht, d.h. selber zum Rückzahlungsschuldner der entsprechenden Leistung wird*», ATF 136 II 43, consid. 4.2; ATF 132 II 382, consid. 6.3.1.; arrêt du Tribunal fédéral 2A 218/1999 du 5 janvier 2000, consid. 3b; avec d'autres références: EMCH/RENZ/ARPAGAU (2011), N 1430 ss.

¹⁵² SPILLMANN (2004), 7; KLEINER/SCHWOB/KRAMER, Kommentar BankG (2013), art. 1 N 41.

¹⁵³ RS 954.1.

¹⁵⁴ RS 952.0.

constante».¹⁵⁵ Ainsi, dans sa circulaire, la FINMA désigne à titre purement exemplatif et non exhaustif ; les caisses de pension, les communes, les entreprises industrielles ou commerciales comme étant des investisseurs institutionnels disposant d'une trésorerie professionnelle.¹⁵⁶

C'est également en vain que l'on cherche une définition globale du terme d'investisseur institutionnel en droit des placements collectifs de capitaux. À l'instar du droit boursier et du droit bancaire, le droit des placements collectifs fait usage du terme d'*«investisseur institutionnel disposant d'une trésorerie professionnelle»* au niveau de l'ordonnance en énumérant certains organismes considérés comme tels.¹⁵⁷ Font ainsi partie des investisseurs institutionnels disposant d'une trésorerie professionnelle *« les intermédiaires financiers, les entreprises d'assurance soumis à une surveillance, les corporations de droit public, les institutions de prévoyance et les entreprises disposant d'un service de trésorerie professionnelle sur les placements collectifs de capitaux »* (art. 1 al. 1 let. a OPCC).

À la lecture des actes fédéraux du droit des marchés de capitaux, on trouve parfois des références à la notion d'« investisseur qualifié », soit un terme similaire, mais pas identique, à celui d'investisseur institutionnel. Par investisseurs qualifiés au sens de la LPCC, on entend (a) *les intermédiaires financiers soumis à une surveillance, tels les banques, les négociants en valeurs mobilières, les directions de fonds (directions), les gestionnaires de placements collectifs et les banques centrales*; (b) *les assurances soumises à une surveillance*; (c) *les corporations de droit public et les institutions de la prévoyance professionnelle dont la trésorerie est gérée à titre professionnel*; ainsi que (d) *les entreprises dont la trésorerie est gérée à titre professionnel*.¹⁵⁸ En droit des placements collectifs, le terme d'« investisseur qualifié » est utilisé pour mettre en œuvre un modèle de protection différencié des investisseurs en prévoyant que la loi, le règlement ou les statuts peuvent restreindre l'accès au placement collectif de capitaux aux investisseurs dits qualifiés (art. 10 al. 2 LPCC).¹⁵⁹ En effet, chaque proposition et chaque publicité de placements collectifs qui ne s'adresse pas exclusivement à un investisseur qualifié au sens cette loi est considérée comme un acte de distribution de placements collectifs.¹⁶⁰ Dans ce contexte, la séparation des deux

¹⁵⁵ Circulaire FINMA 08/5, N 16 ; voir également Circulaire FINMA 08/3, N 25; sur la notion de la trésorerie professionnelle voir Wyss, BSK-KAG (2016), art. 10, N 16.

¹⁵⁶ Circulaire FINMA 08/5, N 16.

¹⁵⁷ RS 951.311.

¹⁵⁸ Art. 10 al. 3 let. a à d LPCC. La notion d'investisseurs qualifiés a ainsi été étendue par rapport à la notion d'investisseurs institutionnels qui figurait à l'art. 2 al. 2 de l'ancienne ordonnance sur les fonds de placement (OFP) qui, à titre non exhaustif, mentionnait les banques, négociants en valeurs mobilières y compris leurs clients avec contrat de gestion de fortune écrit, des assurances et des caisses de pension comme étant des investisseurs institutionnels.

¹⁵⁹ Message concernant la loi sur les placements collectifs de capitaux du 23 septembre 2005, FF 2005 6010.

¹⁶⁰ Sur la notion de distribution, voir FRIEDRICH (2013), 420.

catégories d'investisseurs vise à éviter une confusion entre les investisseurs institutionnels et investisseurs du grand public, étant donné que leurs besoins de protection divergent.¹⁶¹ En vue de l'adaptation de la LPCC aux normes internationales concernant l'administration, la garde et la distribution,¹⁶² la version révisée de la LPCC, entrée en vigueur en 2013, a étendu le cercle des investisseurs qualifiés. Ainsi, en vertu de l'art. 10 al. 3^{bis} LPCC, les particuliers fortunés peuvent, s'ils le déclarent par écrit, être considérés comme des investisseurs qualifiés (*opting-in*) et renoncer de ce fait à la protection supplémentaire que l'offre le statut de l'investisseur du grand public. En outre, selon de l'art. 10 a. 3^{ter} LPCC, les clients des gestionnaires de fortune ayant conclu un contrat écrit de gestion de fortune avec un intermédiaire financier assujéti à la surveillance ou avec un gestionnaire de fortune indépendant sont considérés comme étant des investisseurs qualifiés à moins qu'ils n'aient déclaré par écrit qu'ils ne souhaitent pas être considérés comme tel (*opting-out*). Partant, il convient de constater que la notion d'investisseur qualifié tel que définie et précisée dans la LPCC ne se recoupe pas avec celle d'investisseur institutionnel, dans la mesure où qu'elle regroupe également des particuliers fortunés et des clients de gestionnaires.

Dans le cadre de la loi sur les titres intermédiés (LTI),¹⁶³ le terme d'« *investisseurs qualifiés* » englobe un cercle d'investisseurs plus restreint que dans la LPCC. Sont considérés comme investisseurs qualifiés au sens de l'art. 5 let. d LTI : les dépositaires, les entreprises d'assurance soumises à une surveillance prudentielle, les corporations de droit public, les institutions de prévoyance et les entreprises disposant d'une trésorerie gérée à titre professionnel. Dans son message y relatif, le Conseil fédéral n'entre pas dans les détails des différentes catégories d'investisseurs qualifiés, mais s'inspire du terme utilisé dans la LPCC.¹⁶⁴ La LTI distingue ainsi l'investisseur qualifié de l'investisseur ordinaire par son professionnalisme, ses connaissances spécifiques, son expérience et, de ce fait, par son besoin de protection inférieur.¹⁶⁵ Cela étant, il faut reconnaître que la LTI et la LPCC n'ont pas tout à fait la même conception du terme de l'investisseur qualifié. La LTI vise un cercle d'investisseurs plus restreint que la LPCC, dans la mesure où les particuliers fortunés ne peuvent pas être considérés comme étant des investisseurs qualifiés au sens de la LTI.¹⁶⁶ On peut en conclure

¹⁶¹ Message du Conseil fédéral relatif à la modification de la loi sur les placements collectifs de capitaux du 2 mars 2012, FF 2012 3396.

¹⁶² Message du Conseil fédéral relatif à la modification de la loi sur les placements collectifs de capitaux (LPCC) du 2 mars 2012, FF 2012 3383.

¹⁶³ Loi fédérale sur les titres intermédiés du 3 octobre 2008 (RS 957.1).

¹⁶⁴ Message du Conseil fédéral relatif à la loi fédérale sur les titres intermédiés et la Convention de La Haye sur les titres intermédiés (LTI) du 15 novembre 2006, FF 2006 8848.

¹⁶⁵ MAIZAR/BAUER, Kommentar BEG (2013), art. 5 N 9.

¹⁶⁶ Il s'agit ici d'une lacune qualifiée du législateur qui ne peut pas être comblée avec une analogie à l'art. 10 al. 3 LPCC let. e – f LPCC, MAIZAR/BAUER, *in* : Kommentar BEG (2013), art. 4 N 32.

qu'il n'existe en droit des marchés de capitaux *de lege lata* aucun modèle de protection unifié pour les investisseurs.¹⁶⁷

Le flou qui règne quant à la notion d'investisseur institutionnel n'est de loin pas un phénomène suisse. À l'instar du droit suisse, d'autres ordres juridiques utilisent les termes d'« investisseur institutionnel » ou « investisseur qualifié » dans des contextes différents, sans proposer une définition unitaire, mais simplement en énumérant certains organismes qui sont considérés comme tels. En ce qui concerne le droit européen, par exemple, la directive concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID) a dressé dans son annexe une liste non exhaustive des organismes qui sont considérés comme étant des « *clients professionnels* ». ¹⁶⁸ Concrètement, il s'agit des établissements de crédit, des entreprises d'investissement, des autres établissements financiers agréés ou réglementés, des entreprises d'assurance, des organismes de placement collectif et leurs sociétés de gestion, des fonds de retraite et leurs sociétés de gestion, des négociants en matières premières et instruments dérivés sur celles-ci, des entreprises locales, ainsi des autres investisseurs institutionnels. Le Livre vert de la Commission européenne sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'Union européenne datant de 2011 a tenté de clarifier la notion d'investisseur institutionnel en proposant une conception large du terme : « *tous les établissements qui investissent à titre professionnel, y compris pour le compte de clients et de bénéficiaires [sont considérés comme des investisseurs institutionnels aux fins du présent Livre vert]* ». ¹⁶⁹

2. Dans la *soft law*

Si les instruments de la *hard law* se montrent plutôt hésitants à utiliser le terme d'investisseurs institutionnels, il en va différemment des initiatives issues de la *soft law*.¹⁷⁰ Le qualificatif d'investisseur institutionnel s'y est propagé depuis le début des années 2000, c'est-à-dire depuis que l'attention du débat sur la gouvernance d'entreprise porte davantage sur le renforcement de la position et la responsabilisation de l'actionnaire.

¹⁶⁷ MAIZAR/BAUER, *in*: Kommentar BEG (2013), art. 4 N 32.

¹⁶⁸ Directive 2004/39/CE, annexe II.

¹⁶⁹ Livre vert de la Commission européenne sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE du 5 avril 2011, 13.

¹⁷⁰ Dans la doctrine sur la gouvernance d'entreprise il est régulièrement fait mention de la *soft law* : voir notamment BÜHLER (2009), N 50 et N 1260 ; BÖCKLI (2002), 981 ss ; GIGER (2003), 56), un terme emprunté originellement au droit international public, pour désigner un effet contraignant seulement factuel et non pas juridique. Des codes de conduite privés peuvent être classés sous l'énoncé de la *soft law*, voir notamment CAZALA (2011), 43 ; NOBEL (2010), §1 N 81 ; BÜHLER (2011), 478.

Avec ce développement, des précisions quant au terme d'investisseurs institutionnels se sont avérées nécessaires : en Suisse, le glossaire des LDII suggère que les investisseurs institutionnels sont les « *investisseurs qui détiennent à titre professionnel des titres de participation sous forme fiduciaire* ». ¹⁷¹

Sur le plan international, autant les *Global Governance Principles du International Corporate Governance Network (ICGN-GGP)* que l'*Organisation pour la coopération et le développement économique (OCDE)*, disposent que les différentes institutions qualifiées d'« investisseurs institutionnels » ont pour dénominateur commun d'agir au nom d'investisseurs individuels et de bénéficiaires finaux. Sont ainsi considérés comme investisseurs institutionnels aux fins des ICGN-GGP, ceux « *qui agissent pour le compte des bénéficiaires ou clients, comme des épargnants individuels ou des personnes affiliées à des caisses de pension. Cela inclut des organismes de placement collectif ou des propriétaires d'actifs qui regroupent l'épargne de nombreux individus (par exemple, des entreprises d'assurance, des caisses de pension, des fonds souverains et des fonds d'investissement) ou des gestionnaires de fonds à qui ces placements collectifs ou individus ont attribué des actifs* ». ¹⁷²

L'OCDE, quant à elle, s'est abstenue de préciser le terme d'investisseur institutionnel pendant longtemps. Curieusement, dans les *Principes de gouvernement d'entreprise* (2004), l'OCDE se réfère à plusieurs reprises aux investisseurs institutionnels, mais sans proposer une description de la notion. Ce n'est que dans un rapport au sujet du rôle des investisseurs institutionnels dans la gouvernance d'entreprise paru en 2011, que l'OCDE aboutit enfin à une définition globale du terme : « *Institutional investors are financial institutions that accept funds from third parties for investment in their own name but on such parties' behalf. They include pension funds, mutual funds and insurance companies* ». ¹⁷³

Enfin, contrairement aux instruments du droit contraignant, qui s'emparent des différentes institutions séparément en répondant à leurs besoins de réglementation spécifique, les référentiels de *soft law* s'intéressent principalement à la relation fiduciaire entre les investisseurs institutionnels à l'égard des investisseurs individuels, ainsi qu'à leur rôle en tant qu'actionnaires des sociétés cotées.

¹⁷¹ LDII (2013), 7.

¹⁷² Traduction par l'auteure. Version originale des ICGN-GGP (2014), 6: « [...] *who act on behalf of beneficiaries or clients, such as individual savers or pension fund members. This includes collective investment vehicles or asset owners which pool the savings of many (e.g. insurance companies, pension funds, sovereign wealth funds and mutual funds), or asset managers to which such collective vehicles or individuals allocate funds* ».

¹⁷³ OCDE (2011), 9.

3. En doctrine

En raison de la difficulté d'aboutir à une définition globale de la notion d'investisseurs institutionnels, les auteurs de la littérature juridique et économique se contentent souvent d'une énumération exemplative et quelque peu arbitraire des différentes institutions qu'ils considèrent comme faisant partie des investisseurs institutionnels. La plupart d'entre eux désignent les caisses de pension, les entreprises d'assurance, les banques et les fonds de placement comme tels.¹⁷⁴ Certains mentionnent également les *hedge funds*¹⁷⁵ et les fonds souverains.¹⁷⁶

Des tentatives de définition globale avaient été proposées par RUFFNER, pour qui les investisseurs institutionnels sont tous les « *organismes collecteurs de fonds d'une certaine importance* »¹⁷⁷ et par SPILLMANN qui suggère que les « *personnes morales ou physiques ou [les] entités juridiques qui ont, vu leur finalité de rassemblement du capital, un besoin d'investissement accru et qui disposent d'une gestion de patrimoine interne ou externe, respectivement d'une trésorerie professionnelle [...]* » constituent des investisseurs institutionnels.¹⁷⁸ CHENAUX, en insistant sur le caractère protéiforme de la notion, met l'accent sur le professionnalisme des investisseurs institutionnels, ce qui les oppose aux actionnaires individuels ou aux bénéficiaires finaux.¹⁷⁹ Certains auteurs s'appuient également sur la définition proposée par le glossaire des lignes directrices suisses pour les investisseurs institutionnels.¹⁸⁰

D'autres auteurs renoncent à une définition globale, mais proposent une description de ce qu'ils entendent par « investisseurs institutionnels » en soulignant une caractéristique spécifique, afin de mettre en lumière une question de recherche particulière. Par exemple, KUNZ met l'accent sur le pouvoir de vote potentiel de l'investisseur institutionnel en le décrivant comme un actionnaire qui détient un grand nombre d'actions et qui dispose

¹⁷⁴ Voir notamment : BLAIR (1995), 147 *et seq* ; RUFFNER (2000), 436 ; BOEMLE *et al.* (2002), 589 ; PALMITER (2002), 1424 ; WERNLI (2004), 26 ; FORSTMOSER (2005), 788 ; ANABTAWI/STOUT (2008), 1275 ; CHABLOZ (2012), N 69.

¹⁷⁵ Voir notamment : MAIZAR (2012), 80-94 ; CHENAUX, *in* : Chabot (2013), 67.

¹⁷⁶ Voir notamment : VAN DER ZEE (2012), 147 ; DIXON (2014), 583 ; SANDOR (2015), 953.

¹⁷⁷ Traduction de l'auteure. Version originale: « [...] *alle grösseren Kapitalsammelstellen* [...] », RUFFNER (2000), 436.

¹⁷⁸ Traduction par l'auteure. Version originale, SPILLMANN (2004), 19: « *Institutionelle Investoren sind juristische oder natürliche Personen oder Rechtsgemeinschaften, die aufgrund ihrer Zielsetzung als Kapitalsammelstellen einen gesteigerten Anlagebedarf haben und verpflichtet sind, über eine professionelle interne oder externe Vermögensverwaltung bzw. Tresorerie zu verfügen. Das heisst, dass mindestens eine fachlich ausgewiesene, im Finanzbereich erfahrene Person, sei diese nun intern oder extern, ausschliesslich damit betraut ist, die Finanzmittel dauernd zu bewirtschaften* ».

¹⁷⁹ CHENAUX, *in*: Chabot (2013), 67.

¹⁸⁰ Voir notamment BINDER/GUTZWILLER (2013), 86.

potentiellement d'un poids de vote considérable.¹⁸¹ KLEINER, SCHWOB et KRAMER en revanche, entendent par investisseurs institutionnels principalement des entreprises soumises à une surveillance étatique.¹⁸² LOMBARDINI, tout en reconnaissant que « *le droit suisse ne connaît pas de véritable catégorisation des investisseurs* »,¹⁸³ distingue l'investisseur institutionnel de l'investisseur particulier et de l'investisseur professionnel. L'investisseur institutionnel est, selon LOMBARDINI, celui qui exerce l'activité d'investissement « *comme une profession* ». ¹⁸⁴

4. L'hétérogénéité des investisseurs institutionnels

Il n'est pas aisé d'identifier des traits communs aux investisseurs institutionnels. S'il est vrai que les investisseurs institutionnels constituent, sans exception, de personnes morales, la forme juridique sous laquelle ils sont exploités varie entre les différentes institutions. Les institutions de prévoyance sont généralement constituées sous forme de fondations de droit privé,¹⁸⁵ tandis que les banques et assurances revêtent plus généralement la forme de sociétés anonymes ou de sociétés coopérative.¹⁸⁶ Quant aux placements collectifs de capitaux, ils peuvent être constitués sous forme de sociétés d'investissement à capital variable, de sociétés à capital fixe ou de sociétés en commandite.¹⁸⁷ À cela s'ajoute le fait que certains types d'investisseurs institutionnels qui opèrent sur le marché suisse sont organisés sous des droits étrangers (notamment les fonds souverains ou les *hedge funds*) et sont, de ce fait, constitués et administrés sous une forme légale connue par l'État dans lequel ils ont été incorporés.

Les investisseurs institutionnels sont des investisseurs intermédiaires, dans la mesure où ils gèrent et placent les fonds d'autrui.¹⁸⁸ Il convient toutefois de relativiser cette fonction d'intermédiation financière étant donné que certains fonds souverains détiennent les actifs de manière finale. Tel est notamment le cas des fonds souverains de stabilisation, dont la mission est de réduire la

¹⁸¹ KUNZ (2001), 285.

¹⁸² Traduction par l'auteure. Version originale: « *Unter institutionellen Anlegern versteht man in erster Linie Unternehmen, die staatlicher Aufsicht unterliegen [...]* », KLEINER/SCHWOB/KRAMER, Kommentar BankG (2013) art. 1 LB N 41.

¹⁸³ LOMBARDINI (2012), 111.

¹⁸⁴ *Idem*, 110 *et seq.* L'investisseur professionnel, en revanche, exerce l'activité d'investissement dans le cadre d'une autre activité professionnelle, par exemple une entreprise qui doit gérer sa trésorerie. Sortie de son contexte, la catégorisation proposée par LOMBARDINI peut paraître inexacte, mais dans son contexte original, elle semble raisonnable, sachant que l'analyse porte sur le besoin de protection différencié des investisseurs.

¹⁸⁵ Voir *infra*, première partie, chapitre 3, section IV 1 A.

¹⁸⁶ Voir *infra*, première partie, chapitre 3, section IV 1 C et D.

¹⁸⁷ Voir *infra*, première partie, chapitre 3, section IV 1 B.

¹⁸⁸ OCDE (2014a), 96; EDELMAN/THOMAS/THOMPSON (2014); 125; GERICKE, *in*: Kunz *et al.* (2015), 81.

volatilité liée aux exportations des matières premières et des taux de change, ainsi que des fonds souverains qui, dans les faits, doivent être considérées comme des organes d'État.¹⁸⁹

Si l'hétérogénéité des différentes institutions entrave le développement d'une définition universelle, il est néanmoins possible de dégager deux caractéristiques communes aux investisseurs institutionnels : d'une part, le professionnalisme dans l'investissement et la gestion et, d'autre part, le fait d'investir des fonds provenant de tiers, à savoir des épargnants, clients, assurés ou des futurs retraités.¹⁹⁰ Partant, aux fins de la présente thèse, on entend par investisseurs institutionnels, les institutions financières qui agrègent des fonds pour les réinvestir au profit de tiers, mais en leur propre nom, dans des produits financiers divers et qui administrent ces fonds de manière professionnelle.

Une telle description générale a le défaut de faire abstraction de la disparité des investisseurs institutionnels.¹⁹¹ Cela étant, si certains auteurs craignent que l'absence d'une définition claire risque d'entraver la compréhension du débat sur les investisseurs institutionnels,¹⁹² il ne reste pas moins qu'une définition générale demeure d'une utilité limitée, car les investisseurs institutionnels ne forment pas un groupe homogène. Comme l'a relevé BLACK, à juste titre, l'emploi du terme général d'investisseur institutionnel « *est de nature à occulter les différences entre les institutions* ». ¹⁹³ L'hétérogénéité des institutions représente un enjeu majeur pour la réflexion sur le comportement des investisseurs institutionnels. En effet, s'agissant des entités distinctes avec notamment des incitations distinctes, les investisseurs institutionnels n'ont pas tous la même fonction et les mêmes objectifs de placement, ce qui conduit à des schémas comportementaux différents.¹⁹⁴ Par conséquent, les investisseurs institutionnels

¹⁸⁹ OCDE (2014a), 96: « *Sovereign wealth funds [...] can be seen as ultimate owners when they serve as financial stabilisation funds or de facto state ownership agencies* ». Sur la qualification des fonds souverains comme des organes d'État, voir KARAMETAXAS, in : Adinolfi et al. (2017), 277 et DEMEYERE, in: Nystuen et al. (2011), 199.

¹⁹⁰ SPILLMANN (2004), 17; SCHMOLKE (2007), 705; MONKS/MINOW (2011), 133: « *All institutional investors, by definition, are acting on behalf of others [...]* »; BINDER/GUTZWILLER (2013), 87.

¹⁹¹ La typologie des investisseurs institutionnels proposée sous la section IV du présent chapitre illustre cette hétérogénéité des institutions et donne un aperçu des plus importantes catégories d'investisseurs institutionnels pour le contexte de cette recherche (*infra*, première partie, chapitre 3, section IV).

¹⁹² Voir notamment SCHMOLKE (2007), 706: « *Man mag das Fehlen einer allgemeingültigen Definition des institutionellen Investors bedauern, weil hierunter die Verständlichkeit der Debatte leidet* »; GARRIDO, in: Hopt et al. (2007), 452: « *[...] if we do not agree over what an institutional investor is, obviously our differing views will become reciprocally incomprehensible* ».

¹⁹³ Traduction par l'auteure. Version originale, BLACK (1990), 596: « *Moreover, the single phrase "institutional investor" obscures important differences between institutions* »; voir également SCHMOLKE (2006), 809.

¹⁹⁴ Voir notamment SHERMAN/BELDONA/MAHESHKUMAR (1998), 166: « *[...] institutional investors have heterogeneous objectives that result in different behaviors [...]* ».

ne peuvent *a priori* pas être analysés isolément de leur contexte réglementaire spécifique.

Section II L'institutionnalisation des marchés de capitaux

Les investisseurs institutionnels, tout particulièrement les caisses de pension, se sont établis comme des acteurs clés des marchés financiers mondiaux. Au cours des dernières décennies, les participations en actions cotées ont connu une croissance importante dans toutes les économies industrialisées.

1. Données statistiques

A. La croissance du patrimoine institutionnel

Bien que le phénomène de la montée en puissance des investisseurs institutionnels semble incontesté du point de vue institutionnel,¹⁹⁵ et en doctrine,¹⁹⁶ il n'est pas aisé de le saisir statistiquement. Le problème principal tient au fait que les données existantes présentent une image incomplète de l'allocation des actifs et ne sont dès lors pas comparables à l'échelle globale. En outre, les entités considérées comme étant des investisseurs institutionnels varient d'une étude statistique à l'autre, ce qui rend une comparaison synthétique incertaine. La précision des données statistiques est également compromise par la longueur et la complexité de la chaîne d'intermédiation, ce qui peut conduire, selon l'OCDE, au risque d'une double comptabilisation de certains actifs : « *Pension funds may, for instance, invest in private equity funds and insurance companies may buy into mutual funds. At the aggregate level, the result may be a certain degree of double counting* ». ¹⁹⁷

Malgré cette complexité, il existe des données statistiques qui nous permettent d'obtenir une idée de l'évolution de l'activité des investisseurs institutionnels et de leur importance sur les marchés de capitaux. Dans ce contexte, c'est l'OCDE qui semble disposer des statistiques les plus complètes sur la structure des actifs financiers des investisseurs institutionnels : depuis 1992, l'OCDE agrège et compare des données sur les actifs sous gestion des investisseurs institutionnels dans ses pays membres.¹⁹⁸ Ces données indiquent

¹⁹⁵ Voir notamment OCDE (2014b), 17 ; OCDE (2018).

¹⁹⁶ Voir notamment STAPLEDON (2000), 66 ; SPILLMANN (2004), 321 ; SCHMOLKE (2006), 768 ; BAINBRIDGE (2008), 203.

¹⁹⁷ OCDE (2014a), 97.

¹⁹⁸ Il s'agit des données provenant des sources nationales publiées annuellement dans les « Statistiques de l'OCDE sur les investisseurs institutionnels (*Institutional Investors Statistical Yearbook*), disponibles

une forte croissance de l'investissement institutionnel à partir de la deuxième moitié des années 1990. Entre 2001 et 2007, les actifs financiers entre les mains d'investisseurs institutionnels ont pratiquement doublé. La crise financière a conduit à une baisse du volume d'actifs sous gestion, mais, à partir de 2009, le volume a rebondi de nouveau. Selon les statistiques de l'OCDE, à fin 2017, les investisseurs institutionnels dans l'ensemble des pays de l'OCDE géraient des actifs de 84 trillions USD, dont un quart environ se trouvait en mains des caisses de pension.¹⁹⁹

En ce qui concerne le marché suisse, l'ensemble des actifs financiers sous gestion des caisses de pension, assurances et fonds de placement s'élevait à presque 1260 milliards USD.²⁰⁰ L'ampleur de cette somme est mise en évidence par une statistiques de l'OCDE selon laquelle la Suisse fait partie des pays où, la croissance du patrimoine institutionnel, rapportée au produit intérieur brut, est la plus élevée.²⁰¹

B. L'allocation d'actifs en actions et autres titres de participation

Afin de maintenir un niveau élevé de diversification des portefeuilles de titres, les investisseurs institutionnels placent leurs actifs dans une vaste palette de produits financiers, dont également des actions et autres titres de participation des sociétés cotées.

La majorité des études empiriques portant sur la répartition des actifs concernent le marché américain où la partie allouée aux actions est devenu particulièrement remarquable à partir des années 1980.²⁰² Selon ROSENBERG, par exemple, c'est depuis 1997 que les fonds de placement, les caisses de pension et les entreprises d'assurance détiennent plus d'actions que l'ensemble des individus aux États-Unis, alors qu'en 1970, les investisseurs individuels réunissaient encore presque 80% de toutes les actions du marché américain.²⁰³ De même, en 2011 les investisseurs institutionnels disposent de plus de 70% des actions des sociétés plus hautement capitalisées, et on peut présumer que ce taux n'a pas cessé de croître depuis.²⁰⁴

en ligne à l'adresse : www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/statistiques-de-l-ocde-sur-les-investisseurs-institutionnels_22252096 (consulté le 12 novembre 2019). 5.

¹⁹⁹ OCDE (2018).

²⁰⁰ OCDE, statistiques (2018), 190 *et seq.*

²⁰¹ Après l'Irlande, le Luxembourg, le Danemark et les États-Unis ; OCDE, statistiques (2015), 12-14.

²⁰² COFFEE (1991), 1291; SHERMAN/BELDONA/MAHERSHKUMAR (1998), 166; ANABTAWI/STOUT (2007), 1275.

²⁰³ ROSENBLUM, *in*: Goodman *et al.* (2011), 1; dans le même sens: TONELLO/RABIMOV (2010), 22 tableaux 10 et 27, tableau 13; EDELMAN/THOMAS/THOMPSON (2014), n 9.

²⁰⁴ EDELMAN/THOMAS/THOMPSON (2014), n 9.

En ce qui concerne le marché suisse, une étude empirique publiée par LÄBER en 2004 parvenait à la conclusion qu'en Suisse 55% des droits de participation se trouvent entre les mains d'investisseurs institutionnels.²⁰⁵ Une étude de 2019, menée à la demande du Secrétariat d'État à l'économie (SECO) révèle des valeurs similaires : les différentes catégories d'investisseurs institutionnels détiennent ensemble 57.8 % des sociétés du SMI.²⁰⁶

Rapporté à la totalité des valeurs patrimoniales gérées, les investisseurs institutionnels les plus signifiants sur le marché suisse sont, selon l'OCDE, les caisses de pension, suivies des entreprises d'assurance et des fonds de placement.²⁰⁷ Notons cependant que les établissements bancaires jouent également un rôle important en Suisse, mais ne tombent pas dans le champ de l'étude statistique de l'OCDE sur l'investissement institutionnel.²⁰⁸

C. La diminution de l'investissement individuel

L'institutionnalisation des marchés de capitaux va de pair avec la diminution de l'investissement privé. Cela signifie que la participation directe des ménages aux marchés de capitaux décroît progressivement.²⁰⁹ Les chiffres à ce propos sont éloquentes. Selon l'Observatoire de l'épargne européenne (OEE), en 1975 l'investissement privé dans les pays membres de l'Union européenne s'élevait seulement à 28% de la capitalisation boursière, alors que trois décennies plus tard ce taux ne s'élevait plus qu'à 10%.²¹⁰

2. Le contexte historique de l'émergence de l'investissement institutionnel

Afin de comprendre le phénomène de l'émergence des investisseurs institutionnels sur les marchés de capitaux, il y a lieu de le situer dans un contexte théorique et historique plus large. HAWLEY et WILLIAMS, dans le cadre de leurs réflexions sur l'historique de l'entreprise américaine, divisent

²⁰⁵ L'étude en question porte sur onze sociétés représentant 70% de la capitalisation boursière du SMI, LÄBER (2004), 133 *et seq* ; voir également avec d'autres références MAIZAR (2012), 80 ; CHENAUX, *in* : Chabot (2013), 71.

²⁰⁶ SECO (2019), 26 et 28. Il s'agit d'une valeur pondérée (valeur moyenne non pondérée est de 69%. Au sens de cette étude, la catégorie d'investisseurs institutionnels comprend les fonds de placement, les hedge funds, les fondations, caisses de pension et entreprises d'assurances, mais n'inclut pas les fonds souverains étatiques.

²⁰⁷ OCDE (2014a), 190 *et seq*.

²⁰⁸ MAIZAR (2012), 80.

²⁰⁹ MAIZAR (2012), 78.

²¹⁰ OEE (2013), 24. Notons toutefois que, selon le rapport de l'OEE, le taux de participation des investisseurs privés a cessé de baisser depuis 2007, ce qui s'explique partiellement par le développement des services de transactions boursières en ligne. Voir OEE (2013), 25.

l'évolution des structures de propriété (*ownership structures*) en trois grandes phases.

Les années 1890 à 1910 représentent la période de l'*entrepreneurial capitalism*, pendant laquelle les entreprises étaient majoritairement financées et contrôlées par leurs fondateurs et, de ce fait, investisseurs et directeurs étaient les mêmes personnes.²¹¹ Cette période se caractérise par la présence marquée d'entrepreneurs influents comme John D. Rockefeller, Leland Stanford ou encore Henry Ford.²¹²

La croissance des entreprises au cours de l'industrialisation et un besoin accru en capital supplémentaire subséquent a mené à la période du *managerial capitalism*.²¹³ À partir des années 1930, les fondateurs se voient obligés de faire davantage appel à des bailleurs de fonds propres, raison pour laquelle l'élément caractéristique pour cette période est la séparation entre la propriété et le contrôle (*separation of ownership and control*). Cela a pour conséquence la dispersion des structures actionnariales et le transfert du contrôle effectif à des tiers, à savoir à des gestionnaires professionnels qui eux-mêmes ne détenaient pas de parts dans les sociétés. C'est dans cette période que s'inscrivent les travaux d'Adolphe BERLE et Gardiner MEANS, notamment l'ouvrage *The modern corporation and private property* en 1932²¹⁴ ayant marqué le début du débat sur la gouvernance d'entreprise dans le monde anglo-saxon.²¹⁵

À partir des années 1970, une nouvelle concentration des structures actionnariales se fait remarquer avec la différence que cette fois-ci la concentration se trouve de plus en plus entre les mains d'investisseurs institutionnels et moins entre celles d'investisseurs individuels. À cause de la position d'intermédiaire des investisseurs institutionnels, HAWLEY et WILLIAMS dénomment cette période comme celle du *fiduciary capitalism*.²¹⁶ Dès lors, le pouvoir au sein des sociétés est transféré des organes dirigeants vers les investisseurs institutionnels qui deviennent ainsi capables d'exercer une certaine pression et d'influencer la prise de décision.²¹⁷

²¹¹ HAWLEY/WILLIAMS (2000), 42.

²¹² Traduction de l'auteure. Version originale, HAWLEY/WILLIAMS (2000), xi: « *At inception corporations were disproportionately owned and controlled by their owner-founders (most notably John D. Rockefeller, Leland Stanford, and Henry Ford), although stock was publicly traded. Men such as these were either the "captains of industry" (as supporters dubbed them) or robber barons" (as critics christened them)* ».

²¹³ HAWLEY/WILLIAMS (2000), xi.

²¹⁴ BERLE/MEANS (1932).

²¹⁵ Voir JOHNSTON (2009), 29.

²¹⁶ HAWLEY/WILLIAMS (2000), introduction xii; voir également UNCTAD (2011), 34.

²¹⁷ ROSENBLUM, *in*: Goodman *et al.* (2011), 1.

Au vu de ce survol historique du développement des structures de propriété au sein des sociétés anonymes américaines, on peut conclure que l'apparition des investisseurs institutionnels constitue un pas nécessaire vers l'augmentation de l'efficacité des systèmes économiques.²¹⁸ Certes, les observations de HAWLEY et WILLIAMS ne peuvent être appliquées telles quelles aux entreprises d'Europe continentale, qui se distinguent notamment par des structures actionnariales plus concentrées.²¹⁹ Il existe cependant des parallèles avec le développement des sociétés de capitaux européennes : la hausse de la conjoncture après la Seconde Guerre mondiale a permis aux sociétés européennes de s'agrandir graduellement, ce qui rendait l'ouverture au public nécessaire.²²⁰ Face à un actionnariat dispersé et peu informé, les dirigeants des sociétés ont vu leur pouvoir s'accroître et, depuis les années 1990, les investisseurs institutionnels ont également trouvé leur place sur les marchés de capitaux de l'Europe continentale.²²¹

3. L'émergence de l'activisme actionnarial

L'activisme actionnarial est un processus de contestation qui peut se manifester sous plusieurs formes.²²² Même si le terme d'activisme actionnarial est souvent associé au comportement d'un investisseur qui cherche à prendre une position significative dans une société pour influencer sa stratégie ou sa gouvernance afin de générer un profit à court terme,²²³ le terme peut également être employé dans un sens plus large.²²⁴ On parle ici également d'engagement actionnarial, décrivant ainsi une forme d'activisme plus ouvert et axé sur le dialogue entre investisseurs et organes dirigeants de la société. Dans cette optique, l'activisme actionnarial peut être défini comme « *toute mesure prise par un actionnaire dans le but d'influencer directement ou indirectement la société* ». ²²⁵

Si l'activisme actionnarial est principalement, mais pas exclusivement, le fait des investisseurs institutionnels, il peut être associé dans une large mesure à la concentration de l'actionnariat entre les mains d'investisseurs institutionnels.²²⁶

²¹⁸ En ce sens : SPILLMANN (2004), 232. Pour un aperçu plus approfondi sur l'évolution historique de l'entreprise industrielle moderne et pour une comparaison entre les États-Unis et la situation en Grande-Bretagne et en Europe continentale, voir notamment CHANDLER (1994), 47 ss.

²¹⁹ MAIZAR (2012), 79 ; SPILLMANN (2004), 232 ; LA PORTA/LOPEZ-DE-SILANES/SHLEIFER (1999), 511 ; ARMOUR/HANSMANN/KRAAKMAN, *in*: Kraakman *et al.* (2009a), 30.

²²⁰ BURKHALTER (2001), 244.

²²¹ MAIZAR (2012), 79 ; KUNZ (2001), 285.

²²² GILLIAN/STARK (2007), 55.

²²³ Voir à ce sujet la sous-section sur l'activisme agressif des *hedge funds*, *infra*, deuxième partie, chapitre 1^{er}, section II 4.

²²⁴ Voir notamment GIRARD/LE MAUX (2007), 115.

²²⁵ CHENAUX, *in* : Chabot (2013), 67.

²²⁶ CHENAUX, *in* : Chabot (2013), 67 ; voir également MAIZAR (2012), 77.

Les principaux jalons de l'émergence de l'activisme actionnarial ont été posés aux États-Unis, ce qui n'est pas étonnant, étant donné que l'institutionnalisation des marchés de capitaux était d'abord un phénomène américain avant de se propager en Europe continentale.

A. Les origines américaines

Pour bien saisir le phénomène de l'émergence de l'activisme actionnarial, il convient de porter un regard plus profond sur l'époque du *fiduciary capitalism*.²²⁷ Le débat sur le rôle des investisseurs institutionnels dans la gouvernance d'entreprise a été lancé au début des années 1980 lorsqu'une vague de prises de contrôle a provoqué la révocation de toute une série de directeurs considérés inefficaces.²²⁸ Afin d'être en mesure de s'opposer à des stratégies de défense mises en œuvre par les directions générales, des caisses de pension publiques ont commencé à unir leurs pouvoirs de vote. En appuyant activement les propositions d'actionnaires activistes de refuser de telles mesures de défense, les investisseurs institutionnels sont parvenus à faire passer des OPA hostiles. Pour les investisseurs institutionnels cela a constitué un moyen de préserver les possibilités de vendre leurs actions en bénéficiant d'une prime sur le prix du marché.

Le mouvement de l'activisme des investisseurs institutionnels s'est ensuite intensifié au début des années 1990 lorsque des fonds de placement tels que *Fidelity and Vanguard* et des caisses de pension, notamment le *California Public Employees Retirement System* (CalPERS), le *Teachers Insurance and Annuity Association – College Retirement Equities Fund* (TIAA-CREF) ou le *State of Wisconsin Investment Board* (SWIB) se sont mis à initier des campagnes de relations publiques et des batailles de procuration (*proxy fights*). Leur objectif était de rassembler un pouvoir de vote suffisamment élevé pour faire adopter, lors des assemblées générales, certaines propositions ou, inversement, pour rejeter les résolutions proposées par les conseils d'administration.

Une autre étape importante pour le développement de l'activisme actionnarial a été franchie en 1992 lorsque la *Securities Exchange Commission* (SEC), à savoir l'autorité fédérale de la réglementation et de contrôle des marchés financiers américaine, a assoupli les règles restreignant la communication et la collaboration entre institutions, ce qui a facilité les démarches activistes des investisseurs. En même temps, des nouveaux acteurs sont apparus sur la scène de la gouvernance d'entreprise : *Institutional Investor Services* (ISS) a commencé à publier régulièrement des lignes directrices de vote,

²²⁷ Sur la notion du *fiduciary capitalism*, voir *supra*, première partie, chapitre 3, section II 2.

²²⁸ ROCK (1991), 450 ; SHERMAN/BELDONA/MAHESHKUMAR (1998), 167 ; CHENAUX, in : Chabot (2013), 72 ; ROSENBLUM, in : Goodman *et al.* (2011), 1 ; pour une analyse économique de la vague de prises de contrôles, voir notamment SHLEIFER/VISHNY (1990), 49-56 ; GILLIAN/STOUT (2007), 56.

contribuant ainsi au développement de bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise. À cela s'ajoutaient les efforts des organismes comme le *Investor Responsibility Research Center* (IRRC) de compiler et d'analyser de plus près les agissements des investisseurs institutionnels.²²⁹

La concentration de l'actionnariat entre les mains de quelques grands investisseurs institutionnels a suscité l'espoir que le phénomène de l'apathie rationnelle, typique des actionnaires des sociétés cotées, puisse être surmonté. En effet, en raison de leur capacité financière élevée, les investisseurs institutionnels ont plus d'incitations que les investisseurs individuels à exercer leurs droits de vote.²³⁰ Dans une certaine mesure c'était effectivement le cas, comme l'illustre bien l'exemple de l'évolution des résolutions anti-OPA aux États-Unis : tandis qu'au début des années 1980, les résolutions anti-OPA étaient encore approuvées de manière systématique par l'assemblée générale, ce taux a considérablement baissé à la fin de la décennie.²³¹ Avec l'augmentation des *proxy fights* et l'évolution normative des règles de la SEC favorisant la coordination entre actionnaires, l'activisme institutionnel est progressivement devenu une partie intégrante de la gouvernance des sociétés cotées aux États-Unis. Il y a toutefois lieu de signaler que l'activisme actionnarial des investisseurs institutionnels demeure l'exception plutôt que la règle. En effet, les caisses de pensions activistes ne représentaient qu'une minorité des investisseurs institutionnels américains à l'époque.²³²

On peut observer que l'époque du *fiduciary capitalism* se caractérise par une réinterprétation du conflit de l'agence classique : en agissant pour le compte de bénéficiaires finaux, les investisseurs institutionnels sont uniquement les propriétaires juridiques des actions qu'ils détiennent, alors que les bénéficiaires finaux, en tant que propriétaires économiques desdites actions, ne disposent de pratiquement aucun droit de contrôle. Apparaît ainsi une nouvelle forme du conflit d'agence, avec la différence que cette fois-ci il ne s'agit plus d'une séparation entre la propriété (des actionnaires) et le contrôle (des dirigeants), mais d'une séparation de la propriété juridique et économique, d'où les références en doctrine au phénomène de la *separation of ownership from ownership*.²³³

²²⁹ ROCK (1991), 450. Sur l'émergence du conseil de vote en général et, plus spécifiquement, sur l'évolution historique d'ISS, voir la deuxième partie, chapitre 4, section I 2 A.

²³⁰ SCHMOLKE (2007), 707 ; ANABTAWI/STOUT (2007), 1276 ; sur le phénomène d'apathie rationnelle des actionnaires, voir BLACK (1990), 520 et 526.

²³¹ Voir BLACK (1990), 571 qui signale qu'à la fin des années 1980 le taux d'approbation oscillait entre 50 et 60%.

²³² SCHMOLKE (2007), 713; GARRIDO, *in*: Hopt *et al.* (2003), 455.

²³³ RODRIGUES (2011), 1828; STRINE (2010), 9; GERICKE/BAUM (2014), 348; DAENIKER (2016), 442.

B. Les étapes clés de l'activisme actionnarial suisse

En Suisse, à l'instar des autres pays de l'Europe continentale, le phénomène de l'activisme actionnarial est plus récent et nettement moins marqué que de l'autre côté de l'Atlantique.²³⁴

Une impulsion importante pour l'émergence de l'activisme actionnarial suisse fût le développement et la concrétisation de la protection des actionnaires minoritaires dans les années 1990, processus au cours duquel les tribunaux ont joué un rôle clé. Ainsi, par exemple, le principe de l'égalité de traitement n'a été codifié qu'en 1991, après avoir été consacré par la jurisprudence.²³⁵

En doctrine, le conflit ayant opposé en 1994 la Société de Banque Suisse (SBS, devenue l'Union de Banques Suisses, UBS en 1997) à BK-Vision est considéré comme étant le point de départ de l'activisme actionnarial dans la Confédération.²³⁶ Sans entrer dans les détails de ce litige,²³⁷ rappelons que BK-Vision, société anonyme suisse cotée en bourse, était une société fille de la BZ Gruppe Holding, dont les deux tiers du capital-actions étaient contrôlés par la BZ Bank Zurich. Afin de créer de la valeur pour ses actionnaires, BK-Vision avait acheté d'importants paquets d'actions privilégiés SBS. Avec l'approbation par l'assemblée générale d'introduire l'action unique, qui privait de fait BK-Vision de son poids de vote, il a été possible pour la SBS de mettre un terme à ce comportement.²³⁸ Néanmoins, le cas BK-Vision contre SBS reste un cas isolé sans impact majeur sur l'activisme des investisseurs institutionnels suisses²³⁹ et la grande majorité des investisseurs institutionnels suisses ont continué à se comporter de manière passive.²⁴⁰ S'agissant de l'émergence de l'activisme des investisseurs institutionnels en Suisse, il est intéressant de noter qu'il a résulté des mêmes impulsions qu'aux États-Unis, à savoir de l'opposition à des mesures de défense visant à empêcher des OPA.

Toutefois, ce n'est qu'au début des années 2000, lorsque des scandales financiers ont éclaté en Suisse (mentionnons à ce titre la faillite de Swissair en

²³⁴ SPILLMANN (2004), 246; MAIZAR (2012), 164.

²³⁵ ATF 69 II 246; ATF 76 II 51; ATF 83 II 194; ATF 117 II 290; ATF 92 II 243, 266, 247; ATF 116 II 525; ATF 113 II 528; ATF 104 II 32; ATF 99 II 55; ATF 102 II 265; TRIGO TRINDADE/BAHAR (2002), n 10; voir également: BÖCKLI (2009), § 13 N 679; WATTER/ROTH PELLANDA, BSK-OR II (2016), art. 717 N 22 ss; en détail sur l'historique du principe d'égalité de traitement en droit suisse, voir HUGUENIN JACOBS (1994), 5 ss.

²³⁶ ATF 121 III 219 ; Voir notamment : RUFFNER (1995), 281 ; KUNZ (2001), 285 et n 48; SPILLMANN (2004), 246 ; CHABLOZ (2012), N 69; CHENAUX, *in* : Chabot (2013), 72.

²³⁷ Pour une analyse approfondie du conflit *BK-Vision contre SBS*, voir LODERER/ZGRAGGEN (1998).

²³⁸ Jusqu'à la décision d'introduire l'action unique de l'assemblée générale extraordinaire du 22 novembre 1994, SBS avait divisé son capital-actions en deux types d'actions ayant chacun un poids de vote distinct.

²³⁹ SPILLMANN (2004), 246; CHABLOZ (2012), N 69.

²⁴⁰ KÜNZLE, *in*: von der Crone *et al.* (2003), 421; CHABLOZ (2012), N 70.

2001 et la crise d'ABB en 2002/2003) que le débat sur le rôle des actionnaires dans la gouvernance d'entreprise a véritablement été lancé. En reconnaissant de plus en plus le fort potentiel de l'activisme actionnarial, les milieux économiques et politiques ont entamé des discussions concernant des mesures tendant à l'améliorer la gouvernance d'entreprise.²⁴¹ Les réformes qui en ont découlé se sont traduites par un renforcement des droits d'actionnaires, ce qui a favorisé une implication accrue des investisseurs institutionnels.²⁴²

L'étape suivante dans le développement de l'activisme des investisseurs institutionnels en Suisse peut être associée aux années qui ont suivi la crise financière de 2007. Cette époque a révélé la nécessité de s'intéresser à la responsabilité fiduciaire des investisseurs institutionnels envers leurs bénéficiaires finaux. À ce sujet, un rôle central peut être attribué à Éthos, la fondation suisse pour l'investissement responsable et l'actionnariat actif, qui a cité les investisseurs institutionnels parmi les coupables de la crise financière, dans la mesure où ils « *n'ont prétendument pas joué leur rôle de contre-pouvoir [dans les sociétés] de manière adéquate* ». ²⁴³ L'engagement de la Fondation Éthos, ainsi que la pression politique sur les institutions de prévoyance, ont conduit à des développements normatifs visant à promouvoir l'activisme des investisseurs institutionnels.²⁴⁴ C'est dans cet esprit qu'en mars 2013 « *l'initiative populaire sur les rémunérations abusives* » (également connue sous le terme de « *l'initiative-Minder* », du nom de son initiateur Thomas Minder) a abouti à l'introduction, au niveau constitutionnel, d'une obligation d'exercer le droit de vote et d'une obligation de communication pour les caisses de pension (art. 95 al. 2 let. a Cst.).

Un autre jalon important de l'activisme des investisseurs institutionnels en Suisse a été atteint en janvier 2013, soit quelques mois seulement avant l'adoption de l'« initiative-Minder », avec la publication des LDII. Cet instrument d'autoréglementation, le premier en Suisse adressé spécifiquement aux investisseurs institutionnels et rédigé, entre autres, par les investisseurs institutionnels eux-mêmes, s'inscrit dans une tendance internationale de responsabilisation des investisseurs institutionnels.²⁴⁵

²⁴¹ Message du Conseil fédéral concernant la révision du Code des obligations du 21 décembre 2007, FF 2008 1416.

²⁴² CHENAUX, *in*: Chabot (2013), 67.

²⁴³ Éthos Quarterly (2010), 5.

²⁴⁴ KÜNZLE, *in*: von der Crone *et al.* (2003), 416, signalait déjà en 2003 que l'activisme des investisseurs institutionnels peut être stimulé par l'introduction d'obligations légales spéciales.

²⁴⁵ Plus en détail sur les LDII, voir, *infra*, troisième partie, chapitre 2, section I 2.

4. Causes et conséquences de l'institutionnalisation des marchés de capitaux

La croissance du patrimoine sous gestion des investisseurs institutionnels et l'activisme actionnarial subséquent s'explique par deux facteurs principaux : (A) l'expansion du système de la prévoyance professionnelle et (B) l'amélioration de l'infrastructure et la liquidité accrue sur les marchés de capitaux.

A. La forte expansion de la prévoyance professionnelle

La forte expansion de la prévoyance professionnelle a engendré des flux de trésorerie importants, faisant des institutions de prévoyance des investisseurs potentiellement influents. Il n'est dès lors pas étonnant que les caisses de pension soient régulièrement citées comme étant les forces motrices derrière l'institutionnalisation des marchés de capitaux.²⁴⁶ Aux États-Unis, comme en Suisse, la prévoyance professionnelle est basée sur le système de capitalisation, ce qui permet aux caisses de pension d'investir les cotisations des salariés affiliés et de se financer moyennant le rendement de cet investissement. Aux États-Unis, l'entrée en vigueur de la première loi fédérale en matière de prévoyance vieillesse en 1974, le *Employee Retirement Income Security Act* (ERISA), et ses dispositions relatives au financement des retraites, ont favorisé la croissance des fonds de pension privés. En Suisse, c'est surtout l'introduction de l'obligation de cotisation au deuxième pilier en 1995 avec l'entrée en vigueur de la loi fédérale sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité (LPP) en 1985 qui a joué un rôle décisif pour l'augmentation des actifs gérés par des caisses de pension.²⁴⁷

Les participations des caisses de pension dans les sociétés américaines sont si importantes que lesdites caisses ne sauraient plus les vendre sans devoir accepter des réductions de la valeur des actions. En conséquence, les caisses de pension ont été incitées à s'exprimer davantage face à une gestion sous-performante.²⁴⁸ L'investissement indexé, appliqué par un grand nombre de caisses de pension a constitué un deuxième élément incitatif. Comme le signalent GILLIAN et STARKS, le fait que cette stratégie d'investissement soit basée sur une composition de portefeuille de titres prédéfinie empêche les

²⁴⁶ Ainsi par exemple SPILLMANN (2004), 237: « Die [Pensionskassen] waren und sind immer noch regelrechte „driving forces“ für die Institutionalisierung der Kapitalmärkte [...] ».

²⁴⁷ RS 831.40.

²⁴⁸ Sur l'analyse des compromis (*trade-off*) entre la liquidité et le contrôle des investisseurs, voir GILLIAN/STARKS (2000), 278 ; RUFFNER (2000), 445 ; KUNZ (2001), § 4 N 47 ; SPILLMANN (2004), 177 et seq.

caisses de pension de vendre certaines participations en cas de désaccord avec la gestion.²⁴⁹

B. L'amélioration de l'infrastructure des marchés de capitaux

L'institutionnalisation des marchés de capitaux doit aussi être attribuée au fait qu'ils sont devenus plus liquides et spécialisés dans le courant des années 1990. Grâce à des modes opératoires sophistiqués, les investisseurs institutionnels se sont dorénavant trouvés en mesure d'effectuer leurs transactions à moindre coût. Nous pensons ici, notamment, aux placements collectifs des actifs moyennant des services de *clearing* et de règlement, permettant d'optimiser le rapport rendement-risque.²⁵⁰

Un élément important ayant favorisé la liquidité sur les marchés de capitaux est la libéralisation des structures actionnariales des sociétés cotées à partir des années 1990 due à l'introduction plus importante de l'action unique. En effet, face à plusieurs catégories de titres de participation, la capitalisation boursière de chaque titre individuel est moins élevée, ce qui affecte la liquidité du marché et rend l'action unique plus attrayante pour les investisseurs institutionnels.²⁵¹

C. Les conséquences de l'institutionnalisation du patrimoine

L'expansion marquée de la prévoyance professionnelle, associée à la sophistication des marchés de capitaux et une liquidité accrue a entraîné différents effets. La première conséquence est la genèse d'un marché de capitaux global, raison pour laquelle le Comité économique et social de l'Union européenne (CESE) qualifie les investisseurs institutionnels comme étant le « *principal vecteur de la mondialisation financière* ». ²⁵² La deuxième conséquence est la démocratisation de l'accès aux marchés financiers. L'accès facilité aux marchés financiers donne aux ménages un moyen de collecter l'épargne et d'augmenter ainsi les fonds disponibles, ce qui en fin de compte permet d'atteindre une diversification de portefeuilles plus élevée. Par conséquent, le risque individuel pour les particuliers se trouve réduit et des individus à capacité financière modeste peuvent accéder plus facilement au marché.²⁵³

De manière générale, on constate que l'institutionnalisation du patrimoine est allée de pair avec une attention accrue sur le rôle de l'actionnaire et de

²⁴⁹ GILLIAN/STARKS (2000), 278 ; voir également SPILLMANN (2004), 244. Sur la passivité des fonds indiciels, voir *infra*, deuxième partie, chapitre 1^{er}, section II 3 B.

²⁵⁰ SPILLMANN (2004), 239.

²⁵¹ BURKHALTER (2001), 250; GERHARD (2006), 288; BÖCKLI (2009), N 178, 570.

²⁵² Avis du Comité économique et social européen (2008), 98.

²⁵³ SPILLMANN (2004), 239 ; Avis du Comité économique et social européen (2008), 98.

l'assemblée générale.²⁵⁴ Telles étaient déjà les observations de BURKHALTER qui prédisait en 2001, à juste titre, que cette tendance allait encore s'accroître grâce aux avancements technologiques qui permettent une démocratisation de l'accès aux informations pertinentes.²⁵⁵

Section III Les structures actionnariales des sociétés cotées suisses

La présente section se propose de donner un aperçu des structures de propriété des sociétés cotées en bourse en Suisse. Vu le contexte, une attention particulière doit être portée aux participations en actions des investisseurs institutionnels.

1. Le degré de dispersion de l'actionnariat

La concentration de l'actionnariat, c'est à dire son degré de dispersion, est le premier paramètre pour déterminer la structure de celui-ci. Dans une étude portant sur l'exercice des droits de vote, le degré de dispersion de l'actionnariat revêt une importance particulière parce qu'il permet de déterminer la répartition du pouvoir de décision dans une société.

En règle générale, tout particulièrement aux États-Unis et, dans une moindre mesure au Royaume-Uni, les sociétés cotées se caractérisent par une structure actionnariale hétérogène et atomisée.²⁵⁶ Les sociétés publiques suisses, en revanche, ne présentent pas une structure actionnariale uniforme: certaines sociétés (par exemple Novartis, Nestlé, ABB, UBS, Syngenta) font état d'un actionnariat largement fractionné, alors que d'autres sont contrôlées par un groupe d'actionnaires dominants, composé par les membres de la famille fondatrice (notamment Roche, Schindler, Swatch Group, Barry Callebaut), et dans certains cas moins fréquents, par un investisseur stratégique dont l'influence s'ancre dans une structure de capital-actions avec différentes classes d'actions (Richemont).²⁵⁷

Le flottant (ou *free float*) d'une société, c'est à dire la part du capital-actions qui n'est pas détenue en mains propres et qui est réputée négociable en bourse

²⁵⁴ BURKHALTER (2001), 210.

²⁵⁵ Voir BURKHALTER, 252: « *Die Fokussierung auf den Aktionär dürfte sich in den kommenden Jahren infolge technischer Fortschritte weiter verstärken* ».

²⁵⁶ La doctrine parle ici du « modèle Berle et Means » : LA PORTA/LOPEZ-DE-SILANES/SHLEIFER (1999), 471 ; FACCIO/LANG (2002), 365, 379 *et seq* ; ARMOUR/HANSMANN/KRAAKMAN, *in* : Kraakman *et al.* (2009a), 29.

²⁵⁷ BAHAR/KARAMETAXAS/TAWIL, *in* : Heckendorn *et al.* (2014), 214.

à tout moment,²⁵⁸ sert de référence pour évaluer le degré de dispersion de l'actionnariat. Selon les indications de la *SIX Swiss Exchange*, la principale bourse suisse, le flottant des sociétés du *Swiss Performance Index* (SPI) est en moyenne de 60%²⁵⁹ et celui des sociétés du *Swiss Market Index* (SMI) est encore de 78.6%.²⁶⁰

Or, l'atomisation de l'actionnariat ne se détermine pas uniquement en fonction du degré de dispersion, car autrement, on pourrait qualifier d'atomisée une société de dix actionnaires, détenant chacun un dixième du capital-actions. On peut affirmer que l'atomisation de l'actionnariat croît avec l'augmentation du nombre, et la diminution des participations des actionnaires.²⁶¹ Certaines études internationales en la matière qualifient une structure actionnariale d'« atomisée » lorsqu'aucun actionnaire ne détient une participation dépassant les 20%.²⁶² KRONENBERG, ainsi que MAIZAR, font pertinemment remarquer que la détermination d'un tel seuil rigide doit être considérée avec prudence, puisque une participation plus faible peut, dans certaines circonstances, déjà aboutir à une forme de contrôle.²⁶³ En outre, lorsque la capitalisation boursière d'une société est très élevée, une participation inférieure à 20% représente déjà un investissement très important.²⁶⁴ Voilà pourquoi nous nous rallions à la proposition de MAIZAR de qualifier un actionnariat comme « atomisé » lorsqu'aucune participation n'excède les 5% du capital-actions.²⁶⁵

2. La présence d'actionnaires de contrôle

Un autre moyen d'évaluer la structure actionnariale d'une société consiste à déterminer si un actionnaire est en mesure d'influencer la prise de décisions sociales.²⁶⁶ D'une manière générale, nous pouvons dire que la présence d'un actionnaire de contrôle dans les sociétés cotées suisses est relativement courante. BAHAR, KARAMEYAS et TAWIL, en se référant à des données datant de 2011 et portant sur les sociétés du SPI, dévoilent que dans près de 75% des sociétés un actionnaire réunit la minorité de blocage de 33% des voix par rapport à

²⁵⁸ Voir la définition du *free float* du glossaire de la SIX Swiss exchange www.six-swiss-exchange.com/knowhow/glossary_fr.html?id=Free+Float (consulté le 16 août 2019). Notons que les petites parts des investisseurs privés sont également assimilées au flottant, même si elles sont en fait détenues en mains propres.

²⁵⁹ *Ibid.*

²⁶⁰ SECO (2019), 16.

²⁶¹ MAIZAR (2012), 104; BAHAR/KARAMEYAS/TAWIL, *in*: Heckendorn *et al.* (2014), 214.

²⁶² LA PORTA/LOPEZ DE SILANES/SHLEIFER (1999), 476 ; FACCIO/LANG (2002), 369.

²⁶³ MAIZAR (2012), 104 ; KRONENBERG (2009), 201 se référant notamment aux études conduites par LA PORTA/LOPEZ DE SILANES/SHLEIFER (1999), 476 ou FACCIO/LANG (2002), 369.

²⁶⁴ MAIZAR (2012), 104.

²⁶⁵ *Ibid.*

²⁶⁶ BAHAR/KARAMEYAS/TAWIL, *in*: Heckendorn *et al.* (2014), 214.

l'ensemble des voix, lui donnant la possibilité de bloquer toute décision qualifiée comme importante au sens de l'art. 704 CO.²⁶⁷ Un tiers des sociétés font état d'un actionnaire de contrôle qui détient une participation dite qualifiée, c'est-à-dire une participation qui s'élève entre 10% et 33.3% du capital-actions.²⁶⁸ Bien qu'un actionnaire détenant une participation qualifiée ne soit pas en mesure de déterminer le sort du vote de l'assemblée générale, il est autorisé à exercer certains droits sociaux qui lui donnent la possibilité de prédéterminer le vote, à savoir, notamment, le droit de requérir la convocation d'une assemblée générale ou l'inscription d'un objet à l'ordre du jour (art. 699 al. 3 CO). Partant de ce constat, BAHAR, KARAMETAXAS et TAWIL déduisent que dans presque 60% des sociétés du SPI un actionnaire de contrôle est en mesure d'influencer de manière substantielle le conseil d'administration et l'exécutif de la société.²⁶⁹

En ce qui concerne les participations individuelles des investisseurs institutionnels, MAIZAR révèle que leur voix dans l'assemblée générale est généralement insuffisante pour déterminer seule le résultat d'un vote.²⁷⁰ Effectivement, contrairement à ce que l'on pourrait croire au vu de leur forte présence, les participations individuelles des investisseurs institutionnels traditionnels ne dépassent que rarement les 3% du capital-actions. Pour résumer, on peut retenir que les investisseurs institutionnels traditionnels sont présents dans l'actionnariat de toutes les sociétés cotées suisses, mais qu'ils n'opèrent en principe pas comme actionnaires de contrôle. Néanmoins, en tant que collectivité, en raison de leur potentiel de voix considérable, les investisseurs institutionnels traditionnels et, tout particulièrement les institutions de prévoyance, peuvent jouer le rôle d'actionnaires de blocage.²⁷¹

3. La globalisation des investissements

À l'instar des marchés de capitaux de la plupart des économies industrialisées, les marchés suisses ont enregistré ces dernières décennies une croissance exponentielle des flux d'investissements internationaux. Les investissements directs étrangers, soit l'acquisition par un investisseur d'au moins 10% des titres conférant un droit de vote ou la création d'une filiale ou d'une succursale à l'étranger,²⁷² ont augmenté d'environ 90% au cours des trente

²⁶⁷ *Ibid.*

²⁶⁸ *Ibid.*

²⁶⁹ *Ibid.*

²⁷⁰ MAIZAR (2012), 101 *et seq.*

²⁷¹ *Ibid.*

²⁷² Voir la définition de l'OCDE de l'investissement direct étranger : OCDE, Foreign Direct Investment (2008), 234.

dernières années.²⁷³ Il en va de même pour l'investissement de portefeuille étranger, à savoir les participations d'investisseurs suisses au capital de sociétés à l'étranger prises sans intention d'influer directement sur la gestion qui a également augmenté, dans la même période, de presque 90%.²⁷⁴

Il ressort de ces chiffres que les investisseurs institutionnels opèrent au-delà des frontières et qu'un pourcentage élevé du capital-actions des sociétés cotées suisses se trouve entre les mains d'investisseurs étrangers. La présence d'investisseurs institutionnels étrangers dans les sociétés cotées suisses est remarquable, tout particulièrement celle d'investisseurs américains. Les conclusions d'une étude empirique menée par VOLONTÉ et ZABY, fondée sur des données de 2013, confirment cette hypothèse : dans la plupart des sociétés du SMI, l'investissement étranger dépasse la part des investissements domestiques.²⁷⁵

Section IV Proposition d'une typologie des investisseurs institutionnels

Cette section expose les catégories d'investisseurs institutionnels les plus importantes sur le marché suisse et leurs cadres normatifs respectifs. Pour mieux appréhender leur comportement en tant qu'actionnaires, nous examinerons également leurs horizons de placement. La typologie proposée dans les pages qui suivent suit une logique de catégorisation semblable à celle de l'OCDE dans son rapport de 2014 intitulé *Institutional Investors and Ownership Engagement* qui suggère une division entre « investisseurs institutionnels traditionnels » et « investisseurs institutionnels alternatifs ».²⁷⁶ Cette division repose sur l'hypothèse que l'apparition des investisseurs institutionnels dits alternatifs est plus récente dans la mesure où ces institutions ont émergé comme une alternative ou comme un complément aux investisseurs institutionnels traditionnels.²⁷⁷ Consciente que la sélection retenue ne parvient pas à saisir l'ensemble des investisseurs institutionnels existants, nous estimons néanmoins qu'elle est pertinente aux fins de la présente thèse, que ce soit en raison du volume important que ces entités représentent dans l'actionnariat des sociétés cotées suisses ou encore parce qu'une particularité du cadre réglementaire régissant soulève des questions juridiques pertinentes pour notre contexte.

²⁷³ BNS, Bulletin mensuel de statistiques économiques, décembre 2014, S2 ; Avenir Suisse (2018), 4.

²⁷⁴ BNS, Bulletin trimestriel 4/2001, 67 ; voir également MAIZAR (2012), 50.

²⁷⁵ VOLONTÉ/ZABY (2013), Tableau 2, 501.

²⁷⁶ OCDE (2014a), 100.

²⁷⁷ *Ibid.*

1. Les investisseurs institutionnels traditionnels

A. Institutions de prévoyance

À titre préliminaire, il convient d'apporter une précision d'ordre terminologique. Dans les pages qui suivent, les termes d'« institution de prévoyance » et « caisse de pension » seront utilisés indifféremment. Cela est conforme à la terminologie proposée par le Conseil fédéral qui signale explicitement que « [l]e terme « caisse de pension » utilisé à l'art. 95 al. 3 let. a Cst. correspond à la notion d'institution de prévoyance en droit des assurances sociales ». ²⁷⁸

a) Cadre réglementaire

Les institutions de prévoyance constituent le deuxième pilier dans le système de la sécurité sociale suisse. ²⁷⁹ Conformément au mandat constitutionnel, la prévoyance professionnelle, conjuguée à la prévoyance étatique (AVS/AI), doit permettre à l'assuré de maintenir son niveau de vie habituel de manière appropriée après le départ à la retraite. ²⁸⁰ Les institutions de prévoyance sont régies par la LPP, ²⁸¹ ainsi que par deux ordonnances, à savoir l'ordonnance sur la surveillance dans la prévoyance professionnelle (OPP 1) ²⁸² et l'ordonnance sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité (OPP 2). ²⁸³ Le cadre réglementaire des institutions de prévoyance est complété par l'autoréglementation émanant des organisations privées, à savoir la *Charte et la Directive de l'Association suisse des Institutions de prévoyance*, impérative pour les membres de l'ASIP. ²⁸⁴

b) La forme juridique des institutions de prévoyance

Les institutions de prévoyance doivent avoir une personnalité juridique propre et être séparées économiquement de l'employeur. Ce dernier ne peut donc pas accéder à la fortune placée, afin de protéger les assurés. L'art. 48 al. 2 LPP limite les formes que peuvent prendre les institutions de prévoyance à la fondation, la société coopérative et l'institution de droit public. La quasi-totalité

²⁷⁸ Message du Conseil fédéral concernant la modification du code des obligations (Droit de la société anonyme) du 23 novembre 2016, FF 2017 FF 402.

²⁷⁹ Le système des trois piliers de la prévoyance est fondé sur l'art. 111 Cst. et constitue un principe fondamental du système suisse de la sécurité sociale. Sur le système de la sécurité sociale des trois piliers, voir RIEMER/RIEMER-KAFKA (2006), § 1 N 3.

²⁸⁰ Art. 113 al. 2 let. a Cst.; art. 1 al. 1 LPP.

²⁸¹ RS 831.40.

²⁸² RS 831.435.1.

²⁸³ Ordonnance sur la prévoyance professionnelle, survivants et invalidité du 18 avril 1984, RS. 831.441.1.

²⁸⁴ ASIP, Charte et Directive (2011).

des institutions de prévoyance (95,4%, comptabilisant 86% du total des assurés actifs) revêtent la forme juridique d'une fondation de droit privé au sens des art. 80 ss CC.²⁸⁵ Le faible nombre des sociétés coopératives s'explique par le fait que le droit de vote par tête, prévu impérativement à l'art. 885 CO, rend la société coopérative inapte à la gestion paritaire des institutions de prévoyance imposée par l'art. 51 LPP.²⁸⁶ Quant aux caisses de pension de droit public, elles revêtent toujours la forme d'une institution de droit public.

c) L'importance économique et sociopolitique des caisses de pension

Le poids des caisses de pension en tant qu'actionnaires est souvent cité comme étant la principale raison justifiant l'attention accrue à leur égard.²⁸⁷ Or, comme le font à juste titre observer STOFFEL et PERRIARD, le poids économique des institutions de prévoyance est moins élevé que ce que l'on croit communément.²⁸⁸ Les données les de l'Office fédéral de la statistique (OFS) en matière de prévoyance professionnelle révèlent l'image suivante. Premièrement, à la fin de l'année 2018, les actions constituent la catégorie de placement la plus importante des caisses de pension. En moyenne, elles investissaient 30.9% de leurs actifs en actions (contre 30,7% sous forme d'obligations).²⁸⁹ Deuxièmement, de ce volume investi en actions, seul un tiers est placé en actions cotées auprès d'une bourse suisse.²⁹⁰ Troisièmement, moins de la moitié de cette partie investie sur le marché intérieur est détenue directement par les institutions de prévoyance, alors que la majeure partie est détenue par le biais d'un véhicule de placement collectif de capitaux.²⁹¹

Il résulte de ce qui précède que les institutions de prévoyance suisses détiennent seulement une petite fraction (environ 4%, selon les calculs de STOFFEL/PERRIARD)²⁹² des actions des sociétés cotées en Suisse, ce qui signifie que ce n'est que pour cette petite proportion que les institutions de prévoyance ont un droit de vote dans des sociétés suisses. Ce fait mérite d'être souligné, surtout eu égard à l'obligation de vote des institutions de prévoyance qui ne

²⁸⁵ Office fédéral de la statistique (OFS), 2019, 10.

²⁸⁶ WERNLI (2004), 32 et 43.

²⁸⁷ STOFFEL/PERRIARD (2016), 466.

²⁸⁸ *Ibid.*

²⁸⁹ OFS (2019), 13 : concrètement, le volume d'investissement en actions s'élevait à CHF 276,4 milliards d'un volume total de CHF 894,3 milliards.

²⁹⁰ OFS (2019), 13.

²⁹¹ OFS (2019), 15.

²⁹² STOFFEL/PERRIARD (2016), 466.

concerne que les actions détenues directement et cotées auprès d'une bourse suisse (art. 22 al. 1 ORAb).²⁹³

Nous tenons toutefois à mentionner que le patrimoine des caisses de pension n'a pas cessé d'augmenter depuis l'introduction du régime de la prévoyance professionnelle obligatoire en 1995.²⁹⁴ L'importance des institutions de prévoyance comme dépositaires de fortune et la volonté politique de les responsabiliser davantage s'explique surtout par leur fonction sociopolitique importante. Le fait que le financement des institutions de prévoyance soit basé sur le système de capitalisation permet aux institutions de prévoyance de se financer non seulement par les cotisations des salariés, mais également par le rendement de ce patrimoine.²⁹⁵ À cela s'ajoute le fait que l'avoir de vieillesse économisé dans la caisse de pension constitue généralement, pour les assurés, la partie la plus importante de leur épargne. Enfin, et surtout, l'obligation de cotisation au deuxième pilier, imposée en Suisse à chaque salarié dont le salaire annuel dépasse les 21'330 francs (art. 2 al. 1 LPP), rend indirectement la grande majorité des salariés suisses actionnaires des sociétés cotées ou, plus exactement, bénéficiaires des investissements dans les sociétés cotées.

d) *L'horizon de placement à long terme*

L'objectif de placement des institutions de prévoyance consiste à accumuler du capital à long terme, afin d'être en mesure de garantir en tout temps les engagements envers leurs assurés. Partant, les institutions de prévoyance ont tout intérêt à ce que les sociétés cotées croissent sur le long terme.

En vertu de l'art. 71 al. 1 LPP, les institutions de prévoyance sont tenues d'administrer leur fortune « *de manière à garantir la sécurité des placements, un rendement raisonnable, une répartition appropriée des risques et la couverture des besoins prévisibles de liquidités* ». ²⁹⁶ Dans cet esprit, afin de répartir les risques et de garantir la négociabilité des actions, les positions en actions doivent être suffisamment diversifiées. Il en résulte que les possibilités des institutions de prévoyance d'investir en actions et autres titres de participations sont limitées (art. 71 al. 1 LPP). D'une part, ces restrictions sont d'ordre qualitatif, sachant qu'en vertu de l'art. 53 al. 1 let. 2 OPP 2, l'investissement de la fortune dans des titres de participation est limité à ceux émis par des sociétés cotées en bourse ou

²⁹³ Sur les limites du champ d'application matériel de l'obligation de voter de l'art. 22 ORAb, *infra*, troisième partie, chapitre 2, section II, 4 B.

²⁹⁴ Plus précisément, le patrimoine global des caisses de pension a augmenté de CHF 140 milliards en 1995 à 672 milliards en 2012, voir MAIZAR (2012), 82.

²⁹⁵ Le système de capitalisation se distingue du système de la répartition qui est appliqué au premier pilier et selon lequel les revenus d'une année doivent couvrir les dépenses de la même année. Voir à ce sujet SPILLMANN (2004), 44-47.

²⁹⁶ Ces principes sont concrétisés aux art. 49 ss OPP 2, notamment aux art. 50 à 52 OPP 2.

traitées sur un autre marché réglementé ouvert au public. D'autre part, les restrictions d'investissement sont d'ordre quantitatif puisque le taux investi dans une société est plafonné à 5% de la société globale (art. 54a OPP 2) et à 50% de la fortune globale en ce qui concerne l'investissement en actions de manière générale (art. 55 let. b OPP 2). En raison de ces contraintes, les institutions de prévoyance ne détiennent pas de positions de contrôle dans les sociétés publiques.²⁹⁷

e) *Délimitation par rapport aux fonds de compensation AVS/AI/APG*

Les institutions de prévoyance doivent être distinguées des autres organismes de sécurité sociale. Les fonds de compensation de l'assurance-vieillesse et survivants (AVS),²⁹⁸ de l'assurance-invalidité (AI)²⁹⁹ et de l'allocation pour perte de gain (APG)³⁰⁰ sont les organismes responsables de la prévoyance étatique constituant le premier pilier du concept des trois piliers du système des assurances sociales en Suisse. Contrairement à la prévoyance professionnelle, le premier pilier est administré selon le système de la répartition, ce qui signifie que les prestations des assurés doivent être financées par les recettes perçues, ce qui se traduit par une répartition de la fortune des salariés envers la population non salariée.³⁰¹ Cela étant, les fonds de compensation fonctionnent comme des amortisseurs, puisque les recettes positives accumulées sont utilisées pour compenser des recettes négatives. L'objectif de placement des fonds de compensation est dès lors de compenser les fluctuations de recettes qui peuvent résulter à court terme de la situation économique.

Aux fins de la présente thèse, les fonds de compensation du premier pilier ne jouent qu'un rôle secondaire et cela pour deux raisons. Tout d'abord, leur poids en tant qu'actionnaires des sociétés cotées suisse est relativement faible. Certes, avec une fortune placée de près de 32 milliards de francs à la fin 2018, dont 24% en actions, les fonds de compensation sont, en tout cas à première vue, des investisseurs institutionnels d'une importance non négligeable.³⁰² Néanmoins, sur la base des indications du rapport annuel 2018, on peut retenir que les fonds de compensation du premier pilier ne détiennent qu'approximativement 1.2 milliards de francs directement en actions suisses.³⁰³ La deuxième raison pour laquelle notre analyse fait largement abstraction des

²⁹⁷ Dans ce sens : KÜNZLE, *in*: von der Crone *et al.* (2003), 421 ; SPILLMANN (2004), 247.

²⁹⁸ Art. 107 ss LAVS (RS. 831.10).

²⁹⁹ Art. 79 ss LAI (RS. 831.20).

³⁰⁰ Art. 28 LAPG (RS. 834.1).

³⁰¹ WERNLI (2004), 14.

³⁰² Fonds de compensation AVS/AI/APG, Rapport annuel 2018, 51.

³⁰³ *Ibid.*

fonds de compensation est qu'ils sont exclus du champ d'application de l'ORAb et, de ce fait, ne sont pas visés par les obligations de voter et de communiquer prévues aux art. 22 ss ORAb.³⁰⁴

B. Placements collectifs de capitaux

Les placements collectifs sont des véhicules d'investissement qui ont vocation à détenir des actions et autres titres de participation.³⁰⁵ Plus exactement, l'art. 7 al. 1 LPCC définit les placements collectifs comme « *des apports constitués par des investisseurs pour être administrés en commun pour le compte de ces derniers* ». Selon l'existence d'un droit de rachat de l'investisseur à la valeur nette d'inventaire, les placements collectifs peuvent être de nature ouverte ou fermée (art. 7 al. 2 LPCC), sachant que ce n'est qu'en cas de placements ouverts que l'investisseur a un droit direct ou indirect au remboursement de ses parts (art. 8 al. 2 LPCC). Deux formes de placements collectifs ouverts peuvent être distinguées: le fonds de placement contractuel³⁰⁶ et la société d'investissement à capital variable (SICAV).³⁰⁷ Quant aux placements collectifs fermés ils revêtent soit la forme de la société en commandite pour placements collectifs,³⁰⁸ soit la forme de la société d'investissement à capital fixe (SICAF).³⁰⁹ La présente thèse considérera uniquement les placements collectifs ouverts, étant donné que, dans les faits, la quasi-totalité des placements collectifs approuvés en Suisse constituent soit des fonds de placements contractuels, soit des SICAV.³¹⁰

Les placements collectifs sont principalement régis par la loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux (LPCC), dont l'objectif est double : elle vise d'une part à protéger l'investisseur face aux mécanismes des marchés financiers et, d'autre part, à assurer la transparence et le bon fonctionnement du marché des placements collectifs de capitaux (art. 1 LPCC).³¹¹ En tant que loi cadre, la LPCC offre une marge d'interprétation relativement large. Le cadre réglementaire des placements collectifs de capitaux est donc complété par les ordonnances du Conseil fédéral (OPCC)³¹² et de la FINMA sur les placements

³⁰⁴ Voir *infra*, troisième partie, chapitre 2, section II, 4 a.

³⁰⁵ KOHLER/SIERRO (2015), 506.

³⁰⁶ Art. 25 à 35 LPCC.

³⁰⁷ Art. 36 à 45 LPCC.

³⁰⁸ Art. 98 à 109 LPCC.

³⁰⁹ Art. 110 à 118 LPCC.

³¹⁰ KOHLER/SIERRO (2015), 506.

³¹¹ Notons que le but de protection ne vise non seulement l'investisseur en tant que particulier, mais également l'investisseur en tant que membre d'une communauté d'intérêts puisque l'investisseur est le participant nécessaire au circuit économique sur lequel les sociétés libérales s'appuient, CREMONESI, Commentaire Stämpfli LPCC (2012), art. 1 LPCC, N 54.

³¹² RS 695.311.

collectifs (OPC-FINMA),³¹³ par des circulaires de la FINMA,³¹⁴ ainsi que par les normes d'autoréglementation en la matière, à savoir les règles de conduite établies par la *Swiss Funds and Asset Management Association* (SFAMA).³¹⁵

Le volume d'investissements administré par les placements collectifs a connu une croissance rapide au cours des cinquante dernières années.³¹⁶ Les données statistiques révèlent qu'à la fin 2016, les placements collectifs suisses géraient une fortune 1153 milliards de francs, dont plus de 40% en actions et autres titres de participation.³¹⁷ À titre comparatif, comme le signale MAIZAR, en 1960, ce volume s'élevait à seulement 4 milliards de francs.³¹⁸ Cette évolution tient notamment à l'émergence des produits standardisés et à la diversification des risques, permettant aux placements collectifs de baisser leurs coûts de transaction et de conseil.

Les placements collectifs étaient traditionnellement conçus comme des véhicules de placement pour des investisseurs de petite ou de moyenne taille, vu leur capacité de répartir les risques liés aux investissements. De nos jours, cependant, comme le signale NOBEL, les fonds de placement constituent également des outils pour l'investissement institutionnel, dans la mesure où la participation d'un grand nombre d'investisseurs permet d'atteindre un volume de placement élevé.³¹⁹

Quant au comportement des placements collectifs en tant qu'actionnaires, il convient de signaler l'évolution récente vers un rôle plus actif, sachant que traditionnellement les placements collectifs étaient des investisseurs passifs qui n'exerçaient guère leurs droits de vote.³²⁰

³¹³ RS 951.312.

³¹⁴ Circulaire FINMA 08/8 sur l'appel au public au sens de la législation sur les placements collectifs de capitaux ; Circulaire FINMA 08/37 sur la délégation de tâches par la direction et la SICAV ; Circulaire FINMA 09/1 sur les règles-cadres pour la reconnaissance de l'autorégulation en matière de gestion de fortune comme standard minimal ; Circulaire FINMA 13/8 sur les règles de conduite sur le marché.

³¹⁵ Règles de conduite SFAMA (2014).

³¹⁶ NOBEL (2010), § 2 N 40 ; MAIZAR (2012), 85 ; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER (2015), § 22 N 26.

³¹⁷ Swiss Fund Data AG, Statistiques du marché suisse des fonds pour le mois de juin 2019, disponible sur : <https://www.swissfunddata.ch/sfdpub/statistiques-du-marche> (consulté le 18 août 2019).

³¹⁸ MAIZAR (2012), 85.

³¹⁹ Traduit par l'auteure. Version originale de NOBEL (2010), § 2 N 40: « Heute bilden Anlagefonds vermehrt auch für institutionelle Anleger eine interessante Investmentform. Für diese steht allerdings heute weniger der Grundsatz der Risikoverteilung im Vordergrund als vor allem die Möglichkeit, durch die Beteiligung einer großen Anzahl von Anlegern interessante Volumina für verschiedene Anlagevehikel aufbauen zu können ».

³²⁰ KOHLER/SIERRO (2015), 506.

C. Entreprises d'assurance privées

Les entreprises d'assurance ont pour finalité de conclure des contrats d'assurances privés. Leur cadre réglementaire se compose de la loi sur la surveillance des assurances (LSA),³²¹ l'ordonnance sur la surveillance (OS),³²² ainsi que de la loi sur le contrat d'assurance (LCA).³²³ En ce qui concerne leur forme juridique, l'art. 7 LSA prescrit que les sociétés d'assurance doivent impérativement revêtir la forme d'une société anonyme ou d'une société coopérative.

Afin de protéger les assurés contre les risques d'insolvabilité et contre les abus des entreprises d'assurance, celles-ci sont soumises à la surveillance fédérale de la FINMA (art. 1 al. 2 LSA). Dans cet esprit, la LSA a émis des prescriptions strictes concernant le capital minimal (art. 8 al. 1 LSA), la marge de solvabilité (art. 9 LSA), les provisions techniques (art. 16 al. 1 LSA) et la fortune liée (art. 17 al. 1 LSA). L'investissement des assurances en actions est soumis à des restrictions importantes. Selon l'art. 76 al. 2 OS, les assurances sont notamment tenues de choisir les biens appartenant à la fortune liée en premier lieu en fonction de leur sécurité, de la situation financière effective, de la structure du portefeuille d'assurance et de ses perspectives d'évolution. Les autres principes régissant le placement des assurances sont le rendement conforme au marché en application des principes de diversification adéquats et la garantie des besoins prévisibles en liquidité (art. 76 al. 3 OS). L'art. 79 OS et la circulaire de la FINMA sur les directives de placement des assureurs apportent des précisions en la matière.³²⁴ Ainsi, au maximum 30% du débit de la fortune liée peut être investi sous forme d'actions ou d'autres titres de participation.³²⁵

Bien que l'ensemble des placements de capitaux des entreprises suisses d'assurance ait baissé légèrement depuis 2018,³²⁶ les entreprises d'assurance privées représentent, en termes économiques, la catégorie d'investisseurs la plus importante en Suisse après les caisses de pension. A la fin de l'année 2018, l'ensemble des placements de capitaux des entreprises suisses d'assurance s'est élevé à un total de 582 milliards de francs.³²⁷ Malgré ce volume important, les entreprises d'assurance privées ne jouent pas un rôle central dans notre thèse. Ce choix se justifie par le fait que les entreprises d'assurance privées ne font l'objet d'aucune prescription réglementaire spécifique en ce qui concerne

³²¹ RS 961.01.

³²² RS 961.011.

³²³ RS 221.229.

³²⁴ Circulaire FINMA 08/18.

³²⁵ Circulaire FINMA 08/18, N 225.

³²⁶ FINMA, Rapport sur le marché de l'assurance (2018), 7

³²⁷ *Ibid.*

l'exercice de leurs droits d'actionnaires.³²⁸ Les entreprises d'assurance privées ne se sont pas non plus manifestées comme étant des actionnaires particulièrement actifs et, contrairement aux caisses de pension, on ne peut pas non plus leur attribuer un rôle sociopolitique majeur.

D. Banques

La banque est définie comme étant l'entreprise active principalement dans le secteur financier qui a pour but de financer, pour son propre compte, de quelque manière que ce soit, un nombre indéterminé de personnes ou d'entreprises avec lesquelles elle ne forme pas une entité économique (art. 2 al. 1 let. a OB).³²⁹ Dans cette optique, la banque accepte des dépôts du public à titre professionnel ou fait appel au public pour les obtenir; ou se refinance dans une mesure importante auprès de plusieurs banques ne participant pas de manière notable à son capital (art. 2 al. 1 let. b OB). Les établissements bancaires tels que définis par l'OB sont soumis à la surveillance de la FINMA (art. 1 al. 4 LB).³³⁰

L'activité bancaire classique consiste principalement en l'octroi des prêts au moyen de financements obtenus du public, ce qui génère une marge d'intérêts bénéficiaires.³³¹ Ce faisant, la banque agit pour son propre compte et supporte les risques et les bénéfices de son activité. Mais l'activité bancaire va au-delà de la seule récolte des fonds qui serviront par la suite à fournir des prêts : les banques sont également actives dans la gestion de patrimoine, ainsi que dans l'investissement.³³² Dans le contexte qui nous occupe, c'est avant tout l'activité de négoce pour compte propre, soit le cas de figure où la banque acquiert et vend ses propres titres, sans faire de transactions pour le compte de ses clients, qui revêt de l'importance. Plus exactement, notre intérêt porte sur l'investissement des banques en actions.

Dans ce contexte, il y a lieu de tenir compte de l'évolution historique de la fonction de dépositaire et de gestion de fortune des banques en Suisse : entre 1930 et 1990, les banques ont eu une influence notable sur la structure de l'économie suisse.³³³ Comme le signale CHABLOZ, pendant cette période, des représentants des banques se retrouvaient fréquemment élus aux conseils

³²⁸ Cela ne veut pas dire pour autant que les entreprises d'assurance privées ne peuvent pas se soumettre aux recommandations d'un référentiel de bonnes pratiques en matière d'exercice des droits de vote et d'investissement institutionnel.

³²⁹ RS 952.02.

³³⁰ RS 952.0.

³³¹ LOMBARDINI (2008), 13.

³³² ZOBL/KRAMER (2004), N 593; LOMBARDINI (2008), 14.

³³³ CHABLOZ (2012), N 212.

d'administration des sociétés publiques et cela non pas « *en raison de l'importance de celles-ci comme créancières, mais en raison des voix qu'elles détenaient en dépôt* ». ³³⁴

De nos jours, les grandes banques s'abstiennent en règle générale de siéger au sein des conseils d'administration des sociétés cotées pour éviter d'éventuels conflits d'intérêts avec leurs activités en tant que banques d'investissement. ³³⁵ En effet, comme l'avait déjà observé BLACK en 1990, pour ce qui concerne le contexte américain, en raison de leurs activités commerciales avec les sociétés émettrices, les banques redoutent de perdre des clients si elles s'opposent aux propositions du conseil d'administration ou si elles sont perçues, par la communauté économique et dans l'opinion publique, comme étant des actionnaires activistes. ³³⁶

En dépit de la réticence des banques à s'engager de manière active en tant qu'actionnaires, l'investissement des banques en actions était en hausse jusqu'en 2008. Cependant, avec la crise hypothécaire aux États-Unis, la crise financière et la baisse de conjoncture subséquente il a chuté drastiquement. ³³⁷ La baisse de l'investissement en actions des banques et, par-là, la réduction des incitations à s'impliquer en tant qu'actionnaires, s'explique en outre par le renforcement des exigences réglementaires, tant au niveau suisse qu'international, en ce qui concerne les fonds propres, la répartition des risques et des liquidités. ³³⁸ C'est la raison pour laquelle, pour le contexte qui nous occupe, les établissements bancaires ne représentent pas une catégorie d'investisseurs institutionnels primordiale.

2. Les investisseurs institutionnels alternatifs

A. Fonds souverains

Les fonds souverains, ou fonds d'investissement souverains (*sovereign wealth funds*, ci-après également SWFs), constituent des véhicules d'investissement

³³⁴ *Ibid.*

³³⁵ Voir MACH/SCHNYDER/DAVID/LÜPOLD (2006), 13 *et seq* et CHABLOZ (2012), n 404 qui signalent, à titre d'exemple, qu'en 1980, des représentants d'UBS/SBS occupaient 45 sièges dans des conseils d'administration de sociétés suisses alors qu'ils n'occupaient plus que trois sièges en 2000.

³³⁶ BLACK (1990), 600 *et seq*; dans le même sens : SHERMAN/BELDONA/MAHESHKUMAR (1998), 168.

³³⁷ Voir les statistiques annuelles de la SIX Swiss Exchange: www.six-swiss-exchange.com/statistics/annual_statistics/2016_fr.html (consulté le 18 août 2019); voir également les statistiques de la BNS, Les banques suisses (2011), A14.

³³⁸ Voir les art. 4 LB; 16 LB et 18 LB. Au niveau international, il s'agit principalement des accords du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, Convergence internationale de la mesure des normes de fonds propres (Bâle II) du 26 juin 2014, et sur le dispositif international de mesure, normalisation et surveillance du risque de liquidité (Bâle III) du 16 décembre 2010. Pour un aperçu sur les accords de Bâle, voir NOBEL (2012), 202-206; voir également MAIZAR (2012), 97.

étatiques alimentés par des actifs financiers divers et gérés séparément des réserves de politique monétaire ayant pour objectif la maximisation de leur investissement à moyen et à long terme.³³⁹ Telle est la compréhension générale du terme, mais il y a lieu de souligner qu'il n'en existe pas de définition univoque, principalement en raison du rôle ambigu des fonds souverains en tant que véhicules d'investissement, sachant qu'il s'agit d'institutions publiques et formellement souveraines, mais supposées agir comme des investisseurs privés.³⁴⁰

Les fonds souverains forment une catégorie d'investisseurs hétérogène, puisque les contextes politiques et économiques des pays dans lesquels ils sont incorporés diffèrent largement les uns des autres.³⁴¹ Ainsi, les fonds souverains se distinguent notamment quant à leurs structures internes, leurs objectifs et stratégies d'investissement, ainsi que par le degré de transparence de leurs pratiques. Le Fonds monétaire international (FMI) suggère dans un rapport paru en 2008 une répartition des fonds souverains en fonction de l'origine des ressources qui alimentent les fonds : si les fonds de stabilisation ont été créés à partir d'une abondance de revenus issus de matières premières, notamment du pétrole (Moyen-Orient, Norvège, Russie), les fonds « non matière premières » gèrent quant à eux des excédents de réserves de change et des recettes budgétaires (Chine, Singapour).³⁴²

Bien que le premier fonds souverain ait été établi dans les années 1950,³⁴³ on peut légitimement dire que l'émergence du phénomène est plutôt récente. Depuis le début du millénaire, les fonds souverains ont gagné en importance au point de devenir des acteurs clés sur les marchés financiers mondiaux. Ce constat est corroboré par les derniers chiffres du *Sovereign Wealth Funds Institute* (SWFI) qui indiquent qu'en août 2019, les fonds souverains géraient des actifs d'un volume total atteignant presque 7 trillions USD,³⁴⁴ dont 35% environ en actions et autres titres de participation des sociétés cotées.³⁴⁵ Cette évolution fulgurante est notamment due à la hausse des excédents de la balance commerciale et du produit des exportations de matières premières de certains

³³⁹ ROSE (2008), 107; SENN (2009), 6; SENN, *in*: Heckendorn *et al.* (2010), 152 *et seq*; BASSAN (2011), 31; VAN DER ZEE (2012), 142.

³⁴⁰ VAN DER ZEE (2012), 142; BACKER (2010), 119; RICHARDSON (2013a), 228.

³⁴¹ OCDE (2014a), 100 ; sur l'hétérogénéité des fonds souverains voir également CASTELLI/SCACCIAVILLANI, *in* : Bassan (2015), 10 *et seq*.

³⁴² FMI-SWF (2008), N 8 ; voir également SARKAR (2010), 623.

³⁴³ Le premier SWF était la *Kuwait Investment Corporation*, établi en 1953 ; voir VAN DER ZEE (2012), 141; HAHN (2012), 103.

³⁴⁴ SWFI, disponible sur : www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/ (consulté le 18 août 2019).

³⁴⁵ Voir les statistiques publiées sur le site du International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSWF), disponible sur: www.ifswf.org/trends-sovereign-wealth-funds-asset-allocation-over-time-survey (consulté le 17 octobre 2019).

pays hors de la zone OCDE (en particulier la Chine, Singapour et les pays du Golfe).³⁴⁶ L'émergence des fonds souverains s'est encore accentuée dans le sillage de la crise financière de 2007/2008 suite à laquelle ils représentaient une source de liquidité rare et bienvenue, en particulier pour le sauvetage des grandes banques américaines et européennes.³⁴⁷ Un investissement d'un fonds souverain dans une société cotée suisse ayant attiré une grande attention publique a été la souscription par la *Government of Singapore Investment Corporation* (GIC) à un emprunt obligataire convertible en actions d'UBS en 2007, alors que la banque se trouvait fragilisée par la crise financière et son engagement dans le marché des produits hypothécaires américains (*subprimes*).

Au niveau mondial, on compte aujourd'hui 81 fonds souverains, sachant que le plus grand d'entre eux est le fonds de pension du gouvernement norvégien (*Norway Government Pension Fund Global*), avec une fortune dépassant les 1000 milliards USD en août 2019.³⁴⁸ La majorité des fonds souverains ont leur siège au Moyen-Orient et en Asie.³⁴⁹ Il n'existe, pour le moment, aucun fonds souverain suisse, même si l'opportunité d'en créer un a été évoquée à plusieurs reprises dans le discours public,³⁵⁰ notamment pour investir les importantes réserves en devises étrangères de la BNS.³⁵¹ Bien que la BNS se soit déclarée contre de la création d'un fonds souverain suisse, principalement pour éviter toute instrumentalisation politique, elle investit une partie de ses réserves en devises dans des fonds d'actions et des fonds obligataires.³⁵²

Nonobstant l'absence d'un fonds souverain suisse, il s'agit d'une catégorie d'investisseurs qui revêt une importance particulière pour notre étude, étant donné que la Suisse est un État destinataire important des investissements des fonds souverains. Comme SENN l'avait déjà observé en 2010, il ressort des données de l'OCDE que la Suisse fait partie des dix pays connaissant le plus grand flux de fonds provenant des fonds souverains.³⁵³ De ce fait, les fonds souverains sont présents dans la majorité des sociétés cotées suisses. Notons, à titre d'exemple, que le fonds norvégien détient des participations d'au moins 3% dans cinq sociétés du SMI (UBS, Novartis, Zurich, Nestlé, Roche). Le droit

³⁴⁶ Économiesuisse (2008), 1.

³⁴⁷ O'BRIEN (2008), 1233; HAHN (2012), 84; SENN (2010), *in*: Heckendorn *et al.* (2010), 154; DIXON (2014), 581.

³⁴⁸ Voir le classement des fonds souverains étatiques du SWFI, disponible sur : www.swfinstitute.org/fund-rankings/ (consulté le 18 août 2019).

³⁴⁹ Pour une vue d'ensemble de la répartition géographique des actifs gérés par les SWF, voir le *Sovereign Wealth Funds Assets Map* du SWFI, disponible sur : www.swfinstitute.org/fund-rankings/sovereign-wealth-fund (consulté le 19 août 2019).

³⁵⁰ Voir par exemple la position d'Économiesuisse (2012) ; FARINE (2015) ; ROTH (2015) ; HÖFERT (2015).

³⁵¹ Voir par exemple l'article de Peter A. Fischer paru le 11 juin 2017 dans la NZZ « Und wieder locken die SNB Milliarden ».

³⁵² *Ibid.*

³⁵³ SENN, *in*: Heckendorn Urscheler *et al.* (2010), 153.

suisse ne connaît aucune règle spécifique pour les fonds souverains et les met sur un pied d'égalité avec les autres investisseurs étrangers.³⁵⁴

Les participations aux sociétés cotées des fonds souverains ont suscité des inquiétudes quant aux motivations sous-tendant ces investissements et, dès lors au comportement des fonds souverains en tant qu'actionnaires. Effectivement, en raison de leur lien étroit avec les gouvernements centraux, les participations des fonds souverains dans des sociétés cotées comportent, aux yeux des États destinataires, le risque que ces investissements constituent des outils stratégiques ou politiques pour influencer certains secteurs stratégiques (par exemple l'industrie des armes, de l'énergie ou le secteur financier).³⁵⁵ Sans entrer dans les détails, il convient de noter que le Conseil fédéral, après avoir observé activement les investissements des fonds souverains dans des sociétés suisses, considérerait le risque que représenterait un manque de transparence des fonds souverains comme plutôt limité en Suisse, dans la mesure où « *les infrastructures importantes sont largement aux mains des pouvoirs publics ou protégés d'une reprise par des investisseurs privés ou étrangers par des dispositions spéciales* ». ³⁵⁶

Du point de vue des bénéficiaires des fonds souverains, le risque d'une interférence politique est préoccupant dans la mesure où les fonds souverains ont, à l'instar des autres investisseurs institutionnels, le devoir fiduciaire d'agir exclusivement dans l'intérêt de leurs bénéficiaires.³⁵⁷ Il y a lieu de reconnaître que les fonds souverains n'ont pas une attitude unifiée vis-à-vis leur engagement actionnarial.³⁵⁸ Tandis que la plupart des fonds souverains restent des actionnaires passifs, certains d'entre eux poursuivent une stratégie d'investissement active, soit en acquérant des participations importantes, soit en faisant activement usage de leurs droits de vote, même en étant des actionnaires minoritaires.³⁵⁹ Aux fins de la présente étude, les fonds souverains constituent une catégorie d'investisseurs qui revêt un intérêt particulier parce

³⁵⁴ En janvier 2008, le Département fédéral de l'économie (DFE) avait communiqué qu'il entend observer attentivement l'évolution des SWFs, mais qu'il considérerait pour l'instant que la mise en œuvre d'un processus législatif à ce sujet n'était pas nécessaire ; DFE (2008).

³⁵⁵ Plus en détail sur le sujet de l'interférence des intérêts stratégiques et politiques dans les décisions d'investissement des fonds souverains et sur les différentes mesures prises par les États destinataires: O'BRIEN (2008), 1242 ; ROSE (2008), 101 ; SANDOR (2015), 954 *et seq.*

³⁵⁶ DFE (2008), 1.

³⁵⁷ Sur les devoirs fiduciaires des investisseurs institutionnels, voir *infra*, troisième partie, chapitre 1^{er}, section I. En ce qui concerne la nature particulière des bénéficiaires des fonds souverains, *infra*, troisième partie, chapitre 3, section II 4.

³⁵⁸ ROSE (2007), 139.

³⁵⁹ ROSE (2007), 139.

que certains d'entre eux se sont établis comme des actionnaires particulièrement actifs, notamment en matière d'investissements responsable (IR).³⁶⁰

B. Hedge funds

Les fonds spéculatifs, plus connus sous leur appellation anglaise *hedge funds*, sont des placements collectifs de capitaux qui bénéficient d'un cadre réglementaire plus souple et dont l'aversion aux risques est moins prononcée que pour les placements collectifs traditionnels.³⁶¹ En droit suisse, les *hedge funds* font partie de la catégorie des « autres fonds en investissements alternatifs », qui sont considérés, en vertu de l'art. 71 al. 1 LPCC, comme étant « des placements collectifs ouverts dont les investissements, la structure, les techniques de placement (ventes à découvert, emprunts, etc.) et les limitations en matière d'investissement présentent un profil de risque typique des placements alternatifs ». Aucun régime juridique particulier ne s'applique aux *hedge funds*.

Il n'existe pas de définition généralement admise des *hedge funds*, tant sur le plan suisse qu'international.³⁶² Nous pouvons néanmoins identifier un certain nombre d'éléments caractéristiques. Premièrement, l'objectif des *hedge funds* est de réaliser un rendement maximal et cela quelle que soit la situation du marché.³⁶³ À l'inverse des investisseurs institutionnels traditionnels, ils ne sont pas soumis à des contraintes d'investissement sur la répartition des risques et sont dès lors libres d'adopter des stratégies d'investissement que la doctrine qualifie parfois de « dynamiques »,³⁶⁴ voire « agressives ».³⁶⁵ Ces stratégies incluent des techniques d'investissement avec un effet levier, comme la vente à découvert ou le prêt de titres peu de temps avant l'assemblée générale. Afin de réaliser de gains en capitaux à court terme, les *hedge funds* acquièrent des participations dans des sociétés à problèmes afin de proposer des changements stratégiques ayant une influence positive sur le cours de l'action pour ensuite pouvoir revendre les participations à profit. En d'autres termes, la stratégie d'investissement des *hedge funds* diffère largement de celle des investisseurs institutionnels traditionnels dans la mesure où les *hedge funds* ne cherchent pas à diversifier les risques, mais à accroître leurs participations, ce qui les expose à des risques plus élevés.

³⁶⁰ Au sujet de l'IR, voir *infra*, troisième partie, chapitre 1^{er}, section IV.

³⁶¹ MAIZAR (2012), n 663.

³⁶² BRAV/JIANG/PARTNOY/THOMAS (2008a), 3 ; SENN, in: Heckendorn *et al.* (2010), 136 ; MAIZAR (2012), 88.

³⁶³ Cela signifie que le rendement positif reste l'objectif de placement des *hedge funds*, même lors d'une baisse des cours d'actions, d'obligations, de devises et d'autres marchés. NOBEL (2010), § 2 N 46 ; MAIZAR (2012), 89.

³⁶⁴ CHENAUX, in : Chabot (2013), 73.

³⁶⁵ ANABTAWI/STOUT (2008), 1279. Plus en détail sur les stratégies d'investissement des *hedge funds*, voir *infra* deuxième partie, chapitre 1^{er}, section II 4.

Deuxièmement, les portefeuilles de titres des *hedge funds* sont généralement moins diversifiés que ceux des investisseurs institutionnels traditionnels. Sur le plan économique, l'activisme actionnarial peut se révéler plus rationnel pour les *hedge funds* que pour les autres investisseurs institutionnels.³⁶⁶ S'y ajoute le fait que les *hedge funds* peuvent bloquer leurs placements sur plusieurs années, tandis que les investisseurs institutionnels traditionnels doivent répondre à des conditions de liquidité élevées.

Enfin, les *hedge funds* bénéficient d'une plus grande indépendance que les investisseurs institutionnels traditionnels et sont donc moins sujets à des conflits d'intérêts que ces derniers.³⁶⁷ Une autre particularité de l'activisme des *hedge funds* est leur engagement dans des *proxy fights* en vue d'obtenir le contrôle de la société ou au moins de pouvoir influencer directement la gestion.³⁶⁸ Ce phénomène est avant tout observé aux États-Unis. Cependant, les sociétés de l'Europe continentale ne sont pas à l'abri des prises de contrôle. Rappelons-nous, à titre d'exemple, les acquisitions des participations du *hedge fund* britannique *Laxey Partners* dans des grandes sociétés publiques suisses comme *Implemia*, *Saurer*, *Mach Hitech* et *Publigroupe*.³⁶⁹

À la lumière de ce qui précède, il apparaît que la démarche des *hedge funds* diffère considérablement de celle des investisseurs institutionnels traditionnels. BRAV, JIANG, PARTNOY et THOMAS résument parfaitement cette différence : contrairement aux investisseurs institutionnels traditionnels, les *hedge funds* disposent d'incitations financières très élevées pour faire croître la valeur actionnariale des sociétés figurant dans leurs portefeuilles, sans être confrontés aux barrières réglementaires et politiques qui freinent l'efficacité de l'engagement des investisseurs institutionnels traditionnels.³⁷⁰ Cela étant, l'activisme actionnarial des *hedge funds* soulève des questions juridiques qui dépassent la portée de notre thèse, étant donné que les *hedge funds* n'ont pas pour mission d'exercer leurs droits d'actionnaires dans une perspective à long terme. Il sera dès lors largement fait abstraction des *hedge funds* dans les chapitres qui suivent. Cependant, pour les besoins de la présente thèse, les *hedge*

³⁶⁶ Voir ANABTAWI/STOUT (2008), 1279.

³⁶⁷ CHABLOZ (2012), N 74; BRAV/JIANG/PARTNOY/THOMAS (2008a), 4.

³⁶⁸ CHABLOZ (2012), 73. Une réforme des règles de la SEC en 1992 facilitait les *proxy fights* et encourageait l'activisme des *hedge funds*, voir BRIGGS (2007), 686. Plus en détail sur le sujet des *proxy fights* en droit américain et en droit suisse, *infra* deuxième partie, chapitre 3, section I 3.

³⁶⁹ Voir CHENAUX, in : Chabot (2013), 70 ; en ce qui concerne la prise de participation de *Laxey Partners* dans la société *Implemia*, le Tribunal fédéral est parvenu à la conclusion qu'il s'agissait d'une violation des règles sur la publicité des participations, voir les arrêts du Tribunal fédéral 2C_77/2009 et 2C_78/2009 du 11 mars 2010. Pour un résumé complet de l'affaire *Laxey Partners* contre *Implemia*, voir SENN, in : Heckendorn Urscheler *et al.* (2010), 144 *et seq.*

³⁷⁰ Traduction par l'auteure. Version originale de BRAV/JIANG/PARTNOY/THOMAS (2008b), 1773: « *Unlike traditional institutional investors, hedge fund managers have very strong personal financial incentives to increase the value of their portfolio firms, and do not face the regulatory or political barriers that limit the effectiveness of these other investors.* ».

funds revêtent une certaine pertinence, dans la mesure où ils utilisent leurs droits de vote comme des instruments à court terme, soit avec une finalité qui s'oppose diamétralement à celle que l'on cherche à examiner dans le cadre de cette étude.

En ce qui concerne la situation du marché, les *hedge funds* ont gagné en importance en début des années 2000. Cependant, ils ont connu une forte baisse suite à la crise financière. Notons que le marché suisse ne joue qu'un rôle mineur pour les *hedge funds* et qu'aucun *hedge fund* n'est enregistré auprès des registres de commerce suisses.³⁷¹ En revanche, pour les fonds des *hedge funds*, c'est-à-dire des fonds qui s'occupent de la distribution du patrimoine de leurs clients sur les différents *hedge funds*, la Suisse représente un marché important.³⁷²

Section V Synthèse

Au terme de cet aperçu des investisseurs institutionnels, nous parvenons aux conclusions suivantes. Premièrement, le terme d'investisseur institutionnel soulève de nombreuses questions terminologiques. Si les différentes lois fédérales et ordonnances se réfèrent à plusieurs reprises aux termes « investisseurs institutionnels » ou « investisseurs qualifiés », il s'est avéré que ces notions ne peuvent pas être sorties de leur contexte réglementaire spécifique. En ce qui concerne le droit suisse, seul les LDII proposent une définition plus univoque du terme. Notre analyse nous a cependant permis d'identifier un certain nombre de traits communs aux investisseurs institutionnels et d'aboutir ainsi à une définition valable aux fins de la présente thèse : les investisseurs institutionnels sont des institutions financières qui agrègent des fonds pour les réinvestir au profit de tiers, mais en leur propre nom, dans des produits financiers divers et qui administrent ces fonds de manière professionnelle.

Deuxièmement, nous avons resitué les investisseurs institutionnels dans un contexte historique et économique plus large. À cet égard, il convient surtout de noter la croissance rapide du patrimoine en mains d'investisseurs institutionnels aux cours des trois dernières décennies. Les principales raisons de cet essor sont l'expansion du système de la prévoyance professionnelle, l'amélioration de l'infrastructure et l'augmentation de la liquidité sur les marchés de capitaux.

Troisièmement, ce chapitre a également permis de constater que les sociétés cotées suisses font état de structures actionnariales mixtes. Les investisseurs institutionnels sont présents dans toutes les sociétés cotées, mais, à cause de

³⁷¹ SENN, in: Heckendorn *et al.* (2010), 136.

³⁷² MAIZAR (2012), 90; voir également l'article "Hedge Funds fehlt es in der Schweiz an Fans" paru dans *Finanz & Wirtschaft* du 14 février 2019, disponible sur: www.fuw.ch/article/hedge-funds-fehlt-es-in-der-schweiz-an-fans/ (consulté le 18 octobre 2019).

leurs portefeuilles de titres diversifiés, ils ne se trouvent généralement pas en position de contrôle. On peut en déduire, de manière très générale, que le pouvoir d'influence des investisseurs institutionnels traditionnels découle principalement de leur potentiel d'investissement global et non pas de l'acquisition des positions de contrôle au sein des sociétés émettrices.

Deuxième partie :

L'intervention des investisseurs institutionnels

« The separation of ownership from ownership created by the emergence of institutional investors is further exacerbated by the willingness of institutional investors to defer to other agents ».

Justice Leo E. Strine, 2006

Introduction

En leur qualité d'actionnaires des sociétés publiques, les investisseurs institutionnels disposent d'un arsenal de moyens pour intervenir dans la prise de décisions, voire même dans la gestion des sociétés. L'intervention des investisseurs institutionnels est souvent associée au terme d'activisme actionnarial qui, au sens large, peut être perçu comme un catalyseur du changement au sein de la société.³⁷³

En leur qualité d'actionnaires des sociétés publiques, les investisseurs institutionnels disposent d'un arsenal de moyens pour intervenir dans la prise de décisions, voire même dans la gestion des sociétés. L'intervention des investisseurs institutionnels est souvent associée au terme d'activisme actionnarial qui, au sens large, peut être perçu comme un catalyseur du changement au sein de la société.³⁷⁴

La présente partie se propose d'examiner les mérites et les limites de l'intervention et de l'activisme des investisseurs institutionnels. Elle est divisée en quatre chapitres. Dans un premier temps, il s'avère nécessaire de s'interroger sur les justifications théoriques de l'activisme des investisseurs institutionnels et sur les enjeux que comporte le fonctionnement interne des sociétés. Le deuxième chapitre fournit une analyse positiviste des différents moyens formels et informels dont disposent les investisseurs institutionnels pour intervenir dans la prise de décisions sociales, alors que le troisième chapitre se propose d'éclaircir, au travers d'une brève étude de cas, le processus décisionnel et d'exercice des droits d'actionnaires au sein de quatre institutions différentes. Finalement, le quatrième chapitre examine de façon approfondie le rôle des agences de conseil de vote, désignées ici par leur dénomination anglaise *proxy advisors*, en abordant notamment la question de savoir dans quelle mesure le recours à leurs services permet de répondre aux déficits de gouvernance liés à l'intervention des investisseurs institutionnels.

³⁷³ Voir SULLIVAN/MACKENZIE, in : Sullivan *et al.* (2006), 152: « [s]hareholder activism occurs when shareholders use their unique power as the owners of companies to facilitate change ».

³⁷⁴ Voir SULLIVAN/MACKENZIE, in : Sullivan *et al.* (2006), 152: « [s]hareholder activism occurs when shareholders use their unique power as the owners of companies to facilitate change ».

Chapitre 1^{er} : Justifications et enjeux de l'intervention des investisseurs institutionnels

L'objectif de ce chapitre consiste à mettre en évidence les bénéfices et les coûts de l'influence exercée par les investisseurs institutionnels sur les sociétés publiques.

Section I Les fonctions macro-économiques et sociétales

Le fait que les investisseurs institutionnels détiennent la majorité des actions des sociétés cotées auprès des bourses du monde entier leur confère un rôle-clé dans l'économie mondiale. L'une des caractéristiques communes des investisseurs institutionnels est leur stratégie de diversifier les types d'actifs, avec pour conséquence que leur présence s'étend à toutes les classes d'actifs. Pour cette raison, les grands investisseurs, notamment les fonds souverains et les grandes caisses de pension, sont parfois considérés comme étant des propriétaires universels (*universal owners*),³⁷⁵ dont la performance du portefeuille de titres est directement liée à la performance de l'économie globale.³⁷⁶ Comme les investisseurs institutionnels représentent une source de financement considérable pour l'économie mondiale, leurs choix d'investissement peuvent avoir de profondes répercussions sur les conditions macro-économiques, sociales et environnementales.³⁷⁷ Vu sous cet angle, l'engagement actionnarial des investisseurs institutionnels ne vise pas simplement à optimiser le rendement de l'investissement, mais également à augmenter l'efficacité de l'allocation des ressources et à contribuer à la création de valeur et à la croissance économique globale.³⁷⁸ Telles sont les raisons qui ont poussé les différents législateurs et régulateurs, au cours de cette dernière quinzaine d'années, à s'intéresser davantage à l'impact des investisseurs institutionnels sur la gouvernance d'entreprise.³⁷⁹ Cette approche économique plus large se reflète également dans un rapport l'OCDE de 2014 portant sur l'engagement actionnarial des investisseurs institutionnels. Selon ce rapport, la

³⁷⁵ LYDENBERG (2007), 467; CAPPELLEN/URWIN (2012), 3; McNULTY/NORDBERG (2016), 347; RICHARDSON, *in*: Sjøfjell *et al.* (2015), 237 *et seq.*; NERI-CASTRACANE (2016), 26, en se référant à KIERNAN (2007), 478; voir également: UNCTAD (2011), 31, OCDE (2017), 24.

³⁷⁶ Sur la théorie de propriété universelle comme justification de l'investissement responsable, voir *infra*, troisième partie, chapitre 3, section I C.

³⁷⁷ Commission européenne, Resource Efficiency and Fiduciary Duties of Investors (2014), 12 ; sur l'investissement responsable, voir *infra*, troisième partie, chapitre 1, section IV.

³⁷⁸ En ce sens : CAPPELLEN/URWIN (2012), 3.

³⁷⁹ BIRON (2014), 821 ; NERI-CASTRACANE (2016), 26.

capacité des investisseurs d'allouer des ressources aux entreprises avec les meilleures perspectives d'avenir les incite à surveiller continuellement la performance des sociétés et à apporter des informations nouvelles à l'économie permettant d'améliorer l'allocation des ressources.³⁸⁰

En même temps, l'engagement actionnarial des investisseurs institutionnels doit s'inscrire dans une fonction sociétale plus large. L'augmentation du niveau de vie permet à une large partie de la population d'accéder aux marchés de capitaux, notamment par le biais des placements collectifs de capitaux. En raison de l'obligation de cotisation pour la prévoyance professionnelle, pratiquement tous les salariés doivent être considérés comme étant indirectement des actionnaires des sociétés cotées.³⁸¹ Par conséquent, une proportion plus importante encore de la population est affectée par l'engagement actionnarial des investisseurs institutionnels. Ce constat que la quasi-totalité de la population actuelle et future est touchée, par ricochet, par l'engagement actionnarial, vaut également pour le contexte des fonds souverains d'épargne. Partant de cette observation, on peut conclure que l'engagement actionnarial des investisseurs institutionnels doit viser à réaliser un bénéfice économique à long terme.

Section II La fonction de gouvernance

Dans la section relative aux fonctions du droit de vote des actionnaires, nous avons établi que la surveillance de l'agent est une fonction fondamentale du droit de vote, permettant aux actionnaires d'atténuer les risques d'opportunisme des membres de la direction et du conseil d'administration.³⁸² Eu égard aux ressources importantes des investisseurs institutionnels et le professionnalisme de leur gestion, ces entités représentent des candidats idéaux pour réduire les coûts d'agence au sein des sociétés cotées.

Initialement, la progression du patrimoine entre les mains d'investisseurs institutionnels était perçue comme une solution pour surmonter le problème de l'action collective des actionnaires, en grande partie responsable de la passivité

³⁸⁰ Traduction par l'auteure. Version originale de l'OCDE (2014a), 95: « *The market economy relies on shareholders to price and allocate capital among different business opportunities. Since the shareholders are assumed to have a self-interest in the return on capital that they provide, we trust that the shareholders also seek as much information as possible to identify those companies with the best future prospects. Since it is in their own interest, we also expect shareholders to continuously monitor corporate performance to see how well corporations actually use the capital they have been given. **If shareholders fulfil these functions, they carry out a socially beneficial role, since they bring new and unique information to the economy. This new information will improve the allocation of productive resources and make better use of those resources that are already employed. It is therefore the very basis for genuine value creation and economic growth*** ». (Mise en évidence par l'auteure).

³⁸¹ NERI-CASTRACANE (2016), 26.

³⁸² *Supra*, première partie, chapitre 1^{er}, section III et chapitre 2, section II 3.

des actionnaires.³⁸³ Le raisonnement sous-jacent étant que des participations accrues conduisent automatiquement à un potentiel d'influence plus élevé sur la direction et l'issue du vote de l'assemblée générale, ce qui permet de réduire le risque du *free riding*.³⁸⁴ En outre, grâce aux volumes de participations plus importants, les investisseurs institutionnels peuvent réaliser des économies d'échelle, étant donné que certains sujets de vote auront tendance à se répéter, ce qui est censé réduire les coûts liés à l'exercice.³⁸⁵

L'engagement actionnarial revêt une dimension d'autant plus importante que l'objectif des investisseurs institutionnels qui se prêtent au jeu de l'activisme n'est pas simplement d'accroître la valeur d'une société en particulier, mais plutôt, comme le note BIRON, « *de promouvoir certaines pratiques de gouvernance jugées optimales afin d'améliorer les comportements de l'ensemble des sociétés afin d'accroître la valeur de l'ensemble de leur portefeuille à long terme* ». ³⁸⁶ Dans cette perspective, le droit de vote et les autres moyens pour exercer une influence des investisseurs institutionnels ne constituent pas seulement un moyen permettant de participer à la prise de décisions sociales, mais doivent être considérés comme des actifs financier ayant une valeur économique propre.³⁸⁷

Malgré la valeur apparente de l'engagement actionnarial, il subsiste le risque que les investisseurs ne se voient pas suffisamment incités à s'impliquer ou qu'ils s'engagent dans une forme d'activisme qui repose sur des incitatifs inadaptés. La justification de l'engagement actionnarial comme mécanisme de gouvernance dépend ainsi essentiellement des incitatifs des investisseurs institutionnels. Telle est également l'observation de FISCH, pour qui « *the feasibility of improving corporate decision-making through shareholder empowerment depends critically on the actions and incentives of those empowered shareholders* ». ³⁸⁸ Il convient ainsi d'engager une réflexion critique au sujet des motivations sous-jacentes de l'activisme des investisseurs institutionnels, afin de déterminer si, et dans quelle mesure, leur comportement contribue réellement au contrôle de la gestion et, de ce fait, à la réduction des coûts d'agence dans les sociétés publiques. Nous proposons à cet effet de mettre en exergue certains aspects critiques que soulève l'activisme des investisseurs et d'évaluer leur impact sur la capacité des investisseurs institutionnels à contrôler les organes dirigeants des sociétés publiques.

³⁸³ SCHMOLKE (2007), 707; EDELMAN/THOMAS/THOMPSON (2014), 127; RICHARDSON, *in*: Sjøfjell *et al.* (2015), 249.

³⁸⁴ BLACK (1990), 576.

³⁸⁵ BLACK (1990), 589; KAHAN/ROCK (2007), 1048 et 1057; SCHMOLKE (2007), 708.

³⁸⁶ BIRON (2014), 831.

³⁸⁷ MALLIN (2013), 367.

³⁸⁸ FISCH (2010), 879.

1. Les conflits d'agence des investisseurs institutionnels

L'inquiétude relative à l'activisme des investisseurs institutionnels se situe d'abord et avant tout au niveau des institutions elles-mêmes. Tout comme les organes dirigeants des sociétés cotées, les gestionnaires des institutions agissent à titre d'agents des investisseurs ou bénéficiaires des fonds qu'ils administrent et risquent ainsi de poursuivre leurs propres intérêts.³⁸⁹ Autrement dit, les investisseurs institutionnels sont naturellement exposés à des risques de conflits d'intérêts.

Ainsi que l'observent EDELMAN, THOMAS et THOMPSON, les conflits d'agence des investisseurs institutionnels sont inhérents à la nature d'intermédiaires des institutions: « [t]hese institutions are usually intermediaries: they hold title to the stock, but the person who will gain or lose from the governance decisions relating to the corporation is a beneficiary ».³⁹⁰ Il en ressort que, avec la progression de l'actionnariat institutionnel, le phénomène décrit dans les années 1930 par BERLE et MEANS comme la séparation de la propriété du contrôle (*separation of ownership from control*) est porté au niveau suivant, que RODRIGUES a dénommé comme « la séparation entre propriété et propriété » (*separation of ownership from ownership*).³⁹¹ En investissant dans un fonds, l'investisseur « initial » ou « final » participe à l'évolution économique du portefeuille, mais il ne reste que l'ayant droit économique ou, pour reprendre les mots de GERICKE et BAUM, « l'actionnaire matériel ».³⁹² Le propriétaire, donc l'actionnaire formel, est le véhicule de placement qui détient collectivement les papiers-valeurs des investisseurs finaux. Sachant que les véhicules de placement ne disposent pas d'une intelligence propre, la gestion du fonds, y compris l'exercice des droits rattachés à la qualité d'actionnaire, est confiée à des tiers qui doivent agir exclusivement dans l'intérêt des investisseurs finaux.³⁹³ Par conséquent, comme le présentent schématiquement GERICKE et BAUM, le processus de prise de décision dans l'investissement institutionnel se répartit entre trois parties dont les intérêts peuvent diverger :

- le véhicule de placement est l'actionnaire et donc le titulaire des droits de vote ;
- l'investisseur final (ou le bénéficiaire final de l'investissement) supporte les risques liés à l'investissement en actions dans la mesure où il est l'ayant droit économique ;

³⁸⁹ ROCK (1991), 473 ; BIRON (2014), 832 ; voir également OCDE (2014a), 104.

³⁹⁰ EDELMAN/THOMAS/THOMPSON (2014), 127.

³⁹¹ RODRIGUES (2011), 1826.

³⁹² GERICKE/BAUM (2014), 347.

³⁹³ EDELMAN/THOMAS/THOMPSON (2014), 127 ; GERICKE/BAUM (2014), 347.

- le gestionnaire du fonds exerce les droits rattachés à la qualité d'actionnaire du fonds.

Force est de constater que les conflits d'agence surgissent d'une dissociation entre la propriété économique et le pouvoir de prise de décisions avec la conséquence que des coûts d'agence découlent d'une interventionnisme plus marqué. En défendant l'idée qu'une intervention accrue des actionnaires contribue à diminuer les coûts d'agence, il faut en même temps garder à l'esprit que des conflits d'agence affectent également les investisseurs institutionnels, soit la catégorie d'actionnaire la plus importante.

Vu le fonctionnement des investisseurs institutionnels, ces conflits d'agence ne pourront pas être supprimés entièrement. Comme le précise notamment FISCH, la complexité et la diversité d'intérêts au sein des investisseurs peuvent mettre à l'épreuve leurs incitatifs à maximiser la valeur des sociétés dans lesquelles ils sont investis.³⁹⁴ En outre, en pratique, il s'avère que la présence d'autres acteurs prolonge cette chaîne d'intermédiation en accentuant ainsi les risques de conflits d'agence. On citera notamment les fonds de fonds, ainsi que les conseillers externes (par exemple les agences de conseil de vote).³⁹⁵

Un premier paramètre pour évaluer la pertinence de l'engagement des investisseurs institutionnels consiste dès lors à déterminer dans quelle mesure les intérêts des intermédiaires convergent avec ceux des bénéficiaires. Nous pouvons en outre supposer que plus la chaîne d'intermédiaires est longue, plus la personne qui est habilitée à prendre les décisions aura des difficultés à identifier l'intérêt des investisseurs finaux.

2. La transparence relative aux rapports de contrôle

Considérant la longue chaîne d'intermédiaires, il est souvent difficile de savoir qui se trouve derrière les décisions d'investissement et de vote. Afin de garantir une certaine transparence aux participants du marché quant aux rapports de contrôle effectif au sein des sociétés cotées, le droit boursier prévoit des obligations de déclarer les participations lorsqu'elles franchissent certaines valeurs seuils.³⁹⁶

³⁹⁴ Traduction par l'auteure. Version originale de FISCH (2010), 887: « *Institutional intermediaries and their decision-makers hold a variety of complex economic interests that challenge their incentive to maximize firm value* »; dans le même sens: EDELMAN/THOMAS/THOMPSON (2014), 142.

³⁹⁵ EDELMAN/THOMAS/THOMPSON (2014), 132 ; GERICKE/BAUM (2014), 348 ; en profondeur sur les agences de conseil de vote (*proxy advisors*) voir *infra* deuxième partie, chapitre 4.

³⁹⁶ KUNZ, *in*: Vogt *et al.* (2008), 236; TSCHÄNI, *in*: Tschäni (2004), 195; Message du Conseil fédéral concernant la loi sur l'infrastructure des marchés financiers du 3 septembre 2014, FF 7334.

Jusqu'à l'entrée en vigueur de la Loi sur l'infrastructure des marchés financiers (LIMF) le 1^{er} janvier 2016,³⁹⁷ les gestionnaires de fonds n'étaient pas tenus d'annoncer le pouvoir de vote du fonds auprès du marché, ce qui empêchait les participants au marché de savoir qui se trouvait effectivement derrière la prise de décisions de vote. Sous l'ancien régime, seul l'ayant droit économique était visé par l'obligation de déclarer.³⁹⁸ Dans des configurations de placements collectifs de capitaux, l'obligation d'annonce était fondée sur l'art. 9 al. 2 de l'Ordonnance de la FINMA sur les bourses (OBVM-FINMA).³⁹⁹ Cette disposition, établie dans le cadre de la délégation de compétences à la FINMA (art. 20 al. 5 LBVM), exigeait que toute personne détenant des participations « *pour le compte de plusieurs ayants droits économiques indépendants* » et pour lesquelles elle « *dispose des droits de vote correspondants* » soit également soumise à l'obligation d'annonce si elle franchit un des seuils d'annonce fixés à l'art. 20 al. 1 LBVM. Selon ce système, l'obligation d'annonce du gestionnaire de fonds s'ajoutait à l'obligation d'annonce du client (c'est-à-dire de l'ayant droit économique).⁴⁰⁰

L'extension du champ d'application de l'obligation d'annonce aux gestionnaires de fonds avait été remise en cause par la jurisprudence du Tribunal fédéral. Dans un arrêt de principe datant du 29 juillet 2013, le Tribunal fédéral a retenu que la FINMA a dépassé les compétences réglementaires que le législateur lui avait déléguées. L'art. 9 al. 2 OBVM-FINMA était en réalité dépourvu de base légale et ne pouvait donc pas fonder une obligation d'annonce des positions détenues pour le compte de tiers.⁴⁰¹ Selon la jurisprudence de la haute Cour, l'obligation d'annonce appartient à l'ayant droit économique et ne peut pas être fondée sur base de la seule détention de droits de vote.⁴⁰² À cet égard, « *il importe peu de savoir qui [...] exerce effectivement les*

³⁹⁷ Loi fédérale sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés du 19 juin 2015 (RS. 958.1).

³⁹⁸ Selon l'ancien art. 20 al. 1 LBVM, quiconque, directement, indirectement ou de concert avec des tiers, acquiert ou aliène, *pour son propre compte*, des titres ou des droits concernant l'acquisition ou l'aliénation de titres et qui atteint ou franchit, vers le haut ou vers le bas, certains seuils de participation (de 3%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 33,33 %, 50%, et 66,33% des droits de vote, exerçables ou non, de la société en question) dans une société ayant son siège en Suisse et dont au moins une partie des titres sont cotés en Suisse ou dans une société ayant son siège à l'étranger et dont au moins une partie des titres sont cotés en Suisse à titre principal, doit déclarer sa participation à l'émetteur concerné ainsi qu'aux bourses auprès desquelles les titres sont cotés.

³⁹⁹ L'OBVM-FINMA a été abrogée le 1^{er} janvier 2016.

⁴⁰⁰ IFFLAND/HERZOG (2015), 228; WEBER, BSK-BEHG, art. 20 N 147.

⁴⁰¹ Arrêt du Tribunal fédéral 2C_98/2013 du 29 juillet 2013.

⁴⁰² En droit boursier, la notion d'ayant droit économique fait l'objet d'une interprétation autonome. Est considéré comme ayant droit économique dans la perspective de la publicité des participations quiconque contrôle les droits de vote découlant d'une participation soumise à l'obligation de déclarer et supporte le risque économique de la participation, notamment parce qu'il est le propriétaire direct des titres de participation ou parce qu'il les détient indirectement par le biais de personnes morales directement ou indirectement contrôlées. Voir Arrêt du Tribunal fédéral 2 C_98/2013 du 29 juillet 2013, consid. 5.2; GOTSCHÉV (2005), 104.

droits de vote liés à ces participations et peut ainsi influencer la gestion de l'entreprise ». ⁴⁰³ Dans le considérant relatif à l'étendue de l'obligation de l'ancien art. 20 al. 1 LBVM, le Tribunal fédéral souligna que l'art. 20 al. 1 LBVM « ne prévoit pas d'obligation de déclarer pour les personnes qui détiennent des participations pour le compte de tiers dans le cadre, par exemple, d'un mandat de gestion ». ⁴⁰⁴ Le Tribunal fédéral précisa en outre : « [s'] agissant du gérant de fortune, on relèvera qu'il ne supporte pas les risques économiques des participations qu'il acquiert ou aliène pour le compte de ses clients. Ce sont ces derniers qui doivent par conséquent être considérés comme les ayants droits économiques des dites participations ». ⁴⁰⁵

Au vu des structures complexes de certains placements collectifs, la distinction entre les participations qu'un fonds détient pour son propre compte et celles qu'il détient pour le compte de tiers est souvent délicate. En réponse à l'arrêt du Tribunal fédéral, l'Instance pour la publicité des participations de la SIX (IPP) considère que l'obligation d'annonce incombe à l'entité qui détient la propriété juridique des actifs du fonds pour le compte des porteurs de parts, respectivement au groupe financier qui contrôle cette entité. ⁴⁰⁶ Ainsi, lorsque les groupes financiers gèrent les actifs sans exercer de contrôle sur l'entité qui détient la propriété juridique de ses actifs, les positions doivent être considérées comme détenues pour le compte de tiers et donc être dissociées de celles du groupe financier. ⁴⁰⁷

Étant donné qu'un gestionnaire de fonds ne supporte pas les risques économiques de l'acquisition ou l'aliénation de titres de participation pour le compte de ses clients, ce sont les clients qui revêtent la qualité d'ayants droits économiques des titres en question. La société de gestion de fonds qui détient les participations pour le compte de ses clients n'est pas non plus soumise à l'obligation de déclaration lorsqu'elle exerce *de facto* les droits de vote attachés à

⁴⁰³ Arrêt du Tribunal fédéral 2 C_98/2013 du 29 juillet 2013, consid. 5.2.

⁴⁰⁴ Arrêt du Tribunal fédéral 2C_98/2013 du 29 juillet 2013, consid. 6.2.

⁴⁰⁵ Arrêt du Tribunal fédéral 2C_98/2013 du 29 juillet 2013, consid. 6.3. Ces conclusions du Tribunal fédéral ont rendu également obsolètes d'autres dispositions de l'OBVM-FINMA prévoyant une obligation d'annonce basée sur la détention de droits de vote. Ainsi, l'art. 9 al. 3 lit. d OBVM-FINMA disposant que « tout [...] procédé qui [...] peut conférer le droit de vote sur les titres de participation, à l'exception des procurations conférées exclusivement à des fins de représentation à une assemblée générale » devait être considéré comme insuffisant pour justifier le devoir d'annonce, voir : Arrêt du Tribunal fédéral 2C_98/2013 du 29 juillet 2013, consid. 6.6 ; IFFLAND/HERZOG (2015), 233 et seq. En application de la jurisprudence du TF, l'IPP considère que la personne ou l'entité soumise à l'obligation d'annonce doit non seulement être en mesure d'exercer le droit de vote, mais doit en plus remplir les conditions de l'ayant droit économique de l'art. 20 al. 1 LBVM. La même analyse s'impose selon IFFLAND/HERZOG (2015), 234 pour ce qui concerne l'art. 10 al. 2 lit. b OBVM-FINMA et selon GERICKE/KUHN (2014), 99, en ce qui concerne l'art. 17 al. 1 OBVM-FINMA.

⁴⁰⁶ Recommandation de l'IPP de la SIX Swiss Exchange du 28 février 2014 concernant une requête en décision préalable au sens de l'art. 20 OBVM-FINMA (non publiée à ce jour), § 44, voir IFFLAND/HERZOG (2015), 234.

⁴⁰⁷ IFFLAND/HERZOG (2014), 231 et seq.

ces titres et influence de ce fait la prise de décisions et, par conséquent, la gestion de la société.⁴⁰⁸

Si les conclusions du Tribunal fédéral dans l'arrêt 2C_98/2013 n'ont pas conduit à l'abrogation formelle de l'art. 9 al. 2 OBVM-FINMA, elles ont produit, dans les faits, les effets d'une annulation,⁴⁰⁹ dans la mesure où elles ont limité le champ d'application de l'obligation de déclarer les participations boursières à l'ayant droit économique. Par conséquent, ni le groupe financier qui contrôle l'entité juridique détenant la propriété civile des actifs du fonds, ni le gestionnaire du fonds ne sont soumis à l'obligation d'annonce prévue par le droit boursier.⁴¹⁰ Comme l'exposent GERICKE et KUHN, du point de vue du marché et des investisseurs, il est plus important de savoir qui participe dans quelle mesure dans les sociétés et qui a potentiellement le pouvoir d'influencer la prise de décisions que de savoir qui subit en fin de compte les conséquences économiques de la participation.⁴¹¹ L'arrêt 2C_98/2013 fût l'occasion, pour le Tribunal fédéral, de rappeler que le principe de légalité (art. 5 al. 1 Cst.), ainsi que les limites de la délégation de compétences (art. 164 al. 2 Cst.) doivent également être respectés en matière de droit des marchés de capitaux⁴¹² et qu'il appartient à la FINMA et aux instances de publicité de participations des bourses de limiter leurs exigences au cadre légal.

L'entrée en vigueur de la LIMF en 2016 a remédié aux déficiences du régime de publicité de participations en créant une base légale qui étend l'obligation de déclarer aux tiers autorisés par l'ayant droit économique à exercer librement les droits de vote (art. 120 al. 3 LIMF). Ainsi, sous le nouveau régime, au-delà des ayants droits économiques, les tiers auxquels les droits de vote ont été transmis par l'ayant droit économique en vue de leur libre exercice sont soumis à l'obligation de déclarer.⁴¹³ En revanche, les intermédiaires financiers, par exemple les banques effectuant une transaction boursière ou gérant des titres qu'elles gardent en dépôt ou encore des gestionnaires de fortune classiques qui choisissent un placement, n'entrent toujours pas dans le champ d'application de l'obligation de déclarer, tant qu'ils ne sont pas autorisés à exercer le droit de

⁴⁰⁸ GERICKE/KUHN (2014), 93.

⁴⁰⁹ GERICKE/KUHN (2014), 102. Il appartient en effet à l'autorité compétente, soit à la FINMA, d'abroger formellement la disposition en question. L'OBVM-FINMA avait été abrogée le 1^{er} janvier 2016.

⁴¹⁰ Cet état de fait s'opposait à la *ratio legis* de l'obligation de déclarer de l'ancien art. 20 LBVM, à savoir de garantir au marché et aux investisseurs, une certaine transparence quant aux rapports de force dans les sociétés émettrices ; KUNZ, *in* : Vogt *et al.* (2008), 236; Tschäni *in*: Tschäni (2004), 195.

⁴¹¹ GERICKE/KUHN (2014), 98.

⁴¹² De nombreux auteurs critiquaient la tendance du droit des marchés de capitaux de ne réglementer uniquement les principes de base de la matière dans des lois-cadres et de laisser une marge de manœuvre trop importante pour la concrétisation au niveau des ordonnances. Voir notamment BÜHLER (2014), 26; GERICKE *in*: von der Crone *et al.* (2004), 360; GERICKE/KUHN (2014), 102; IFFLAND/HERZOG (2015), 236 ss.

⁴¹³ NOBEL (2017), §8 – N 122.

vote de façon autonome (art. 120 al. 2 LIMF).⁴¹⁴ Lors de la procédure de consultation, la mise en œuvre de la nouvelle réglementation avait suscité des interrogations auprès des milieux intéressés, notamment parce que la liberté de décision dans l'exercice des droits de vote est en pratique difficilement mesurable.⁴¹⁵ Afin de répondre aux critiques exprimées, l'art. 10 al. 2 OIMF-FINMA permet de choisir entre une déclaration de la personne disposant effectivement du libre exercice des droits de vote ou une déclaration consolidée effectuée par « *le dernier maillon de la chaîne* ». ⁴¹⁶ Dans cette dernière hypothèse, le groupe devra déterminer si un des seuils de l'art. 120 al. 1 LIMF a été franchi en calculant les droits de vote sur une base consolidée. En même temps, la personne autorisée à exercer librement les droits de vote est exemptée de le faire et le groupe est tenu d'indiquer qu'il a opté pour le système de la déclaration consolidée (art. 22 al. 2 let. a ch. 2 OIMF-FINMA).

Le nouveau régime de l'obligation de déclarer améliore nettement la transparence sur le marché, dans la mesure où l'art. 10 al. 2 OIMF-FINMA vise à éviter une double déclaration des participations (par la personne qui dispose librement de l'exercice des droits de vote et par la personne la contrôlant). En outre, grâce à l'obligation d'indication supplémentaire de la déclaration consolidée, le marché bénéficie d'une vue plus claire quant à l'identité du détenteur effectif des droits de vote.

3. L'apathie rationnelle des investisseurs institutionnels

A. Les coûts de l'activisme actionnarial

Les cas d'étude dans le troisième chapitre de cette partie dévoileront à quel point l'exercice d'une surveillance continue et efficace des sociétés de portefeuille requiert des moyens financiers et humains considérables pour les investisseurs institutionnels.⁴¹⁷ Or, comme déjà évoqué plus haut, un investisseur économiquement rationnel va s'astreindre à une attitude active seulement si les bénéfices qui en résultent dépassent les dépenses engagées.⁴¹⁸ Lorsque la participation au capital-actions est relativement faible et les coûts liés à l'exercice des droits d'actionnaires élevés, il se peut que l'engagement

⁴¹⁴ Message du Conseil fédéral concernant la loi sur l'infrastructure des marchés financiers du 3 septembre 2014, FF 7335.

⁴¹⁵ Voir les prises de positions des personnes et institutions ayant participé à l'audition de la FINMA : FINMA, Rapport sur l'audition relative au projet d'OIMF-FINMA (2015), 21 *et seq.*

⁴¹⁶ LEPORI (2017).

⁴¹⁷ *Infra*, deuxième partie, chapitre 3.

⁴¹⁸ *Supra*, première partie, chapitre 2, section I 1 ; ROCK (1991), 455 ; BLACK (1992), 873 ; CHENAUX, *in* : Chabot (2013), 66 ; JOHNSTON (2009), 43.

actionnarial ne soit pas justifié sur le plan économique. Certains investisseurs institutionnels se montrent par ailleurs réticents quant à l'exercice de leurs droits d'actionnaires parce que les coûts y associés peuvent être difficilement conciliables avec l'ambition de garder les coûts de gestion bas.⁴¹⁹ Effectivement, les exigences de diversification et de liquidité imposées aux fonds et institutions dans l'objectif de satisfaire à leur obligation de diligence envers les bénéficiaires, peuvent mettre un frein supplémentaire à l'activisme actionnarial.

En outre, à l'instar de la situation des petits actionnaires individuels, le problème de l'action collective contribue à exacerber une attitude passive. Comme le relève notamment ROCK, bien que les gestionnaires bénéficient collectivement d'un contrôle des sociétés émettrices, il peut être plus rationnel pour un gestionnaire d'actifs pris individuellement de ne pas assumer les charges de l'exercice d'un tel contrôle, mais de profiter, le cas échéant, de l'activisme des autres investisseurs.⁴²⁰ Il s'ensuit logiquement qu'un degré élevé de diversification du portefeuille augmente les coûts d'information et de transaction et, en fin de compte, intensifie le problème de l'action collective.⁴²¹

Enfin, une des leçons que nous pouvons tirer du fait que le problème de l'action collective affecte également les investisseurs institutionnels est que les mesures normatives ne parviendront pas à éliminer entièrement les coûts d'agence et qu'il est donc nécessaire de prévoir des mécanismes incitatifs pour favoriser l'engagement actionnarial.

B. La passivité inhérente au modèle commercial

La passivité de certains investisseurs s'explique par le modèle commercial sur lequel ils sont fondés. Il en va ainsi pour les fonds dits « indiciels » (*index funds*), à savoir des fonds d'investissement dont les gestionnaires ne composent pas les portefeuilles de manière active, mais simplement en dupliquant un indice boursier prédéfini. Pour les fonds indiciels, les décisions d'acquérir ou d'aliéner certains titres résultent donc automatiquement d'une modification de l'indice boursier.⁴²² Le mode de composition varie d'un indice à l'autre, mais ce qui est décisif, c'est l'absence d'évaluation préalable dans l'investissement des gestionnaires d'actifs.

⁴¹⁹ BIRON (2014), 833; EDELMAN/THOMAS/THOMPSON (2014), 133; OCDE (2014a), 103 *et seq.*

⁴²⁰ Traduction par l'auteure. Version originale ROCK (1991), 472: « *If one assumes, that money managers or a subset of money managers are collectively better off when corporate management is disciplined, but that [...] it is not rational for any individual money manager to assume the burden of disciplining, then the collective action problem reemerges [...]* »; dans le même sens: SCHMOLKE (2007), 720; EDELMAN/THOMAS/THOMPSON (2014), 834; GERICKE/BAUM (2014), 349.

⁴²¹ En ce sens: EASTERBROOK/FISCHEL (1991), 25: « [...] *when shares are widely traded, no one has the right incentive to gather information and make optimal decisions* ».

⁴²² OCDE (2014a), 106 ; BUCHTER (2015), 21 *et seq.*

En évitant l'évaluation humaine dans la sélection des titres du portefeuille, les fonds indiciels sont en mesure de simplifier le processus d'investissement et, par conséquent, de réduire considérablement les coûts de gestion, d'où l'appellation de *low cost funds*.⁴²³ Le revers de la médaille, toutefois, est leur inadaptation totale à assurer une fonction de contrôle de la gestion des sociétés dont ils détiennent des actions.⁴²⁴ La passivité des fonds indiciels est renforcée par l'absence d'incitatifs financiers des gestionnaires, étant donné qu'historiquement leur rémunération était essentiellement fondée sur leur gestion (*management fees*) et non pas sur leur performance (*performance fees*).⁴²⁵ CHENAUX, conclut à ce propos qu'« [i]l était plus tentant pour [les gestionnaires] de réduire les coûts d'agence en dupliquant un indice que d'augmenter leur contrôle sur le management sans assurance de rendement ». ⁴²⁶ En tout état de cause, le modèle commercial des fonds indiciels les enferme dans les barrières d'un portefeuille prédéfini, excluant ainsi toute motivation à s'engager dans une forme d'activisme actionnarial.

En conclusion, même si l'on pourrait croire de prime abord qu'il est dans l'intérêt des investisseurs institutionnels de surveiller les sociétés cotées et qu'ils sont en principe mieux adaptés que les actionnaires individuels pour jouer ce rôle, il apparaît que les coûts y associés peuvent parfois être rédhibitoires.

4. L'activisme agressif des *hedge funds*

L'ambition de garantir un contrôle efficace à la gestion des sociétés émettrices dans l'objectif d'accroître la valeur de l'ensemble du portefeuille à long terme n'est pas partagée par tous les investisseurs institutionnels. Plusieurs d'entre eux, en particulier des *hedge funds* et dans une moindre mesure aussi les *private equity funds*, sont tombés dans le discrédit du fait qu'ils poursuivent des stratégies d'investissement avec un horizon de placement à court terme.⁴²⁷ Moins exposés aux contraintes réglementaires que les investisseurs institutionnels traditionnels (notamment en ce qui concerne les exigences de diversification et de liquidité) et aux conflits d'intérêts,⁴²⁸ les *hedge fund*

⁴²³ RODRIGUES (2011), 1832.

⁴²⁴ RUFFNER (2000), 440 ; RODRIGUES (2011), 1831 *et seq* ; CHENAUX, *in* : Chabot (2013), 71.

⁴²⁵ ROCK (1991), 474 ; SCHMOLKE (2007), 720 ; CHENAUX, *in* : Chabot (2013), 71 ; EDELMANN/THOMAS/THOMPSON (2014), 135.

⁴²⁶ CHENAUX, *in* : Chabot (2013), 71 ; voir également MAIZAR (2012), 146.

⁴²⁷ Voir notamment KAHAN/ROCK (2007), 1083 et RODRIGUES (2011), 1833 qui qualifient les *hedge funds* comme étant les archétypes des investisseurs orientés vers le court terme. En ce qui concerne le débat politique sur les effets nuisibles de l'activité des investisseurs financiers (organisés surtout sous forme de *private equity* ou de *hedge funds*), voir le Message du Conseil fédéral concernant la modification du code des obligations (Droit de la société anonyme) du 23 novembre 2016, FF 2017 FF 391.

⁴²⁸ MAIZAR (2012), 142 et 160 ; CHABLOZ (2012), N 72 ; CHENAUX, *in* : Chabot (2013), 73 ; *supra*, première partie, chapitre IV 2 B.

disposent en principe de meilleurs incitatifs pour jouer le rôle d'actionnaires activistes. Alors que la diversification constitue un des principaux obstacles à l'activisme des investisseurs institutionnels traditionnels,⁴²⁹ la démarche des *hedge funds* s'inscrit dans une logique opposée : au lieu de diversifier leurs placements, ils visent plutôt à accumuler des positions plus importantes afin d'influencer directement la gestion de la société, par exemple en entamant une bataille de procurations (*proxy fight*) avec le conseil d'administration ou en exerçant une pression sur la direction pour que la société procède à une opération de restructuration ou change sa stratégie.⁴³⁰ Voilà pourquoi l'activisme des *hedge funds* peut être considéré comme une forme agressive de l'activisme actionnarial.⁴³¹

La vision à court terme des *hedge funds* se concrétise à deux niveaux. Premièrement, par une quête de rendement absolu qui encourage les gestionnaires à adopter des stratégies d'investissement individualisées afin de maximiser les bénéfices de leurs clients. Cela s'explique avant tout par le fait que, à la différence des gestionnaires de fonds traditionnels, la rémunération des gestionnaires des *hedge funds* est axée sur le résultat.⁴³² En outre, il faut savoir que certains gestionnaires de *hedge funds* investissent également leur propre fortune dans le fonds.⁴³³

Deuxièmement, les *hedge funds* cherchent à optimiser le rendement de leurs investissements en adoptant un comportement agressif en ce qui concerne l'orientation stratégique et les prises de contrôle. À cet effet, et c'est là que réside le principal danger, les *hedge funds* n'hésitent pas à recourir à des instruments financiers complexes destinés à leur procurer des voix supplémentaires, sans devoir assumer la totalité du risque économique. Il ne s'agit pas de fournir ici une description détaillée de ces techniques d'investissements qui peuvent être complexes et variées, mais d'attirer l'attention sur le fait qu'elles ont pour dénominateur commun de dissocier la propriété juridique des actions du risque économique. La forme la plus extrême de séparation entre la propriété juridique et le risque économique est la pratique dite de l'*empty voting*. Assimilable, selon CHENAUX, à un achat de voix,⁴³⁴ l'*empty voting* décrit la démarche par laquelle l'investisseur minimise le risque économique associé à sa participation sans devoir en supporter les risques financiers, en recourant à des produits dérivés ou à des prêts de titres.⁴³⁵ L'*empty voting* peut prendre la forme des stratégies diverses. Ainsi, en pratiquant le *hidden ownership*, le fonds attend le moment

⁴²⁹ *Supra*, première partie, chapitre 3, section IV 1 A d (en ce qui concerne les institutions de prévoyance) et première partie, chapitre 3, section IV B (en ce qui concerne les placements collectifs de capitaux).

⁴³⁰ CHABLOZ (2012), N 73; KAHAN/ROCK (2007), 1024; ANABTAWI/STOUT (2008), 1279.

⁴³¹ ANABTAWI/STOUT (2008), 1279.

⁴³² KAHAN/ROCK (2007), 1064; SCHMOLKE (2007), 724; CHENAUX, *in*: Chabot (2013), 73 *et seq.*

⁴³³ SCHMOLKE (2007), 724.

⁴³⁴ CHENAUX, *in*: Chabot (2013), 74.

⁴³⁵ HU/BLACK (2006), 811; RODRIGUES (2011), 1829.

opportun pour acquérir les droits sur les titres et cherche ainsi à garder le cours des actions bas, afin de placer les titres provisoirement moyennant des *call options*, des *contracts for differences* ou des *empty swaps*. Inversement, dans le *morphable ownership* (également désigné *exaggerating ownership*), le fonds s'emploie à faire état d'une participation plus importante qu'elle est en réalité, afin d'influencer l'opinion publique ou tout investisseur concurrent. Dans ce cas, le fonds recourt à des techniques comme les *call spread warrants* ou le prêt des titres (*securities lending*).⁴³⁶

Quelles que soient les modalités de la stratégie d'investissement, force est de constater qu'elles créent un intérêt paradoxal à ce que la valeur des actions baisse. La conséquence en est une approche opportuniste dans l'exercice des droits de vote qui ne vise plus à maximiser la valeur actionnariale, ce qui remet fondamentalement en cause la justification du droit de vote des actionnaires.⁴³⁷

Avant d'entrer dans le vif du sujet, considérons l'exemple d'une tentative d'acquisition infructueuse du London Stock Exchange (LSE) par la Deutsche Börse (DB). Ce cas de figure, analysé en profondeur par KAHAN et ROCK,⁴³⁸ permet d'illustrer les effets de l'activisme agressif sur les intérêts des autres actionnaires à ce que la valeur de la société croisse dans le long terme. Au printemps 2005, l'assemblée générale de la DB était invitée à donner suite à la proposition du conseil d'administration d'acquérir LSE. Au motif que le projet d'acquisition « *était motivé par la folie des grands* », ⁴³⁹ le *hedge fund* Children's Investment Fund Foundation, actionnaire minoritaire de la DB, a essayé de déjouer l'acquisition en proposant de distribuer les réserves aux actionnaires au lieu de l'acquisition, une proposition qui est restée sans succès. Cela étant, sur pression du Children's Investment Fund Foundation, la DB a fini par distribuer un dividende important aux actionnaires ; elle a aussi remplacé son CEO et certains des membres de son conseil d'administration. La doctrine demeure partagée quant aux effets à long terme de cette affaire sur le comportement des actionnaires. Dans leur analyse, KAHAN et ROCK laissent ouverte la question de savoir si le projet d'acquisition de LSE aurait effectivement été bénéfique pour les actionnaires de la DB. Ils utilisent ce cas de figure pour mettre en exergue l'importance de l'activisme des *hedge funds*.⁴⁴⁰ BRIGGS, de son côté, conclut de façon plus prudente que l'heure n'est pas encore venue pour dire avec certitude

⁴³⁶ CHENAUX, *in* : Chabot (2013), 74 *et seq.*

⁴³⁷ EDELMAN/THOMAS/THOMPSON (2014), 147; voir également ANABTAWI/STOUT (2008), 1292.

⁴³⁸ KAHAN/ROCK (2007), 1084.

⁴³⁹ Reprise de la traduction CHABLOZ (2012), N 74, version originale de KAHAN/ROCK (2007), 1084: « *They maintained that the plan to acquire the LSE represented wasteful managerial empire building [...]* ».

⁴⁴⁰ KAHAN/ROCK (2007), 1084.

si l'activisme des *hedge funds* est profitable ou néfaste pour l'ensemble des actionnaires.⁴⁴¹

Dans ce contexte, il semble opportun de s'interroger sur les risques de l'activisme des *hedge funds* et, plus précisément, sur la question de savoir si celui-ci conduit à une destruction de la valeur de la société à long terme. Pour répondre à cette question, il s'agit d'abord et avant tout de considérer que, jusqu'à présent, aucune étude n'a réussi à démontrer empiriquement que l'activisme des *hedge funds* conduit, dans le long terme, à une destruction de la valeur des entreprises.⁴⁴² L'absence de base empirique a d'ailleurs amené le Conseil fédéral à décider qu'il estime qu'une intervention du législateur n'est pas justifiée.⁴⁴³ Le Conseil fédéral confirme ainsi la position que la Commission fédérale des banques (CFB), prédécesseur de la FINMA, avait déjà adoptée en 2007 dans son rapport sur les *hedge funds* : « *les stratégies d'investissement à court terme ne sont pas forcément en contradiction avec les intérêts à long terme d'une entreprise* », pourvu qu'une transparence suffisante éclaire la situation sur les positions de participations effectives et l'exercice des droits de vote.⁴⁴⁴

Nonobstant les réserves du législateur à intervenir de façon générale contre l'activisme orienté sur le court-terme, le Conseil fédéral a manifesté le souci de « *regrouper tant que faire se peut l'investissement, le risque et la formation de la volonté* »,⁴⁴⁵ en proposant d'offrir aux sociétés la possibilité pour le conseil d'administration de refuser l'inscription d'un acquéreur d'actions nominatives cotées – et par-là l'exercice des droits de vote – qui ne déclarerait pas expressément l'absence de tout prêt de titres (art. 685d al. 2 P-CO). Ainsi, en restant fidèle au libéralisme caractéristique du droit de la société anonyme,⁴⁴⁶ le Conseil fédéral propose d'enrichir le droit dispositif et de donner aux sociétés les moyens de se préserver de la forme la plus extrême de l'activisme à court terme, tout en s'abstenant de s'immiscer dans la politique des entreprises : « *[i]l ne paraît pas opportun de généraliser l'interdiction d'exercer les droits sociaux lorsque les actions ont été acquises dans le cadre d'un prêt de titres ou d'une transaction comparable. Les sociétés doivent pouvoir déterminer elles-mêmes, dans le respect du principe de l'égalité de traitement entre les actionnaires, dans quelle mesure elles veulent permettre l'exercice des droits de vote des actions acquises de cette manière* ». ⁴⁴⁷

⁴⁴¹ BRIGGS (2007), 722. Voir CHABLOZ (2012), N 74, pour plus de références d'auteurs qui se sont prononcés sur cette affaire.

⁴⁴² Voir notamment les conclusions de l'étude empirique menée par BEBCHUK/BRAV/JIANG (2015), 1154 ; dans le même sens, les conclusions de DENT (2010), 122 et 149.

⁴⁴³ Rapport explicatif relatif à la modification du code des obligations (droit de la société anonyme) 2014, 29.

⁴⁴⁴ CFB (2007), 8 et 45 ss.

⁴⁴⁵ CHENAUX (2016), 484, en se référant notamment à BÖCKLI (2015), 211.

⁴⁴⁶ En ce sens : CHENAUX (2016), 486.

⁴⁴⁷ Message du Conseil fédéral concernant la modification du code des obligations (Droit de la société anonyme) du 23 novembre 2016, FF 2017 481.

En conclusion, alors que nous ne pouvons pas affirmer catégoriquement et avec certitude que l'activisme des *hedge funds* conduit à une destruction à long terme de la valeur des sociétés et, de ce fait, à une diminution de l'efficacité des marchés, il nous semble toutefois que les démarches opportunistes des *hedge funds* sont peu conciliables avec les obligations fiduciaires de certains investisseurs institutionnels dont l'horizon de placement s'inscrit dans une perspective à long terme. Dès lors, les caisses de pension ou les fonds souverains, à savoir des institutions dont les engagements à garantir des versements s'étendent sur plusieurs générations, devraient à notre sens s'abstenir de placer leurs actifs dans des *hedge funds*, étant donné que leur devoir de loyauté comprend également un devoir d'impartialité qui les oblige à gérer les actifs dans l'intérêt des bénéficiaires, tout en garantissant un rendement pour les générations futures.⁴⁴⁸

Section III Synthèse

Pour résumer, malgré la valeur apparente d'un plus grand activisme actionnarial des investisseurs institutionnels, tant sur le plan de la gouvernance d'entreprise que sur le plan macro-économique et sociétal, il est possible que des coûts d'agence en découlent. L'analyse effectuée dans ce chapitre a démontré qu'il existe des situations où les investisseurs institutionnels n'ont pas d'incitation à intervenir ou dans lesquelles ils interviennent dans un objectif autre que celui d'accroître la valeur à long terme. Dans ce dernier cas, les investisseurs institutionnels se trouvent dans une situation similaire à celle des dirigeants ou des actionnaires de contrôle, c'est à dire qu'ils peuvent être tentés d'utiliser leur pouvoir d'influence dans un but qui s'oppose à la création de la valeur à long terme.

⁴⁴⁸ Sur le devoir d'impartialité comme partie intégrante du devoir de loyauté de l'organe exécutif d'une institution de prévoyance, voir *infra*, troisième partie, chapitre 2, section II 1. Sur l'équité intergénérationnelle comme idée directrice de l'investissement responsable, voir *infra*, troisième partie, chapitre 3, section I 3 B c.

Chapitre 2 : Les moyens d'intervention des investisseurs institutionnels

Le présent chapitre examine les différents moyens d'intervention dont disposent les investisseurs institutionnels pour influencer la prise de décisions sociales et explore les limites juridiques et pratiques de chaque moyen d'intervention. Si l'objet de la première section est la voie d'*exit*, la deuxième section est consacrée à la variété de formes de l'option *voice*. Enfin, il s'agira également d'étudier les perspectives et les limites des moyens d'intervention informels, à savoir ceux qui ne sont pas explicitement prévus par la loi ou les statuts.

Section I L'option *exit* par la transmission des actions

Pour les actionnaires, la voie d'*exit* se concrétise par le droit au libre transfert des actions.⁴⁴⁹ Dans le contexte spécifique des sociétés cotées, *exit* se traduit par une vente des actions en bourse, d'où les nombreuses références en doctrine au terme du *Wall Street Walk*.⁴⁵⁰

En cas de désaccord avec la gestion ou la performance de la société, chaque actionnaire peut décider de se dessaisir de ses titres de participation et de quitter la société. Alors que les raisons concrètes qui amènent un actionnaire à quitter la société sont variées, elles ont comme point commun d'être l'expression d'un mécontentement avec la gestion ou la performance de la société liée à la supposition que la prise de parole (*voice*), notamment par le biais de l'exercice des droits de vote, entraînerait des coûts élevés sans présenter suffisamment de chances d'aboutir au résultat souhaité.

La vente des actions sur le marché secondaire constitue la forme d'intervention la plus simple des actionnaires, étant donné qu'ils sont libres d'aliéner leurs participations en tout temps. BAINBRIDGE emploie les bons termes à ce propos : « *it's easier to switch than [to] fight* ». ⁴⁵¹ Hormis les cas de liquidation (art. 739 ss CO), de réduction du capital-actions (art. 732 ss) et des règles spéciales prévues par la LIMF et de la LFus,⁴⁵² la sortie de l'actionnaire de la

⁴⁴⁹ CHENAUX (2003) *in* : Bohrer *et al.* (2003), 132.

⁴⁵⁰ SPILLMANN (2004) 47 ; 73 et 177 ; MONKS/MINOW (2011), 118 ; KUNZ (2001), § 4 N 64 ; ADMATI/PFLEIDERER (2009), 2646 ; FAIRFAX (2011b), 30 ; BAINBRIDGE (2011), 238, GILLIAN/STARKS (2013), 5.

⁴⁵¹ BAINBRIDGE (2009), 238.

⁴⁵² Voir MEYER-HAYOZ/FORSTMOSER (2015), §16 N 296. L'art. 137 al. 1 LIMF permet à un offrant qui, à l'expiration d'une OPA détient plus de 98% des droits de vote de la société visée, d'exclure les actionnaires minoritaires en intentant une action en annulation des titres restants. En droit de la

société est uniquement possible par la voie de la transmission des titres à un acquéreur. Rappelons à ce propos que les actionnaires n'ont pas de devoir de fidélité envers la société, puisqu'en vertu de l'art. 680 al. 1 CO, « *ils ne peuvent être tenus, même par les statuts, à des prestations excédant le montant fixé, lors de l'émission, pour l'acquisition de leurs titres* ». En choisissant la voie d'*exit*, l'actionnaire est dès lors libre de se laisser guider exclusivement par son propre intérêt,⁴⁵³ même si cela s'oppose à l'intérêt de la société.⁴⁵⁴ Même l'actionnaire majoritaire, tant qu'il n'est pas membre du conseil d'administration ou membre d'un organe de fait, est exempt d'une obligation de fidélité et peut ainsi quitter la société quand il le souhaite.⁴⁵⁵

Il reste cependant possible de limiter la libre transmissibilité des actions, notamment pour éviter une concentration trop importante du pouvoir entre les mains d'un seul actionnaire, mais selon l'art. 704 al. 1 ch. 3 CO, une telle démarche requiert l'approbation de la majorité qualifiée de deux tiers des voix attribuées aux actions représentées et la majorité absolue des valeurs nominales représentées pour introduire une clause de pourcentage (art. 685d al. 1 CO) ou d'une clause anti-fiduciaire (art. 685d al. 2 CO).

1. L'interdépendance entre le contrôle et la liquidité

Le droit au libre transfert des actions est soumis à la condition que l'actionnaire trouve un acquéreur, ce qui présuppose l'existence d'un marché secondaire suffisamment liquide. En d'autres termes, il existe une étroite interdépendance entre le choix de la stratégie d'investissement et la liquidité du marché secondaire : moins les marchés sont liquides, plus les coûts de la vente des participations sont élevés. Inversement, on peut dire que plus le marché secondaire est liquide, plus il est facile pour l'actionnaire de vendre ses actions et, plus il aura tendance à privilégier la voie d'*exit* à la voie de *voice* pour exprimer son mécontentement avec la gestion de la société.⁴⁵⁶ Dès lors, une liquidité des marchés secondaires élevée favorise le choix de l'option *exit* et dissuade les actionnaires d'exercer leurs droits sociaux.⁴⁵⁷

fusion, l'art. 8 al. 1 LFus constitue une exception au principe de la continuité des droits de participation et permet aux actionnaires de la société transférante de se voir attribuer un dédommagement plutôt que des droits de participation dans la société reprenante.

⁴⁵³ CHENAUX, *in* : Chabot (2013), 65.

⁴⁵⁴ ATF 99 II 55, consid. 4b ; arrêt du Tribunal fédéral 4C 143/2003 du 14 octobre 2003, consid. 6; RÜEDIN (2007), N 866; BÖCKLI (2009), § 1 N 19; BÜHLER (2009), N 697; FORSTMOSER *in*: Bucher *et al.* (2005), 796.

⁴⁵⁵ BÖCKLI (2009), §13 N 659 et N 661.

⁴⁵⁶ EDMANS/FANG/ZUR (2012), 5; ROSE/SHARFMAN (2014), 129.

⁴⁵⁷ RUFFNER (2000), 358.

Pour les petits actionnaires individuels, la transmission des actions est quasiment possible en tout temps et constitue souvent le choix le plus rationnel, vu le faible poids de leurs participations.⁴⁵⁸ La situation se présente différemment pour les investisseurs institutionnels qui peuvent rencontrer plus de difficultés à vendre leurs actions en bourse, du fait de leur sensibilité accrue à la liquidité du marché. Comme nous l'avons constaté précédemment, les investisseurs institutionnels ne détiennent généralement pas de positions de contrôle dans les sociétés cotées.⁴⁵⁹ De même, leurs positions d'action sont parfois trop faibles pour leur offrir des incitations économiques adéquates pour s'engager activement dans la formation de la volonté sociale. Néanmoins, leurs positions d'actions peuvent s'avérer suffisamment importantes pour rendre la voie d'*exit* ardue. Par ailleurs, la vente des actions par un investisseur institutionnel important est susceptible d'entraîner une baisse du cours des actions.⁴⁶⁰ Finalement, il semblerait qu'il n'est pas toujours garanti que les investisseurs institutionnels puissent trouver un acquéreur et même s'ils en trouvent un, ils doivent parfois s'attendre à enregistrer des pertes.⁴⁶¹ C'est la raison pour laquelle, la stratégie d'*exit*, bien que légalement possible, ne reste souvent qu'une option théorique pour les investisseurs institutionnels.

2. *Exit* comme stratégie de gouvernance

L'option *exit* permet à un investisseur de placer ses fonds dans une société dont la gestion et la structure de gouvernance lui conviennent mieux. Comme l'exposent notamment GILLIAN et STARKS, par le fait d'investir et de désinvestir subséquemment, les actionnaires expriment leur opinion quant à la gestion et à la performance de la société.⁴⁶² Ainsi, dans une optique de gouvernance d'entreprise, la transmission des actions constitue une forme d'activisme actionnarial. GILLIAN et STARKS, en se fondant sur des études théoriques et empiriques conduites sur le marché américain, déduisent que la vente d'une position d'actions, voire même la simple crainte d'une vente, peuvent avoir des effets disciplinaires sur la direction, dans la mesure où cette dernière évitera d'agir d'une façon qui puisse provoquer les actionnaires à se désengager de la société, particulièrement lorsqu'une telle sortie est susceptible d'entraîner une

⁴⁵⁸ RUFFNER (2000), 446 ; PARRINO/SIAS/STARKS (2003), 8 ; MEYER-HAYOZ/FORSTMOSER (2015), §10 N 215.

⁴⁵⁹ *Supra*, première partie, chapitre 3, section III 2.

⁴⁶⁰ GIGER (2003), 261.

⁴⁶¹ COFFEE (1991), 1288 *et seq.*, 1329 *et seq.*; SHERMAN/BELDONA/MAHESHKUMAR (1998), 167; CHEFFINS/ARMOUR (2011), 19; MALLIN (2006), 76; SCHMOLKE (2007), 708; STEIGER (2001), 104.

⁴⁶² GILLIAN/STARKS (2013), 5: « [...] *we could view shareholders who simply trade a company's shares as being "active."* Through their initial purchases and subsequent decisions to hold or sell, shareholders are expressing their views of the corporation's performance. »; dans le même sens: FAIRFAX (2011b), 31.

chute du cours des action.⁴⁶³ Sans vouloir entrer dans les détails, nous pouvons par exemple mentionner l'étude empirique de PARRINO, SIAS et STARKS parue en 2003, qui démontre que le changement de la composition de l'actionnariat influence la décision du conseil d'administration de remplacer un dirigeant ou non.⁴⁶⁴ Dans la même ligne de pensée, ADMATI et PFLEIDERER soutiennent que l'option *exit* peut être assimilée à une forme de *voice* lorsqu'elle est exercée par un grand investisseur institutionnel.⁴⁶⁵

Comparé à l'exercice des droits sociaux et considérant les coûts élevés qu'il peut entraîner pour les investisseurs, le *Wall Street Walk* peut s'avérer être la stratégie la plus rentable et efficace, notamment lorsque le portefeuille de titres est diversifié. Néanmoins, force est de constater que le *Wall Street Walk* comporte également son lot d'inconvénients : les investisseurs institutionnels importants risquent non seulement une perte de la valeur actionnariale, mais doivent également supporter des coûts de transaction importants lors de la vente des actions en bourse.

Un autre argument contre l'option *exit*, avancé par FAIRFAX en ce qui concerne le droit américain, mais qui se justifie à notre sens également pour le droit suisse, a trait aux exigences normatives, imposées à certains investisseurs institutionnels, de maintenir un certain niveau de diversification du portefeuille.⁴⁶⁶ Concrètement, les exigences légales de diversification, imposées notamment aux institutions de prévoyance,⁴⁶⁷ réduisent le choix de sociétés dans lesquelles elles peuvent placer les fonds résultants de la vente des actions.

Section II La variété des formes de l'option *voice*

La stratégie de prise de parole (*voice*) trouve son expression la plus emblématique dans le droit de voter lors de l'assemblée générale qui appartient, en vertu de l'art. 692 al. 2 CO à chaque actionnaire. Or, comme il sera mis en lumière dans cette section, l'exercice des droits de vote n'est pas le seul moyen à disposition des investisseurs institutionnels pour s'exprimer quant à la gestion de la société.

⁴⁶³ GILLIAN/STARKS (2013), 5, se référant notamment à deux études abordant la question de l'effet des ventes d'actions sur la gouvernance d'entreprise, à savoir l'étude de PARRINO/SIAS/STARKS (2003) et celle d'ADMATI/PFLEIDERER (2009).

⁴⁶⁴ PARRINO/SIAS/STARKS (2003), 42.

⁴⁶⁵ ADMATI/PFLEIDERER (2009), 2685.

⁴⁶⁶ FAIRFAX (2011b), 32.

⁴⁶⁷ *Supra*, première partie, chapitre 3, section IV, 1 A.

1. Les droits d'information comme point de départ pour l'exercice des droits sociaux

A. Le système des droits d'information des actionnaires

Comme il a été précédemment indiqué, la disponibilité d'une base informationnelle suffisante et pertinente est l'une des conditions fondamentales pour l'établissement d'un ordre préférentiel rationnel et, dès lors également, pour la formation de la volonté sociale.⁴⁶⁸ Pour que les actionnaires puissent exercer leurs droits sociaux de manière efficace, il est indispensable qu'ils disposent d'une certaine information matérielle concernant les affaires et la situation de la société, car seul l'actionnaire qui est bien informé peut évaluer son investissement et exercer ses droits de vote de manière judicieuse et apprécier s'il faut faire usage de ses droits de protection.⁴⁶⁹

Les droits d'information des actionnaires visent essentiellement à atténuer l'asymétrie d'information entre les organes dirigeants et les actionnaires ainsi qu'à réduire les coûts d'agence qui en résultent.⁴⁷⁰ L'enjeu principal réside ainsi dans le maintien d'un équilibre entre l'intérêt des actionnaires à être informés et celui de la société à ne pas divulguer certaines informations.⁴⁷¹ Outre la protection des actionnaires du pouvoir des organes dirigeants, cette fonction préventive des droits d'information visent également à protéger les actionnaires minoritaires du pouvoir des actionnaires de contrôle.⁴⁷²

À cette fin, le droit de la société anonyme a établi un système d'information à trois échelons.⁴⁷³ Le premier échelon est constitué de l'information de base que la société doit mettre à disposition de manière spontanée aux actionnaires, c'est à dire sans intervention quelconque de la part des actionnaires : il s'agit d'une part du rapport de gestion et du rapport de révision qui doivent, selon l'art. 698 al. 1 CO, être mis à consultation des actionnaires au moins vingt jours avant l'assemblée générale. D'autre part, il s'agit de la convocation à l'assemblée générale dans laquelle la société est tenue d'énoncer les objets portés à l'ordre du jour, ainsi que les propositions du conseil d'administration et celles des actionnaires qui ont demandé la convocation de l'assemblée générale ou l'inscription d'un objet à l'ordre du jour (art. 700 al. 2 CO). Force est de constater

⁴⁶⁸ *Supra*, première partie, chapitre 1, section IV, 2 A ; voir également KUNZ (2001), §12 N 4 ; MAIZAR (2012), 234.

⁴⁶⁹ FORSTMOSER, *in*: Hirsch *et al.* (1997). 86 ss; BAUEN/BERNET/ROUILLER/LASSERRE ROUILLER (2017), N 305; CAHN/DONALD (2010), 510.

⁴⁷⁰ RUFFNER (2000), 82.

⁴⁷¹ BAUEN/BERNET/ROUILLER/LASSERRE ROUILLER (2017), N 305; voir également MAROLDA MARTINEZ (2007), 102.

⁴⁷² KUNZ (2001), §12 N 13.

⁴⁷³ Voir notamment FORSTMOSER (1997), 89; KUNZ (2001), § 12 N 10 ss.

qu'en pratique, les sociétés cotées fournissent des informations plus conséquentes avec la convocation, suivant ainsi la recommandation du Code suisse de bonne pratique pour le gouvernement d'entreprise (CSBP).⁴⁷⁴ Depuis 2007, les sociétés cotées sont, en outre, obligées de divulguer des informations concernant la rémunération des membres du conseil d'administration et de la direction, d'abord dans l'annexe au bilan (art. 663b bis al. 4 CO) et, depuis 2014, dans un rapport de rémunération séparé (art. 14 ss ORAb).⁴⁷⁵

En complément à l'information spontanée requise par les dispositions du CO et de l'ORAb, les sociétés cotées sont sujettes aux obligations d'information supplémentaires du droit boursier : le règlement de cotation de la SIX (RC) impose d'une part des devoirs spécifiques en vue de la cotation et de l'établissement du prospectus de cotation (art. 27 RC) et des devoirs d'information relatifs aux conditions du maintien de la cotation, en particulier l'obligation d'information des faits susceptibles d'influencer les cours (art. 53 RC) et l'obligation de publier des comptes semestriels (art. 50 RC). En outre, lorsque l'assemblée générale est amenée à se prononcer sur une restructuration, chacune des sociétés impliquées doit mettre à la disposition de ses actionnaires certains documents pour consultation.⁴⁷⁶

Le deuxième échelon englobe des informations plus larges, mais les sociétés ne sont obligées de les transmettre que sur demande des actionnaires.⁴⁷⁷ Ainsi, à moins que le secret des affaires ou d'autres intérêts sociaux dignes de protection ne s'y opposent (art. 697 al. 2 CO), le conseil d'administration et l'organe de révision doivent, lors de l'assemblée générale, répondre à des questions relatives aux affaires de la société, respectivement à l'exécution et le résultat de la vérification (art. 697 al. 1 CO). Par ailleurs, sur autorisation expresse de l'assemblée générale ou sur décision du conseil d'administration, les actionnaires peuvent consulter les livres et la correspondance, pour autant que cette démarche ne viole pas le secret des affaires (art. 697 al. 3 CO). Les droits de demander des renseignements et de consulter certains documents tendent à établir une certaine transparence au sein de la société et à protéger l'actionnaire en lui donnant l'occasion de décider s'il convient d'entamer des mesures supplémentaires. En cas de rejet de la demande de renseignement ou de consultation, l'actionnaire peut saisir le juge qui, en cas de rejet injustifié du droit de l'information, ordonnera son exécution (art. 697 al. 4 CO).

⁴⁷⁴ CSBP, point 3 II.

⁴⁷⁵ Sur le contenu du rapport de rémunération, voir notamment CRAMER (2016), 1473.

⁴⁷⁶ Art. 16 al. 1 LFus ; art. 41 al. 1 LFus ; art. 63 al. 1 LFus.

⁴⁷⁷ Traduit par l'auteur. Version originale KUNZ (2001), §12 N 11.: « *Weitergehende Informationen setzen [...] eigenverantwortliches Aktivwerden des Aktionärs voraus, und werden von der Gesellschaft nur reaktiv vermittelt [...]* ».

Enfin, le dernier échelon du système d'information des actionnaires est composé du droit à l'institution d'un contrôle spécial (art. 697a CO) permettant aux actionnaires d'élucider certains faits déterminés nécessaires à l'exercice de leurs droits. En tant que droit subsidiaire, le droit au contrôle spécial ne peut être exercé que lorsque l'actionnaire a déjà usé de son droit à être renseigné ou à consulter les pièces.

B. Les coûts liés à la récolte et à l'analyse de l'information

Il ressort de ce bref descriptif du système d'information des actionnaires que la récolte et l'analyse de l'information génère pour les actionnaires des coûts plus ou moins élevés.⁴⁷⁸ Ainsi, afin de contrôler les coûts de la surveillance des organes dirigeants par les actionnaires, il y a lieu de veiller à l'instauration d'une réglementation qui réduise l'asymétrie d'information entre les actionnaires et les organes dirigeants.

Au vu des caractéristiques des investisseurs institutionnels, notamment leur professionnalisme et leur capacité d'investissement élevée, il se pose la question de savoir si les investisseurs institutionnels sont mieux placés que les actionnaires individuels pour user de leurs droits d'information. Tout d'abord, ni le droit de la société anonyme, ni le droit boursier ne confèrent un droit d'information supérieur aux investisseurs institutionnels ou à un actionnaire qui détient une participation plus importante. Comme le précise notamment MAROLDA MARTINEZ, il ressort du principe de l'égalité de traitement des actionnaires (art. 717 al. 2 CO) que les droits d'information, à la différence des droits patrimoniaux, ne se calculent pas proportionnellement à la participation au capital, mais qu'ils appartiennent à chaque actionnaire indépendamment de l'importance de sa participation.⁴⁷⁹

En théorie, en vertu du principe d'immédiateté de l'assemblée générale,⁴⁸⁰ la transmission des renseignements et la consultation des documents se déroulent dans le cadre de l'assemblée générale, laissant à l'ensemble des actionnaires présents l'occasion d'accéder à l'information fournie.⁴⁸¹ Toutefois, dans la pratique, il s'est avéré que les investisseurs institutionnels peuvent se trouver dans une position plus favorable pour accéder à l'information et faire usage de leurs droits. Non seulement, ils ont des incitations économiques plus élevées que la plupart des actionnaires individuels pour faire valoir leurs droits d'information, mais ils ont aussi, en raison de leur organisation interne professionnelle, de meilleures capacités d'analyser et d'évaluer l'information

⁴⁷⁸ CHENAUX, *in* : Chabot (2013), 66 ; BÜHLER (2009), N 380 ; CHEFFINS/ARMOUR (2011), 18 ss.

⁴⁷⁹ MAROLDA MARTINEZ (2006), 98 ; voir également MAIZAR (2012), 237.

⁴⁸⁰ Sur le principe de l'immédiateté de l'assemblée générale, voir CHENAUX (2016), 477 *et seq.*

⁴⁸¹ En ce sens MAIZAR (2012), 237.

obtenue. L'avantage des investisseurs institutionnels dans l'accès et le traitement de l'information est surtout augmenté, en pratique, par le fait que les investisseurs institutionnels délèguent systématiquement la récolte et l'analyse d'information à des tiers spécialisés comme des agences de conseil de vote.⁴⁸²

Enfin, les droits d'information permettent à l'assemblée générale d'assumer son rôle de contrôle au sein de la société en connaissance de cause et ouvrent finalement la voie pour une intervention ultérieure de l'actionnaire. Bien qu'une partie des informations soit mise à disposition par la société de manière spontanée, nous constatons que les coûts générés par l'analyse de l'information spontanée et l'obtention des informations supplémentaires constituent des barrières importantes pour l'activisme actionnarial. En raison de leur professionnalisme et de leur capacité de délèguer la récolte et l'analyse d'information à des conseillers en droit de vote externes, les investisseurs institutionnels sont plus susceptibles que les investisseurs individuels d'utiliser l'information reçue et de construire leur opinion et leur décision sur cette base.

2. Le droit de vote comme noyau central de l'intervention actionnariale

Le droit de participer à l'assemblée générale et d'y voter sur certaines questions fondamentales pour la société représente, au moins en théorie, le moyen d'intervention le plus important et le plus caractéristique de l'actionnaire.⁴⁸³ En tant que droit individuel appartenant à chaque actionnaire, il ne peut être supprimé ou aliéné (art. 692 al. 2 CO).⁴⁸⁴

A. « One share -one vote » comme régime dispositif

Le droit de la société anonyme part du principe que le droit de vote de l'actionnaire est fixé proportionnellement à la valeur nominale des actions. Ce principe dit *one share-one vote*, consacré à l'art. 692 al. 1 CO, souligne le caractère fondamental et inaliénable du droit de vote des actionnaires et reflète la logique des sociétés de capitaux selon laquelle chaque actionnaire profite d'un bénéfice résiduel tout en supportant le risque résiduel de la participation proportionnellement à son investissement.⁴⁸⁵ Dans un sens élargi, l'idée sous-

⁴⁸² *Infra*, deuxième partie, chapitre 4.

⁴⁸³ WATTER/RAMPINI, *in*: Tschäni (2001), 2; KUNZ (2001), § 12 N 75; BÖCKLI (2009), §12 N 134.

⁴⁸⁴ BÖCKLI (2009), § 1 N 124 ss; CHENAUX, *in*: Bohrer *et al.* (2003), 122.

⁴⁸⁵ EASTERBROOK/FISCHEL (1991), 73; RUFFNER (2000), 537.

jacente est de garantir des structures incitatives pour les actionnaires et un système de détermination du choix collectif cohérent au sein des sociétés.⁴⁸⁶

Le vote plural, à savoir des actions ayant la même valeur nominale, mais un poids de vote distinct, est prohibé.⁴⁸⁷ Cependant, en émettant des actions nominatives dont le poids de vote est calculé sur la base du nombre d'actions, les sociétés peuvent dissocier la participation au capital, du poids de vote et émettre ainsi des actions à droit de vote privilégié.⁴⁸⁸ En présence de deux classes d'actions avec des valeurs nominales distinctes, les titulaires des actions avec la valeur nominale inférieure atteignent un pouvoir de vote supérieur en apportant le même montant en capital. Toutefois, la loi impose des limites à l'introduction des actions à droit de vote privilégié : d'un côté, en vertu de l'art. 693 al. 2 CO, la valeur nominale des actions sans privilège ne peut pas être plus de dix fois supérieure à celle des actions à droit de vote privilégié et, de l'autre côté, selon l'art. 693 al. 3 ch. 1 à 4 CO, le privilège de vote est suspendu lorsqu'il s'agit de voter sur l'élection de l'organe de révision, des experts chargés de vérifier tout ou une partie de la gestion, de l'institution d'un contrôle spécial et de l'ouverture d'une action en responsabilité. L'introduction des actions à droit de vote privilégié postérieur à la fondation est considéré être une décision importante au sens de l'art. 704 CO et requiert l'accord des deux tiers des voix attribuées aux actions représentées et de la majorité absolue des valeurs nominales représentées. Il convient d'observer à ce propos, que conformément à la tendance internationale qui favorise des structures de capitaux simples, les privilèges de vote constituent l'exception plutôt que la règle au sein des sociétés cotées suisses.⁴⁸⁹

B. La suspension du droit de vote liée à l'acquisition des actions propres

Le principe *one share – one vote* est soumis à des restrictions légales : d'une part, en ce qui concerne l'activité de l'actionnaire, l'art. 695 CO dispose que les personnes ayant « *coopéré de quelque manière que ce soit à la gestion* » ne peuvent pas se prononcer sur la décharge du conseil d'administration⁴⁹⁰ et, d'autre part, en ce qui concerne l'acquisition par la société de ses propres actions. Concernant ce dernier cas de figure, les droits de vote attachés aux actions propres sont suspendus (art. 659a al. 1 CO) et le montant correspondant à la valeur

⁴⁸⁶ RUFFNER (2000), 537.

⁴⁸⁷ BÖCKLI (2009), § 4 N 131; LÄNZLINGER, BSK-OR II (2016), art. 693 N 1.

⁴⁸⁸ CHENAUX (2003), *in* : Bohrer *et al.* (2003), 128.

⁴⁸⁹ Dans ce sens BÖCKLI (2009), § 4 N 179 ; MAIZAR (2012), 325.

⁴⁹⁰ Nonobstant, vu la conception capitaliste de la société anonyme, aucune règle limitant ou supprimant le droit de vote en cas de conflits d'intérêts de l'actionnaire n'est prévue en droit de la société anonyme, voir BÖCKLI (2009), § 12 N 454.

d'acquisition aux actions propres doit être affecté à une réserve spéciale (art. 659a al. 2 CO), dans l'objectif d'éviter une influence directe du conseil d'administration sur la formation de la volonté sociale.⁴⁹¹ Les droits de vote peuvent également être restreints par des clauses statutaires, permettant aux sociétés de dissocier la participation au capital du poids du vote.⁴⁹² Nous n'allons pas nous étendre ici sur les restrictions légales et statutaires aux droits de vote.⁴⁹³ Pour le sujet qui nous intéresse ici, il se pose la question de savoir dans quelle mesure la suspension du droit de vote liée aux actions propres est applicable aux actions détenues par un investisseur institutionnel proche de la société concernée.

À notre sens, la situation doit être évaluée en fonction de la nature de l'investisseur institutionnel. Premièrement, en ce qui concerne les actions détenues par une institution de prévoyance proche de la société, la situation se présente différemment pour les fondations de prévoyance patronales et les fondations de prévoyance paritaires. En effet, alors que dans les fondations de prévoyance patronales, le conseil de fondation est exclusivement ou majoritairement composé de membres de la société, les fondations de prévoyance paritaires se caractérisent par un conseil de fondation composé d'un nombre égal de représentants des employeurs et des salariés. Cela dit, comme le relève BÖCKLI, lorsque la fondation de prévoyance est organisée sous forme patronale, il existe une forte chance que la volonté du conseil de fondation soit influencée par la direction de la société.⁴⁹⁴ S'agissant des fondations de prévoyance paritaires, en revanche, le risque d'une perte d'autonomie de la formation de la volonté est pratiquement exclu.⁴⁹⁵ Pour ces motifs, nous partageons l'avis de BÖCKLI qui préconise une suspension des droits de vote uniquement pour les fondations de prévoyance patronales.⁴⁹⁶

Deuxièmement, lorsque les actions sont détenues par un fonds de placement, la problématique de la perte d'autonomie de la formation de la volonté ne se pose pas non plus, étant donné que la direction du fonds chargée de l'exercice des droits de vote doit être composée de personnes indépendantes de la banque dépositaire (art. 25 al. 1 let. b LPCC ; art. 28 al. 5 LPCC). Par conséquent, dans la mesure où l'acquisition des actions par un fonds de placement ne constitue pas une acquisition indirecte des actions au sens de l'art.

⁴⁹¹ MAIZAR (2012), 326.

⁴⁹² Les clauses d'agrément, par lesquelles les statuts prescrivent que le transfert des actions nominatives soit subordonné à l'approbation de la société (art. 685a al. 1 CO), sont les restrictions statutaires au droit de vote les plus fréquentes. Deux options sont envisageables : les clauses de pourcentage (art. 685d al. 1 CO) et les clauses anti-fiduciaires (art. 685d al. 2 CO).

⁴⁹³ Sur les restrictions statutaires au droit de vote, voir TRIGO TRINDADE, CR CO II (2017), art. 685d et 685f; BÖCKLI (2009), § 6 N 60; MAIZAR (2012), 328.

⁴⁹⁴ BÖCKLI (2009), § 12 N 447.

⁴⁹⁵ BÖCKLI (2009), §12 N 449.

⁴⁹⁶ BÖCKLI (2009), § 12 N 447 *et seq.*

659b CO, les droits de vote y afférents ne doivent pas être suspendus lors de l'acquisition.⁴⁹⁷

3. L'exercice des droits de vote

A. Le moment de la formation et de l'expression de la volonté sociale

Dans l'esprit du législateur, l'assemblée générale est l'endroit de la formation et de l'expression de la volonté sociale.⁴⁹⁸ Ainsi, l'art. 689 al. 1 CO dispose que les droits de vote sont exercés par les actionnaires au sein de l'assemblée générale. Or, l'idée que les actionnaires se forment leur opinion et l'expriment au moment de la tenue de l'assemblée générale ne correspond pas à la réalité des sociétés cotées.⁴⁹⁹ Ceci s'explique pour deux raisons principales : la première raison est que la majorité des actionnaires des sociétés cotées exercent leurs droits de vote à travers un représentant.⁵⁰⁰ Conformément à l'art. 689 al. 2 CO, chaque actionnaire peut faire représenter ses actions à l'assemblée générale par un tiers qui, sauf disposition statutaire contraire, ne sera pas nécessairement actionnaire. Le droit d'être représenté est inaliénable, des restrictions sont uniquement possibles pour les actions nominatives et lorsqu'elles sont prévues par les statuts (art. 637 ch. 10 CO). En ce qui concerne les actions au porteur, le droit de se faire représenter est illimité, sachant que celui qui possède l'action peut exercer les droits sociaux (art. 689a al. 3 CO). Un aspect crucial du vote par procuration est son effet d'anticiper la prise de décisions avant la tenue de l'assemblée générale.⁵⁰¹ Effectivement, le fait de conférer un pouvoir de représentation à un tiers implique nécessairement que l'actionnaire ait déjà pris sa décision de vote avant l'assemblée générale et qu'il ait communiqué ses instructions au représentant. Cette dernière étape est nécessaire, dans la mesure où, à défaut d'instructions de vote, le représentant indépendant se voit obligé de s'abstenir (art. 10 al. 2 ORAb). Enfin, comme le précise CHENAUX, le fait que la formation et l'expression de la volonté sociale aient en grande partie lieu avant la tenue de l'assemblée générale limite le rôle du représentant à « *une simple courroie de transmission, sans réelle plus-value sur le*

⁴⁹⁷ BÖCKLI (2009), § 12 N 451; voir également FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996) § 24 N. 88d; ROTH/LÄNZLINGER (1999) 33.

⁴⁹⁸ HOFSTETTER (2002), 16; CHENAUX, *in*: Bohrer *et al.* (2003), 118; MAIZAR (2012), 579; CHENAUX (2016), 477.

⁴⁹⁹ MAIZAR (2012), 309 *et seq*; CHENAUX (2016), 479.

⁵⁰⁰ HOFSTETTER (2002), 16; CHENAUX, *in*: Bohrer *et al.* (2003), 119.

⁵⁰¹ MAIZAR (2012), 309 *ss*; VOGT (2012), 101; BÖCKLI (2013), 184 *ss*; CHENAUX (2016), 479.

plan de la formation de la volonté de l'actionnaire et de son expression en cours d'assemblée générale ». ⁵⁰²

La deuxième raison qui remet en cause la vision traditionnelle de l'assemblée générale tient au fait que seule une faible part du capital participe au vote. Certains auteurs évoquent, que dans de nombreuses sociétés cotées, en particulier dans les sociétés non familiales, la part des actionnaires qui exercent leurs droits de vote ne dépasse guère la moitié du capital-actions. ⁵⁰³ L'une des principales explications réside dans les actions dites « dispo », à savoir des actions nominatives dont les actionnaires n'ont pas demandé l'inscription au registre des actions. Or, seules les personnes y inscrites sont considérés comme actionnaires à l'égard de la société (art. 686 al. 4 CO).

Le phénomène que la doctrine décrit souvent comme « le problème des actions dispo » ⁵⁰⁴ peut être résumé comme suit : dans la mesure où les droits de propriété passent à l'acquéreur du fait de la transaction boursière (art. 685f al. 1 CO), l'aliénateur perd tous ses droits et sera radié du registre des actions dès que la banque a annoncé la vente à la société (art. 685e CO). En revanche, l'inscription du nouvel acquéreur n'aura lieu qu'une fois la demande de reconnaissance déposée (art. 685f al. 1 CO). Tant que le nouvel acquéreur ne se manifeste pas, la société n'est pas en mesure de l'inscrire au registre des actions. La conséquence en est que les droits sociaux ne peuvent pas être exercés pour les « actions dispo » (art. 685f, al. 2 et 3 CO et art. 689a, al. 1 CO), alors que, selon la pratique bancaire établie, les dividendes peuvent toujours être perçus à travers le versement par la société à la banque dépositaire. ⁵⁰⁵ Les problèmes liés aux actions dispo sont vastes, mais ce qui est décisif dans le présent contexte, est que les « actions dispo » affectent la légitimité des décisions prises par l'assemblée générale dans la mesure où une part importante des actionnaires n'y participe pas.

B. La représentation institutionnelle

Bien qu'il existe deux moyens de se faire représenter pour les actionnaires, à savoir la représentation individuelle (art. 689 al. 2 CO) et la représentation institutionnelle (art. 689b à 689d CO), seule la représentation institutionnelle sera abordée par la suite, sachant que cette forme de représentation a été

⁵⁰² CHENAUX (2016), 479.

⁵⁰³ CHENAUX (2016), 479; VON DER CRONE/ENDER (2010), 137; MAIZAR (2012), 565.

⁵⁰⁴ VON DER CRONE/ISLER (2008), 76 ss; VON DER CRONE/ENDER, *in*: Watter (2010), 136 ss; HÄUSERMANN (2012c), 220 ss; MAIZAR (2012), 120 ss.

⁵⁰⁵ Message du Conseil fédéral concernant la modification du code des obligations du 23 novembre 2016, FF 2017 394 ; FORSTMOSER, *in*: Waldburger *et al.* (2015), n 25.

spécifiquement conçue pour garantir la représentation d'un grand nombre d'actionnaires lors des assemblées générales.

La représentation institutionnelle vise à standardiser le processus de représentation à l'assemblée générale, ce qui permet aux actionnaires de diminuer les coûts liés à leur participation à l'assemblée générale et à la formation de la volonté sociale.⁵⁰⁶ En outre, la représentation institutionnelle facilite l'exercice des droits de vote, raison pour laquelle les investisseurs institutionnels choisissent généralement cette voie pour participer à l'assemblée générale.⁵⁰⁷

Dans les sociétés cotées, la compétence exclusive pour la représentation institutionnelle appartient, depuis l'entrée en vigueur de l'ORAb le 1^{er} janvier 2014, au représentant indépendant (art. 8 ss ORAb, art. 95 al. 3 let. a Cst.). Cela signifie concrètement que la représentation des actionnaires par un membre d'un organe de la société ou par un dépositaire, au sens des art. 689c et 689d CO, est interdite dans les sociétés cotées (art. 11 ORAb). Le caractère indépendant du représentant mandaté sous le nouveau régime est accentué par le fait que la compétence d'élire le représentant a été transférée du conseil d'administration à l'assemblée générale (art. 8 al. 1 ORAb).⁵⁰⁸ Toutefois, malgré sa compétence d'élection, l'assemblée générale décide en général sur la base des propositions faites par le conseil d'administration (à moins qu'un actionnaire ou un groupe d'actionnaire aient fait inscrire la proposition d'élire un représentant indépendant à l'ordre du jour). En d'autres termes, l'élection du représentant indépendant par l'assemblée générale est prédéterminée par le choix du conseil d'administration, ce qui diminue, dans les faits, le caractère indépendant du représentant.

Eu égard à l'objectif de garantir l'expression de la volonté réelle de l'assemblée générale, le régime instauré par l'ORAb présente l'avantage que la passivité des actionnaires ne parvient plus à altérer le résultat du vote, étant donné que l'art. 10 al. 2 ORAb prescrit l'abstention en cas d'absence d'instruction de l'actionnaire. Pour rappel, sous l'ancien régime, les votes représentés par un dépositaire ou les membres d'un organe étaient systématiquement exercés conformément aux propositions du conseil d'administration, à moins qu'une instruction spécifique de l'actionnaire ne prévienne des instructions contraires.⁵⁰⁹ En revanche, l'exigence d'une instruction préalable à la représentation remet encore plus en cause l'immédiateté de l'assemblée générale, vu que l'actionnaire représenté doit anticiper sa prise de

⁵⁰⁶ TRIGO TRINDADE, CR-CO II (2017), art. 689c N 2.

⁵⁰⁷ En ce sens : CHENAUX (2016), 479.

⁵⁰⁸ HAUSMANN/BECHTOLD-ORTH (2013), 10.

⁵⁰⁹ HAUSMANN/BECHTOLD-ORTH (2013), n 83; SCHWARZENBACH (2014), 400 ss.

décision avant le déroulement de l'assemblée générale.⁵¹⁰ Il va de soi que l'actionnaire n'est pas en mesure d'adapter son comportement de vote en fonction des événements de l'assemblée générale, notamment des discours des membres de l'exécutif de la société. Les actionnaires représentés sont dès lors privés de leur droit de participer aux débats et de poser des questions. Par conséquent, on peut considérer que la représentation des actionnaires revient *de facto* à un exercice des droits de vote en amont de l'assemblée générale.⁵¹¹

En ce qui concerne plus particulièrement la représentation des investisseurs institutionnels, il faut relever qu'elle répond aux mêmes conditions que la représentation des autres actionnaires. Dans la pratique, en revanche, il s'avère que les investisseurs institutionnels recourent généralement à des services de conseil en vue de l'exercice des droits de vote. Comme nous allons le voir plus loin, certains prestataires en matière de vote fournissent, au-delà de leur service principal de conseil, un service de représentation individuel à l'assemblée générale.⁵¹²

C. Le droit de proposition et le droit de parole

Chaque actionnaire peut intervenir lors de l'assemblée générale en faisant valoir son droit individuel de formuler une proposition au sens de l'art. 700 al. 4 CO. Le droit de formuler une proposition inclut le droit de formuler une contre-proposition ou un amendement aux propositions du conseil d'administration.⁵¹³ Le droit de proposition peut être exercé spontanément, c'est-à-dire sans devoir être annoncé au préalable.

Bien que la loi ne le stipule pas expressément, la doctrine considère que le droit de formuler une proposition comprend également le droit de prendre la parole lors de l'assemblée générale.⁵¹⁴ Le droit de parole n'est pourtant pas illimité : surtout dans les très grandes sociétés cotées, il est fréquent et, souvent même nécessaire, que le président du conseil d'administration fixe un temps de parole.⁵¹⁵

L'idée qui sous-tend le droit de parole est d'ouvrir un débat sur les objets à l'ordre du jour au sein de l'assemblée générale et de créer un forum pour l'échange d'idées. Ainsi, au moins en théorie, l'assemblée générale est

⁵¹⁰ En ce sens : MAIZAR (2012), 309 ; CHENAUX (2016), 479.

⁵¹¹ MAIZAR (2012), 309.

⁵¹² En ce sens : RIOULT (2014), 1177 ; *critique* : WOHLMANN/GERBER (2014), 289 *et seq.*

⁵¹³ CHENAUX, *in* : Bohrer *et al.* (2003), 117 ; PETER/CAVADINI, CR-CO II (2017), art. 700 N 26.

⁵¹⁴ Voir FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 23 N 104 ; CHENAUX, *in* : Bohrer *et al.* (2003), 118 ; BÖCKLI (2009), § 12 N 134.

⁵¹⁵ WATTER/RAMPINI (2001), 19 ; TANNER, ZK-OR (2003), art. 702 N 153 ss; HUNGERBÜHLER (2003), 148 ss; BÖCKLI (2009), § 12 N 177; MAIZAR (2012), 304.

également censée être l'occasion pour les actionnaires d'informer et de convaincre leurs pairs de leurs points de vue. En réalité, il est peu probable que la prise de parole lors d'une assemblée générale influence substantiellement le résultat du vote, étant donné que la majorité des voix se fait représenter. En fin de compte, en termes d'influence sur le résultat du vote, l'efficacité du droit de parole est limitée.

D. La prédétermination du vote de l'assemblée générale par le conseil d'administration

Le conseil d'administration joue un rôle non négligeable dans la formation de la volonté de l'assemblée générale. Par le biais de sa compétence intransmissible et inaliénable de préparer l'assemblée générale (art. 716a al. 1 ch. 6 CO), le conseil d'administration convient non seulement de la date de la tenue de l'assemblée générale, mais également du contenu de la convocation et de l'ordre du jour, tout en bénéficiant d'un accès exclusif au registre des actionnaires.⁵¹⁶ Il apparaît ainsi que le conseil d'administration parvient à diriger la prise de décisions de l'assemblée générale, du moins dans une certaine mesure.⁵¹⁷ En effet, bien que les actionnaires soient maîtres du sort de l'assemblée générale, le fait que le conseil est en mesure de présélectionner et formuler les propositions de vote l'habilite à prédéterminer la base décisionnelle de l'assemblée générale.

E. Le recours aux médias électroniques dans l'exercice des droits de vote

Il résulte de l'analyse qui précède que la conception du droit suisse de l'assemblée générale était jusqu'à récemment encore étroitement liée à la réunion physique des actionnaires, bien que cela ne reflétait plus vraiment la réalité des sociétés cotées, encore moins lorsque l'actionnariat est majoritairement composé d'investisseurs institutionnels qui opèrent à une échelle internationale et qui exercent leurs droits de vote généralement par le biais d'un représentant.⁵¹⁸ Ce phénomène a débouché depuis un certain temps déjà, sur une discussion en doctrine relative à l'admissibilité du recours aux médias électroniques en vue de faciliter l'intervention des actionnaires.⁵¹⁹ À ce propos, en ce qui concerne le droit suisse, nous pouvons nous référer en particulier aux travaux de BURKHALTER qui justifiait déjà en 2001 l'utilisation des outils électroniques dans l'assemblée générale, notamment à la lumière de la croissance des investisseurs étrangers dans les sociétés publiques suisses, dans

⁵¹⁶ WATTER/RAMPINI, *in*: Tschäni (2001), 3; CHENAUX, *in*: Chabot (2013), 80.

⁵¹⁷ BAHAR, *in*: Tschannen (2005), 109; CHENAUX, *in*: Chabot (2013), 80.

⁵¹⁸ *Supra*, deuxième partie, chapitre 2, section II 3 A ; BÖCKLI (2013), 188 ; CHENAUX (2016), 485.

⁵¹⁹ GIGER (2003), 221 ss; PÖSCHEL, *in*: Watter (2010), 223; MAIZAR (2012), 231 ss.

la mesure où une réglementation qui réduit les barrières administratives de l'exercice du droit de vote permettait de promouvoir une «bonne» démocratie actionnariale.⁵²⁰ De fait, l'émergence d'internet a suscité de grandes attentes pour faire face aux dysfonctionnements de l'intervention actionnariale, dans la mesure où elle promettait une participation des actionnaires à la prise de décision plus accessible, plus transparente, moins coûteuse et, dès lors, plus efficace.

Dans le même esprit, l'OCDE recommandait aux sociétés, dans ses principes de gouvernement d'entreprise de 1999, d'envisager «*favorablement un recours plus large aux technologies modernes pour le vote, notamment le vote par téléphone et le vote électronique*». ⁵²¹ En droit suisse, ce n'est qu'en 2013, avec l'adoption de l'art. 95 al. 3 let. a quatrième phrase *ab initio* Cst., qui prévoit que «*[l]es actionnaires doivent avoir la possibilité de voter à distance par voie électronique*» que le processus législatif en vue de l'utilisation des moyens électroniques dans l'exercice des droits de vote avait été formellement lancé.⁵²² Il ne ressort pourtant pas de la disposition constitutionnelle quelle forme doit revêtir le droit de vote électronique.

L'exercice des droits de vote par voie électronique peut se décliner sous deux formes : par le *direct voting*, l'actionnaire exerce lui-même ses droits de vote par voie électronique, alors que par l'*indirect voting*, l'actionnaire se limite à donner des pouvoirs et instructions au représentant indépendant au moyen de la voie électronique. La concrétisation du mandat constitutionnel de l'art. 95 al. 3 let. a Cst. dans l'ORAb reste prudente – il est uniquement prévu que le conseil d'administration doit s'assurer que les actionnaires ont la possibilité «*d'octroyer également par la voie électronique des pouvoirs et des instructions au représentant indépendant*» (art. 9 al. 1 ch. 4 ORAb) ce qui correspond selon KUNZ à une forme atténuée de l'*indirect voting*, étant donné que la possibilité d'octroyer des pouvoirs ne doit être garantie qu'en amont de l'assemblée générale, mais non pas pendant la tenue de celle-ci. ⁵²³ Dans son projet de révision de 2016, le Conseil fédéral propose d'aller plus loin en établissant que le conseil d'administration pourra permettre le *direct voting*, quoiqu'aucune obligation juridique ne soit prévue à ce propos (art. 701c P-CO). Les modalités concrètes quant à l'octroi des pouvoirs électroniques au représentant indépendant

⁵²⁰ BURKHALTER (2001), 263.

⁵²¹ Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE (1999), 31.

⁵²² Notons toutefois que le projet de révision du droit de la société anonyme de 2007, suspendu à cause de l'adoption de l'art. 95 al. 3 Cst. et l'entrée en vigueur de l'ORAb, proposait déjà l'exercice des droits des actionnaires par la voie électronique (voir art. 701c P-CO 2007).

⁵²³ Traduction par l'auteure. Version originale de KUNZ (2015), 155: «*Mit der in Art. 9 Abs. 1 Ziff. 3 VegüV erwähnten Möglichkeit der Aktionäre, dem unabhängigen Stimmrechtsvertreter elektronisch Vollmachten und Weisungen zu erteilen, ist nur eine «abgeschwächte» Form des indirect voting gemeint, weil eine Weisungerteilung nur im Vorfeld der Generalversammlung, nicht aber während dem diese im Gange ist, ermöglicht werden muss*».

peuvent varier d'une société à l'autre, mais elles doivent prendre certaines précautions indispensables pour garantir une identification irréprochable de l'actionnaire qui octroie les pouvoirs au représentant indépendant, ainsi que le secret du vote. À cet effet, l'accès à la plateforme électronique doit être restreint aux personnes autorisées, ce qui serait faisable moyennant un code NIP avec lequel l'actionnaire peut s'inscrire,⁵²⁴ similaire aux offres d'opérations bancaires en ligne. Étant donné que le nouveau système laisse aux actionnaires un choix entre plusieurs formes de vote (par écrit, par voie électronique ou en personne), il est par ailleurs important de veiller à ce qu'un actionnaire ne puisse pas voter deux fois (par voie électronique et par voie écrite).⁵²⁵ Il est également envisageable que la société, par le biais d'une clause statutaire, fixe un délai avant l'assemblée générale jusqu'auquel les pouvoirs doivent être octroyés au représentant indépendant.

L'assemblée générale virtuelle (ou assemblée générale électronique ou cyber-assemblée générale) va une étape plus loin que l'exercice électronique des droits d'actionnaires,⁵²⁶ dans la mesure où elle implique une « *dérogation pleine et entière au principe de l'immédiateté au sens physique* ». ⁵²⁷ Il s'agit d'une réunion purement virtuelle, sans présence physique des actionnaires, lors de laquelle les membres du conseil d'administration et de la direction, ainsi que les actionnaires interviendront par le biais d'internet ou d'intranet. Ces interventions seront retransmises à tous les participants à l'assemblée générale.

Si l'assemblée générale virtuelle n'est *de lege lata* pas admissible en droit de la société anonyme suisse,⁵²⁸ le projet de révision de 2016 prévoit expressément la possibilité de tenir une assemblée générale sous forme électronique et sans lieu de réunion physique (art. 701d P-CO). La tenue d'une assemblée générale virtuelle sera ainsi soumise aux deux conditions suivantes : l'exigence d'une base statutaire et, dans ce cas, la désignation d'un représentant indépendant par le conseil d'administration. Selon le Message du Conseil fédéral, cette dernière obligation sert notamment à éviter « *que les actionnaires soient forcés d'utiliser les médias électroniques prévus par le conseil d'administration pour exercer leur droit de vote* ». ⁵²⁹

Bien qu'il soit vrai que le recours aux moyens électroniques dans l'exercice des droits de vote et de la tenue de l'assemblée générale n'est pas exempt de

⁵²⁴ MAIZAR (2012), 614.

⁵²⁵ SCHWARZENBACH (2014), 404.

⁵²⁶ BETTSCHART (2008), 153.

⁵²⁷ Message du Conseil fédéral concernant la modification du code des obligations du 23 novembre 2016 FF 2017 506.

⁵²⁸ PÖSCHEL (2010), *in* : Watter (2010), 242 ; MAIZAR (2012), 409.

⁵²⁹ Message du Conseil fédéral concernant la modification du code des obligations du 23 novembre 2016 FF 2017 506.

risques, en particulier au niveau de l'accessibilité, de la sécurité et de la technique,⁵³⁰ la digitalisation des assemblées générales est considérée comme étant un phénomène inéluctable de l'ère du numérique,⁵³¹ offrant « à la fois les avantages d'un accès élargi et d'une réduction des coûts d'organisation et de participation ».⁵³²

4. Les moyens d'intervention en amont de l'assemblée générale

Les actionnaires ont la possibilité d'influencer la prise de décisions avant la tenue de l'assemblée générale : ils peuvent notamment initier eux-mêmes une assemblée générale, déterminer un ou plusieurs objets à l'ordre du jour ou encore formuler une proposition concernant un objet déjà inscrit.

A. La convocation d'une assemblée générale, l'inscription d'un objet à l'ordre du jour et la formulation d'une proposition

Bien que la convocation de l'assemblée générale et l'établissement de l'ordre du jour tombent dans le domaine de compétence du conseil d'administration (art. 699 al. 1 CO),⁵³³ les actionnaires ont, en vertu l'art. 699 al. 3 CO, le droit de requérir du conseil d'administration qu'il procède à une telle convocation ou qu'il fasse inscrire un objet spécifique à l'ordre du jour. Sachant que l'assemblée générale doit être convoquée au moins vingt jours avant la date de la réunion (art. 700 al. 1 CO), les actionnaires peuvent eux-mêmes lancer le processus de formation de la volonté sociale.

L'art. 699 al. 3 CO soumet l'exercice des droits de convocation et celui de porter un objet à l'ordre du jour à des seuils à atteindre alternativement par un actionnaire ou par plusieurs actionnaires agissant ensemble. L'idée sous-jacente du législateur à l'instauration de ces seuils était qu'il ne s'agit pas de droits individuels, mais des droits protégeant les actionnaires minoritaires.⁵³⁴ Ainsi, pour pouvoir requérir la convocation d'une assemblée générale, l'actionnaire ou les actionnaires agissant ensemble, doivent réunir au moins 10% du capital-actions et l'inscription d'un objet à l'ordre du jour n'est ouverte qu'aux

⁵³⁰ Une analyse complète des risques de l'utilisation des moyens électroniques dépasserait le cadre de notre étude ; voir à ce propos : Département fédéral de la justice et de la police (DFJP), POGGIO/ZIHLER/TAGMANN, Résultats de la consultation sur l'avant-projet du 28 novembre 2014 de modification du code des obligations (droit de la société anonyme) du 17 septembre 2015, 14 ; MAIZAR (2012), 231 ss.

⁵³¹ CHENAUX (2016), 484 (avec d'autres références).

⁵³² CHENAUX (2016), 484.

⁵³³ Notons toutefois que l'organe de révision, les liquidateurs et les représentants des obligataires ont également le droit de convoquer une assemblée générale.

⁵³⁴ CHENAUX (2003), *in*: Bohrer *et al.* (2003), 115; BÖCKLI (2009), §1 2 N 60.

actionnaires qui représentent des actions totalisant une valeur nominale d'un million de francs. La doctrine reconnaît que selon le principe *a maiore ad minus*, le droit de faire inscrire un objet à l'ordre du jour est également ouvert à tout actionnaire qui remplit les conditions pour requérir la convocation d'une assemblée générale⁵³⁵ et que l'inscription d'un objet à l'ordre du jour implique nécessairement la formulation d'une proposition.⁵³⁶ À la différence des droits de convoquer une assemblée générale et de faire inscrire un objet à l'ordre du jour, le droit de formuler une contreproposition constitue un droit individuel et appartient donc à chaque actionnaire, à condition que la proposition entre dans le cadre d'un objet qui a été dûment porté à l'ordre du jour.⁵³⁷ Cela étant, aux actionnaires qui n'atteignent pas les seuils impartis par la loi ou les statuts pour convoquer une assemblée générale ou encore demander l'inscription d'un objet à l'ordre du jour, il ne leur reste plus comme possibilité de faire usage de leur droit individuel de faire une proposition lors de l'assemblée générale, de communiquer leur contre-proposition à travers la presse ou de recourir à un des moyens d'intervention informels.⁵³⁸

B. Les difficultés pratiques d'intervenir en amont de l'assemblée générale

En termes de contrôle, les droits de convocation et d'inscription d'un objet à l'ordre du jour jouent un rôle important dans le maintien d'un équilibre des rapports de force au sein de la société. Ceci est vrai en théorie, car la réalité montre bien clairement que la part des investisseurs pouvant réellement faire valoir leurs droits d'intervenir en amont de l'assemblée générale est très basse, étant donné que les seuils légaux sont extrêmement difficiles à atteindre lorsque l'actionariat est dispersé.

Tout d'abord, concernant le droit de formuler une contre-proposition, la difficulté ne réside pas dans un seuil qu'il s'agit d'atteindre, mais dans le fait que le conseil d'administration n'est pas tenu de communiquer aux autres actionnaires les propositions qu'il a reçu en amont de l'assemblée générale.⁵³⁹ La coordination et la communication entre actionnaires, nécessaire pour

⁵³⁵ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 23 N 27; FORSTMOSER, *in*: Hirsch *et al.* (1997), 118; KUNZ (2001), § 11 N 141 ss; BETTSCHART (2008), 148; BÖCKLI (2009), § 12 N 66; MAIZAR (2012), 289; TANNER, ZK OR II (2003), art. 699 al. 3 N 73.

⁵³⁶ BETTSCHART (2008), 146 ; MAIZAR (2012), 292.

⁵³⁷ Art. 700 al. 2 et 3 CO ; BÖCKLI (2009), § 12 N 71.

⁵³⁸ MAIZAR (2012), 241 et 292. Sur les moyens d'intervention informels, voir *infra*, deuxième partie, chapitre 2, section III 2.

⁵³⁹ L'exception est une proposition qui est contenue dans une requête de convocation d'une assemblée générale extraordinaire ou d'une inscription d'un objet à l'ordre du jour au sens de l'art. 699 al. 3 CO.

convaincre les autres actionnaires de voter contre les propositions du conseil d'administration, peuvent dès lors s'avérer extrêmement difficiles et coûteuses.

Quant aux droits de convoquer une assemblée générale extraordinaire et de faire inscrire un objet à l'ordre du jour, la difficulté des actionnaires consiste surtout dans le niveau élevé des seuils légaux. Le seuil légal de 10% du capital-actions nécessaire pour requérir la convocation d'une assemblée générale extraordinaire représente un obstacle particulièrement important : la problématique peut être illustrée par l'exemple de l'actionnariat de *Novartis* et *UBS*, deux sociétés du SMI qui se caractérisent par un actionnariat particulièrement fragmenté. Dans le cas de *Novartis*, aucun investisseur ne parvient à atteindre le seuil minimal.⁵⁴⁰ Chez *UBS*, un investisseur dépasse le seuil minimal requis, à savoir *Chase Nominees Ltd.* (avec une participation de 11.16 %).⁵⁴¹ Certes, les seuils légaux de l'art. 699 al. 3 CO sont de nature semi-impérative et peuvent de ce fait être abaissés par les statuts (mais pas augmentés), il convient toutefois de relever qu'au moment de la rédaction de la présente section, aucune des vingt sociétés du SMI n'avait fait usage de cette possibilité.⁵⁴²

En revanche, il en va différemment en ce qui concerne les seuils exigés pour porter un objet à l'ordre du jour, sachant que plus de la moitié des sociétés du SMI ont prévu des seuils moins sévères dans leurs statuts. Cela s'explique par le fait que le rattachement à la valeur boursière augmente en réalité les seuils, rendant pratiquement impossible ou excessivement difficile l'exercice de ce droit dans le contexte des sociétés cotées en bourse. Compte tenu du fait que la capitalisation boursière dépasse en principe largement la valeur nominale de la société, le rattachement à la valeur nominale comme référence semble effectivement peu opportun dans la mesure où cela correspond en réalité souvent à un investissement de plusieurs milliards de francs.⁵⁴³ L'écart entre les valeurs boursières et nominales est également la raison pour laquelle la majorité des investisseurs continuent à rencontrer des difficultés pour porter un objet à l'ordre du jour, même lorsque les statuts dérogent au régime légal en prévoyant des valeurs seuils plus souples.⁵⁴⁴ Certes, les actionnaires peuvent se regrouper entre eux en vue d'atteindre un des seuils, cette possibilité étant même

⁵⁴⁰ Novartis, Annual Report (2017), 88. Jour de référence : 31 décembre 2017.

⁵⁴¹ Jour de référence : 31 décembre 2017. Voir les informations disponibles sur le site web d'*UBS*: https://www.ubs.com/global/en/about_ubs/investor_relations/share_information/significant.html (consulté le 1er février 2018) ; voir également *UBS*, Rapport annuel (2016), 211.

⁵⁴² Jour de référence : 1^{er} janvier 2018.

⁵⁴³ BÖCKLI/HUGUENIN/DESSEMONTET/TURIN/DUC (2004), 124 ; MAIZAR (2012), 603.

⁵⁴⁴ À titre d'exemple, les statuts de *Julius Bär* dérogent au régime légal dans la mesure où elles disposent qu'un actionnaire détenant des actions d'une valeur nominale de 100'000 francs suisses peut requérir l'inscription d'un objet à l'ordre du jour (art. 8.9 des statuts de *Julius Bär Holding AG* du 9 avril 2014). Or, en termes de valeur boursière, ceci correspond à un investissement qui dépasse les 150 millions de francs suisses et à une participation d'environ 2.4%.

explicitement prévue par le texte légal. La pratique montre toutefois qu'ils ne font pas régulièrement usage de cette possibilité, étant donné que l'anonymat du registre des actions complexifie l'identification et la coordination des actionnaires.

En réponse aux nombreuses critiques formulées en doctrine qui jugent les seuils légaux (autant pour la convocation d'une assemblée générale extraordinaire que pour l'inscription d'un objet à l'ordre du jour) trop sévères, voire irréalistes à atteindre pour la majorité des actionnaires dans les sociétés cotées hautement capitalisées,⁵⁴⁵ empêchant donc l'exercice effectif de ces droits, le Conseil fédéral préconise, dans son projet de révision, un abaissement considérable de ces seuils, ainsi que l'instauration de seuils différenciés selon que les actions de la société sont cotées en bourse ou non.⁵⁴⁶ Ce faisant, le Conseil fédéral s'efforce de traduire au niveau du droit contraignant une recommandation du CSBP, selon laquelle « *les statuts peuvent prévoir d'abaisser de manière appropriée les valeurs limites inscrites dans la loi pour requérir l'inscription d'un objet à l'ordre du jour ou la convocation d'une assemblée générale extraordinaire* », dans l'objectif général de faciliter l'exercice des droits légaux des actionnaires.⁵⁴⁷ Selon le projet, pour les sociétés cotées, le seuil relatif au droit de requérir la convocation de l'assemblée générale serait atteint lorsque les actionnaires qui en font la demande détiennent, ensemble ou séparément, au moins 3 % du capital-actions ou des voix (art. 699 al. 3 ch. 1 P-CO). S'agissant du seuil relatif à l'inscription d'un objet à l'ordre du jour et au droit de proposition, les actionnaires des sociétés cotées devraient détenir au minimum une participation de 0.25% du capital-actions ou des voix (art. 699a al. 1 ch. 1 P-CO). Même si la réduction substantielle des seuils légaux, proposée dans le projet de révision était adoptée, l'exercice des droits de convocation et d'inscription d'un objet à l'ordre du jour restera difficilement accessible pour la majorité des investisseurs institutionnels, notamment parce que les coûts associés à la communication entre actionnaires constituent un frein à l'intervention et, cela même, lorsque les seuils sont atteints.

C. La communication entre investisseurs en vue du lancement d'un « proxy fight »

Les batailles de procurations, plus connues sous l'appellation anglaise *proxy fights*, sont l'expression ultime d'un désaccord entre les actionnaires

⁵⁴⁵ Voir par exemple BÖCKLI (2009), § 12 N 61 qui désignait la condition de réunir des actions d'une valeur nominale de 1 million de francs pour pouvoir requérir la convocation d'une assemblée générale comme une « *inadvertance du législateur* » (« *Es liegt ein Versehen des Gesetzgebers vor [...]* ») ; voir également BETTSCHART (2008), 148 ; MAIZAR (2012), 289 ss ; KUNZ (2015), 44.

⁵⁴⁶ Message du Conseil fédéral concernant la modification du code des obligations du 23 novembre 2016, FF 2017 409.

⁵⁴⁷ Point 2 (1) CSBP (2014).

minoritaires et la direction. Concrètement, on entend par *proxy fight* le « *combat qui oppose le conseil d'administration aux actionnaires dissidents pour obtenir les procurations des actionnaires passifs* ». ⁵⁴⁸

S'agissant d'une forme d'activisme actionnarial spécifique, les batailles de procurations peuvent viser deux objectifs distincts : d'une part, un changement de contrôle par le remplacement du conseil d'administration, d'autre part, une prise d'influence directe sur la gestion de la direction et du conseil d'administration en exercice. ⁵⁴⁹ Alors que dans le premier cas de figure, la bataille de procurations se déroule en principe dans le cadre d'une OPA et vise à contrer les mesures de défense mises en place par le conseil d'administration, la bataille de procurations dont l'objectif est la prise d'influence se concrétise par la formulation de contre-propositions sur un sujet particulier ou par l'exercice du droit de porter un objet à l'ordre du jour par un actionnaire ou un groupement d'actionnaires. Dès lors, l'objectif final d'un *proxy fight* n'est pas forcément le contrôle direct de la société, mais l'ambition d'acquérir un poids de vote suffisant pour influencer les décisions. ⁵⁵⁰ En tout état de cause, quel que soit l'objectif final, l'essentiel d'une bataille de procurations se joue en amont de la tenue de l'assemblée générale puisque c'est à ce moment-là que les actionnaires activistes doivent s'organiser pour contacter les autres actionnaires minoritaires, essayer de les convaincre de leur donner les pouvoirs afin de voter lors de l'assemblée générale en faveur de leur proposition ou contre les résolutions du conseil d'administration.

L'intervention actionnariale par le lancement d'un *proxy fight* est une technique principalement connue aux États-Unis et, dans une moindre mesure aussi en Grande-Bretagne. En Suisse, tout comme dans les autres pays de l'Europe continentale, les batailles de procurations sont peu fréquentes. ⁵⁵¹ Pourtant, il n'est pas interdit en droit suisse, qu'un actionnaire dissident collecte des procurations de vote des autres actionnaires en vue de l'exercice du droit de vote. Effectivement, comme le précise SCHÄRER, pour autant que le représentant ne soit ni membre d'un organe ni dépositaire, la représentation « massive » par une tierce personne, y compris par un actionnaire, n'est pas prohibée en vertu de l'art. 11 ORAb. ⁵⁵²

⁵⁴⁸ CHENAUX, *in* : Chabot (2013), 80.

⁵⁴⁹ WATTER/RAMPINI, *in* : Tschäni (2001), 3 ; PINTO/GEVURTZ, *in* : Fleckner *et al.* (2013), 1070 *et seq.*

⁵⁵⁰ En ce sens : ALBOUY/SCHATT (2009), 298.

⁵⁵¹ ALBOUY/SCHATT (2009), 298 ; WATTER/RAMPINI, *in* : Tschäni (2001), 3 ; pour une étude comparative des actions de coalition des actionnaires minoritaires dissidents en France et Grande-Bretagne, voir GIRARD (2001), 123 *ss* ; pour une étude comparative sur les démarches des actionnaires minoritaires dans les sociétés cotées de 13 pays de l'Europe continentale, voir FACCIO/LANG (2001), 366 *ss*.

⁵⁵² SCHÄRER, *Praxiskommentar VegüV* (2014), art. 11 N 15: « [...] *nicht erfasst vom Verbot von Art. 11 VegüV ist die «massenhafte» Vertretung durch eine Drittperson, die weder ein vom Verwaltungsrat ernannter Organvertreter noch ein Depotvertreter ist*».

L'intérêt pour la présente thèse par rapport à l'étude des *proxy fights* réside dans la question de savoir pourquoi cette forme d'intervention actionnariale est si rare en Suisse. À notre sens, la principale raison est le déséquilibre de pouvoirs entre le conseil d'administration et les actionnaires minoritaires, ainsi que l'absence d'un système de *proxy rules* à l'image du droit américain.

Sans vouloir entrer dans les détails techniques des *proxy rules* américaines,⁵⁵³ force est de constater que la sollicitation pour les procurations en vue de l'exercice des droits de vote constitue un pilier central du système américain. Comme l'explique MAIZAR en détail, à la différence de la conception suisse de l'assemblée générale, basée (au moins théoriquement) sur l'immédiateté et la présence physique des actionnaires, les *proxy rules* américaines reposent sur l'idée que l'information et la formation de la volonté sociale ont lieu avant la réunion physique de l'assemblée générale.⁵⁵⁴ En effet, les différents droits étatiques soumettent le vote des actionnaires à des quorums de présence relativement élevés, mais sachant que seulement une fraction des actionnaires participe physiquement aux assemblées générales, les sociétés se voient obligées de solliciter les procurations de vote des actionnaires avant le déroulement de l'assemblée générale pour faire approuver leurs propositions. En même temps, les actionnaires dissidents ont également l'opportunité de solliciter les procurations des autres actionnaires et peuvent dès lors se mettre en concurrence avec la société. La conséquence en est une véritable bataille pour les procurations de vote des actionnaires passifs.

Grâce aux principes du *full and fair disclosure* et de l'égalité de moyens entre la société et les actionnaires⁵⁵⁵ (qui exigent notamment que toute sollicitation de procuration, qu'elle soit le fait de la société ou des actionnaires dissidents, fasse l'objet d'un *proxy statement* déposé auprès de la SEC), société et actionnaires dissidents se rencontrent, en tout cas à première vue, d'égal à égal. Cependant, si l'on approfondit la question, il apparaît que la société est privilégiée d'un point de vue financier, ce qui explique partiellement pourquoi la sollicitation des procurations par les actionnaires dissidents demeure l'exception plutôt que la règle.⁵⁵⁶ Néanmoins, les actionnaires activistes ont l'avantage de pouvoir se limiter à sélectionner les actionnaires dont ils cherchent à obtenir les

⁵⁵³ Pour une vue d'ensemble des *proxy fights* initiés par les actionnaires dissidents en droit américain, voir MAIZAR (2012), 518 ss.

⁵⁵⁴ MAIZAR (2012), 554.

⁵⁵⁵ Rule 14a-3 14a 9 Securities Exchange Act (1034).

⁵⁵⁶ PINTO/GEVURTZ, in : Fleckner *et al.* (2013), 1070. À la différence de la sollicitation de procurations initiée par la société, les actionnaires ne peuvent pas répercuter les coûts de la démarche sur la société. Notons également que dans l'objectif de réduire les coûts de la sollicitation des procurations et de promouvoir l'intervention des actionnaires, la SEC a introduit en 2010 des règles exigeant des sociétés la publication des *proxy statements* (aussi bien ceux provenant de la société que ceux des actionnaires dissidents) sur leur site internet. Cependant, selon la doctrine et des rapports d'experts, les règles de la SEC n'ont pas rencontré le succès escompté, dans la mesure où elles n'ont pas conduit à une augmentation des batailles des procurations par les actionnaires. Voir notamment, FAIRFAX (2011b), 22 *et seq* ; SACONE (2010), 4 ss.

procurations de vote, dans la mesure où ils ne sont pas obligés de contacter l'ensemble des actionnaires.⁵⁵⁷

Dans une perspective d'activisme actionnarial, l'avantage essentiel du système américain et l'une des raisons pour lesquelles les *proxy fights* y sont plus fréquents,⁵⁵⁸ réside dans le soutien que la société doit apporter aux actionnaires : l'actionnaire qui se lance dans un *proxy fight*, voit sa stratégie soutenue par le fait que le contact avec les autres actionnaires lui est facilité. Les règles de la SEC obligent les sociétés à fournir aux actionnaires, sur demande, une liste des actionnaires inscrits au registre des actions ou de transmettre, à la charge de l'actionnaire activiste, le matériel de vote et le matériel publicitaire.⁵⁵⁹ Pour rappel, en droit suisse, sous réserve des participations dépassant les seuils de l'obligation de déclarer de l'art. 120 al. 1 LIMF, un actionnaire dissident n'a en principe pas de moyen de connaître l'identité des autres actionnaires, dans la mesure où le registre des actions est anonyme. L'actionnaire qui cherche à convaincre les autres actionnaires de ses propositions en vue d'obtenir leurs procurations, doit en principe financer sa propre campagne en passant par la presse ou en utilisant les moyens de la diffusion d'informations offerts par internet.⁵⁶⁰

On observe dès lors que l'approche du droit américain, impliquant une communication et un échange d'informations en amont de l'assemblée générale, permet aux actionnaires dissidents de prendre contact avec les autres actionnaires minoritaires pour influencer sur la formation de la volonté sociale.⁵⁶¹ La communication entre actionnaires a ainsi lieu au moment décisif, soit avant la prise de décision de vote.

Enfin, le droit suisse prive les actionnaires de prendre contact avec d'autres actionnaires et d'échanger sur le vote, ce qui rend ainsi une rencontre à armes égales avec le conseil d'administration impossible. Certes, grâce à la suppression de la représentation institutionnelle par un membre d'un organe au sens de l'art. 689c CO (art. 11 ORAb), le conseil d'administration n'est plus autorisé à envoyer des procurations de vote en blanc aux actionnaires, soit une pratique répandue avant l'entrée en vigueur de l'ORAb.⁵⁶² Cependant, le conseil d'administration maintient sa position privilégiée dans la formation de la

⁵⁵⁷ MAIZAR (2012), 520.

⁵⁵⁸ Mis à part l'environnement réglementaire plus propice à l'activisme actionnarial, la concentration de l'actionnariat – plus élevée dans les sociétés américaines, ainsi que la présence de nombreux actionnaires de contrôle et les privilèges de vote dans certaines sociétés en Europe, constituent des autres facteurs clés pour expliquer la fréquence de survenance des *proxy fights* plus importante aux États-Unis ; voir notamment ALBOUY/SCHATT (2009), 303 *et seq.*

⁵⁵⁹ 17 CFR § 240.14a-7.

⁵⁶⁰ TSCHÄNI/DIEM/WOLF (2013), 512.

⁵⁶¹ MAIZAR (2012), 554.

⁵⁶² GOTSCHEV (2005), 431 ss; KÜNZLE, *in*: von der Crone *et al.* (2003), 418; MAIZAR (2012), 130 ss; SCHÄRER, Praxiskommentar VegüV (2014), art. 11 N 5.

volonté sociale avant le déroulement de l'assemblée générale : premièrement, comme le signalent MALACRIDA et SPILLMANN, la suppression de la représentation institutionnelle par un membre d'un organe de l'art. 11 ORAb ne conduit pas automatiquement à l'interdiction de la représentation individuelle par un membre d'un organe ou une autre personne liée au conseil d'administration au sens de l'art. 689 al. 2 CO.⁵⁶³ La différence cruciale par rapport à la représentation institutionnelle par un organe réside dans le fait que la représentation individuelle par un organe ne laisse plus l'opportunité au conseil d'administration de promouvoir et d'offrir le service de représentation globalement à l'ensemble des actionnaires.⁵⁶⁴ Deuxièmement, il convient de rappeler que le conseil d'administration est privilégié par rapport aux actionnaires par sa faculté de prédéterminer le vote grâce à sa compétence de préparer l'assemblée générale et son ordre du jour.⁵⁶⁵

Notons pour terminer que le droit américain apporte également un soutien aux actionnaires dissidents en dehors des sollicitations des procurations : l'équivalent du droit américain au droit de porter un objet à l'ordre du jour de l'art. 699 al. 3 CO oblige les sociétés d'intégrer, dans leur propre *proxy statement*, les propositions des actionnaires à hauteur de 500 mots lorsque l'actionnaire détient des participations d'une valeur de marché de USD 2000 ou de 1% du capital-actions au moins et cela pour une durée minimale d'un an précédent la requête.⁵⁶⁶ Pour les actionnaires activistes, cette voie représente dès lors une alternative à la sollicitation des procurations.⁵⁶⁷

5. L'intervention dans la prise de décisions opérationnelles

Il découle du principe de parité, « *en vertu duquel chaque organe est investi de certaines compétences inaliénables* »,⁵⁶⁸ que les actionnaires ne peuvent pas s'immiscer dans la gestion de la société. La prise de décisions opérationnelles ou stratégiques de la société, telles que la nomination ou la révocation des dirigeants ou la vente d'un secteur d'activité non rentable, échappent dès lors à la sphère de compétence des actionnaires. En ce sens, l'art 716a CO fournit une liste des attributions du conseil d'administration qui sont intransmissibles et inaliénables. Cela implique que l'assemblée générale ne saurait donner des instructions au conseil d'administration sur ces questions ou intervenir de toute

⁵⁶³ MALACRIDA/SPILLMANN (2013), 502.

⁵⁶⁴ SCHÄRER, Praxiskommentar VegüV (2014), art. 11 N 6; DUBS/PÖSCHEL, GesKR Kommentar VegüV (2014), art. 11 N 9; NIKITINE, BSK-VegüV (2015), art. 11 N 19.

⁵⁶⁵ *Supra*, deuxième partie, chapitre 2, section II 3 D.

⁵⁶⁶ SEC Rule 17 CFR §240. 14a-8(i) (9).

⁵⁶⁷ MAIZAR (2012), 539 (en signalant toutefois qu'en droit américain, les actionnaires ne sont pas autorisés à formuler une contre-proposition à un objet qui a déjà été porté à l'ordre du jour).

⁵⁶⁸ MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER (2015), § 16 N 352 ; voir également MAROLDA MARTINEZ (2006), 62.

autre manière dans les domaines qui sont réservés à la compétence exclusive du conseil d'administration. En outre, comme le précisent STOFFEL et GABELLON, les décisions qui ne relèvent pas de la liste de compétences de l'art. 716a al. 1 CO, ne sauraient non plus « être déléguées à l'assemblée générale, puisque la possibilité de déléguer des compétences de gestion n'existe qu'en faveur de certains membres du conseil d'administration ou de tiers, à savoir la direction (art. 716b CO) ».569

À la lumière de cette répartition de compétences rigoureuse, il ressort que tout actionnaire qui souhaite intervenir formellement dans la prise de décisions de gestion ne peut le faire autrement que par la voie indirecte, c'est-à-dire en se faisant élire au conseil d'administration. Il va sans dire que cela est également le cas pour les investisseurs institutionnels ou les actionnaires activistes, même si, comme l'observe notamment DAENIKER, les campagnes d'actionnaires activistes peuvent parfois être assorties d'une attitude interventionniste en ce qui concerne la gestion et la prise de décisions stratégiques.⁵⁷⁰ Il convient en outre de préciser que les investisseurs institutionnels qui souhaitent siéger au conseil d'administration doivent nommer un membre qui les représente, étant donné que l'art. 707 al. 3 CO limite l'éligibilité au conseil d'administration à des personnes physiques.

Dans les cas extrêmes, un investisseur institutionnel qui intervient dans la prise de décisions stratégiques ou opérationnelles sans être représenté formellement au sein du conseil d'administration ou dans la direction pourrait être qualifié d'organe de fait.⁵⁷¹ Du moment qu'un investisseur (ou plutôt son représentant) est désigné d'organe de fait, il est soumis, au même titre que les membres du conseil d'administration et de la direction, au devoir de fidélité et de diligence envers la société et les autres actionnaires (art. 717 al. 1 CO).⁵⁷² Selon la jurisprudence du Tribunal fédéral, est considéré comme organe de fait, toute personne qui exécute des attributions qui appartiennent à la direction supérieure de la société et qui influence, ainsi, notablement le processus décisionnel dans la société.⁵⁷³ Comme le souligne CHABLOZ, « un rôle purement auxiliaire dans le processus décisionnel n'est pas suffisant ».574 Il nous semble cependant peu vraisemblable qu'un investisseur institutionnel puisse être qualifié d'organe de fait, surtout en tenant compte que les investisseurs institutionnels ne détiennent généralement pas de positions de contrôle.

⁵⁶⁹ STOFFEL/GABELLON (2015), 438.

⁵⁷⁰ Traduit par l'auteure. Version originale, DAENIKER (2016), 440: « *Viele Aktivistenkampagnen versuchen denn auch, dem Verwaltungsrat bis ins letzte Detail vorzuschreiben, wie dieser sein Geschäft führen soll; aber das ist nicht Sache der Aktionäre* ».

⁵⁷¹ FORSTMOSER, in: Bucher *et al.* (2005), 800.

⁵⁷² KUNZ (2001), § 8 N 45; BÖCKLI/BÜHLER (2005), 108; BÖCKLI (2009), § 13 N 659.

⁵⁷³ ATF 136 III 14, consid. 2.4; 132 III 523, consid. 4a; 128 III 92, consid. 3; ATF 128 III 29, consid. 3a; ATF 117 II 570, consid. 3.

⁵⁷⁴ CHABLOZ (2012), N 802, en se référant notamment à GABARSKI (2006), 29 et à GLANZMANN (2000), 162.

Il apparaît que la représentation des investisseurs institutionnels au sein des conseils d'administration s'est avérée moins répandue que prévue.⁵⁷⁵ La prise d'influence sur les décisions opérationnelles implique un devoir de diligence et de fidélité,⁵⁷⁶ ce qui réduit, au moins dans les faits, leur possibilité de faire usage de l'option *exit* et les exposerait même, dans les cas extrêmes, à un risque de responsabilité.⁵⁷⁷ En règle générale, on constate que les investisseurs institutionnels font preuve de scepticisme à l'égard de cette possibilité et cela pour différentes raisons : comme il a été mentionné plus haut, les représentants des banques ont cessé de siéger aux conseils d'administration des sociétés publiques pour éviter des conflits d'intérêts avec leurs activités en tant que banques d'investissement.⁵⁷⁸ En ce qui concerne les institutions de prévoyance, la raison principale repose principalement sur une diversification du portefeuille très élevée qui rend une représentation au conseil d'administration d'une société particulière généralement peu intéressante. Quant aux fonds souverains, qui se caractérisent souvent par des participations plus concentrées que les institutions de prévoyance, l'absence d'implication formelle à travers la nomination d'un représentant au conseil d'administration vise notamment à tempérer les craintes des pays d'accueil des investissements des fonds souverains à l'égard des risques d'une ingérence politique dans des secteurs économiques clés.⁵⁷⁹

Partant du principe que les investisseurs institutionnels n'agissent généralement pas comme des actionnaires majoritaires dans les sociétés cotées, l'élection d'un représentant d'un investisseur institutionnel au conseil d'administration requiert l'effort supplémentaire d'une concertation de la part de l'assemblée générale.⁵⁸⁰ Finalement, il semblerait que l'intervention des investisseurs institutionnels dans la prise de décisions opérationnelles passe, le cas échéant, par la voie informelle.⁵⁸¹

⁵⁷⁵ Voir par exemple l'étude d'ANDERSON et HERTIG qui prédisaient en 1994 que des problématiques liées à la représentation d'investisseurs institutionnels au sein du conseil d'administration allaient s'accroître à l'avenir : « *The issues of the representation of institutional investors on, and of their influence on, boards of directors of Swiss public companies should become more important with the rise of institutional funds.* », ANDERSON/HERTIG, in : Baums *et al.* (1994), 519.

⁵⁷⁶ Voir notamment ATF 130 III 213, consid. 2.2.2 ; BÖCKLI (2009), §13 N 596 (avec d'autres références).

⁵⁷⁷ Traduit par l'auteur. Version originale, FORSTMOSER, in : Bucher *et al.* (2005), 798 : « *Der Vorteil einer direkten Einflussnahme im Leitungsorgan einer Gesellschaft ist indes mit gewichtigen Nachteilen verbunden: Anders als der Aktionär unterliegt das Verwaltungsratsmitglied einer strengen Treue- und Sorgfaltspflicht, und dies in gleicher Weise gegenüber der Gesellschaft wie auch gegenüber ihren Aktionären. Sodann wird durch die Mitwirkung in der Exekutive die Alternative Exit eingeschränkt: Zwar nicht rechtlich, wohl aber faktisch wird sich ein Aktionär nicht einfach von seiner Beteiligung trennen können, solange er im Verwaltungsrat vertreten ist. Im Extremfall kann sich aus der Einsitznahme sogar ein Haftungsrisiko ergeben.* ».

⁵⁷⁸ *Supra*, première partie, chapitre 3, section IV 1 D.

⁵⁷⁹ *Supra*, première partie, chapitre 3 section IV 2 A.

⁵⁸⁰ FORSTMOSER, in : Bucher *et al.* (2005), 798.

⁵⁸¹ Sur l'intervention informelle des investisseurs institutionnels, *infra*, deuxième partie, chapitre 2, section III.

6. L'intervention moyennant l'action sociale oblique

Les actionnaires ont la possibilité d'assurer la mise en œuvre des obligations des dirigeants sociaux par le biais des actions légales fondées sur le droit de la société anonyme,⁵⁸² le droit des marchés financiers⁵⁸³ ainsi que sur le droit des fusions.⁵⁸⁴ Dans une optique de gouvernance et d'engagement actionnarial, le recours à la voie judiciaire constitue une forme de prise de parole par les actionnaires qui peut contribuer à façonner le comportement des dirigeants.

Dans le contexte qui nous occupe, un intérêt particulier doit être porté à l'action en responsabilité dans l'administration et la gestion hors faillite au sens des art. 754 CO ss qui permet à la société, aux actionnaires et aux créanciers sociaux d'être indemnisés pour un dommage causé par les agissements d'un ou de plusieurs administrateurs. Lorsque l'action en responsabilité est introduite par un actionnaire, elle prend typiquement la forme d'une action sociale oblique (art. 756 CO en relation avec l'art. 754 CO), étant donné que l'actionnaire est généralement lésé par ricochet, en subissant une diminution de la valeur des actions, lorsque les agissements d'un administrateur causent un dommage direct à la société.⁵⁸⁵

A. Un moyen de contrôle théorique

L'action sociale oblique, soit une action qui peut être introduite par les actionnaires pour le compte de la société, représente selon CHABLOZ, « un élément important dans le contrôle des sociétés ouvertes au public ». ⁵⁸⁶ La simple crainte de pouvoir devenir la cible d'une action en responsabilité est censée encourager les membres du conseil d'administration et de la direction à gérer la société dans l'intérêt des actionnaires. On peut donc supposer que la capacité

⁵⁸² Le droit de la société anonyme ouvre la voie judiciaire aux actionnaires pour agir en restitution des prestations (art. 678 al. 3 CO), pour demander la délivrance d'information (art. 697 al. 4 CO), l'institution d'un contrôle spécial (art. 697b al. 1 CO) et la convocation d'une assemblée générale extraordinaire (art. 699 al. 4 CO). Ils peuvent également s'adresser au juge pour demander l'annulation d'une décision de l'assemblée générale (art. 706 al. 1 CO), la nullité d'une décision de l'assemblée générale ou du conseil d'administration (art. 706b et 714 CO); la dissolution de la société (art. 736 ch. 4 CO); la responsabilité des fondateurs (art. 753 CO), des administrateurs ou des liquidateurs (art. 754 al. 1 CO).

⁵⁸³ En matière de *squeeze-out*, les actionnaires peuvent participer à la procédure entamée par l'offrant en vue de l'annulation des titres restants en mains d'actionnaires minoritaires (art. 137 al. 1 LIMF).

⁵⁸⁴ Lors d'une opération de restructuration les actionnaires peuvent demander au juge de vérifier le rapport d'échange (art. 105 al. 1 LFus).

⁵⁸⁵ Lorsque l'actionnaire est directement lésé, il est habilité à agir à titre individuel contre les organes de la société. Dans ce cas il doit fonder son action sur les principes généraux de la responsabilité civile (art. 41 ss CO). Notons toutefois que l'action individuelle de l'actionnaire hors faillite joue un rôle minime en pratique.

⁵⁸⁶ CHABLOZ (2012), N 29.

des actionnaires de poursuivre les organes dirigeants en justice leur permet de contrôler les agissements des dirigeants et de réduire ainsi les coûts d'agence.⁵⁸⁷

Il se pose toutefois la question de savoir dans quelle mesure l'action sociale oblique, telle que conçue par le droit suisse, constitue un moyen efficace des actionnaires pour réduire les coûts d'agence, notamment en comparaison à l'exercice des droits de vote. Partant du principe que les actionnaires sont des acteurs économiques rationnels, nous pouvons supposer qu'ils comparent les coûts et les bénéfices présumés d'une action sociale oblique avec ceux des autres mécanismes de gouvernance avant d'entamer une procédure.⁵⁸⁸ Ainsi, pour que l'action sociale oblique ne demeure pas simplement un mécanisme de gouvernance théorique, il faut que les actionnaires trouvent des incitations suffisantes pour choisir cette voie. À ce propos, il est essentiel de réduire les obstacles procéduraux qui entravent le recours à la voie judiciaire. Il est également important que les actionnaires puissent escompter que leurs chances de succès, ainsi que leurs bénéfices en cas de gain de cause, ne soient pas insignifiantes.⁵⁸⁹

B. La faible importance pratique

À première vue, les exigences de la qualité pour agir de l'actionnaire ne semblent pas être des obstacles pour introduire l'action en responsabilité au nom de la société: la légitimité active de l'actionnaire ne dépendant pas de son pouvoir de vote dans la société, il est suffisant qu'il soit titulaire d'une seule action de la société en question pour pouvoir intenter l'action.⁵⁹⁰ La jurisprudence du Tribunal fédéral précise, en outre, que la qualité pour agir de l'actionnaire ne peut pas être limitée par le fait qu'il n'était pas encore actionnaire au moment où les faits opposables à l'administrateur se sont produits.⁵⁹¹ Néanmoins, en Suisse, de même que dans d'autres ordres juridiques, l'action sociale oblique revêt une importance pratique négligeable.⁵⁹² Cet état de fait s'explique principalement par trois facteurs, à savoir (a) un défaut d'informations des actionnaires, (b) des faibles incitations financières et (c) des obstacles procéduraux considérables.

⁵⁸⁷ CHABLOZ (2012), N 732 ; GRAF (2013), 407 ; voir également FAIRFAX (2011b), 32.

⁵⁸⁸ GRAF (2013), 408.

⁵⁸⁹ GRAF (2013), 407.

⁵⁹⁰ AUBRY GIRARDIN, CR CO II (2017), art. 756 N 6.

⁵⁹¹ ATF 131 III 640, consid. 4.1: «.; *Geltendmachung der Ansprüche aus dem Gesellschaftsschaden reicht es, wenn dem für die Gesellschaft klagenden Aktionär die Aktionärseigenschaft im Zeitpunkt der Klageanhebung zukommt*».

⁵⁹² Message du Conseil fédéral concernant la révision du code des obligations du 21 décembre 2007, FF 2008 1428 et 1493 ; MAIZAR (2012), 268 ; CHABLOZ (2012), N 876 et N 1257 ; en ce qui concerne l'importance pratique de l'action sociale oblique (*derivative claim*) dans d'autres ordres juridiques, voir pour le droit américain FAIRFAX (2011b), 33.

a) *Le manque d'informations nécessaires pour fonder l'action*

À l'instar des autres modes d'intervention des actionnaires, l'intervention par la voie judiciaire est souvent difficile vu l'asymétrie d'information entre les actionnaires et les dirigeants sociaux. En effet, l'information que la société doit fournir de manière spontanée s'avère généralement insuffisante pour fonder l'action, ce qui oblige les actionnaires à se procurer l'information nécessaire, notamment en demandant l'institution d'un contrôle spécial.⁵⁹³ À moins que l'actionnaire saisisse le juge en délivrance des renseignements (art. 697 al. 4 CO), l'actionnaire voit sa qualité pour agir restreinte par le fait qu'une participation au capital-actions importante est requise en vue de l'obtention de l'information avant l'ouverture d'une action en responsabilité. L'actionnaire qui, pour préparer son action, cherche de l'information sur les affaires de la société et qui a vu sa requête d'institution de contrôle spécial refusée par l'assemblée générale (art. 697a al. 1 CO) doit réunir 10% des droits de vote ou des actions pour une valeur nominale minimum de 2 millions de francs suisses pour pouvoir faire appel au juge en vue de l'obtention de l'information sur la gestion de la société (art. 697b CO). La conséquence de ce seuil élevé est non seulement que le contrôle spécial reste un instrument peu utilisé dans les sociétés publiques avec un actionariat dispersé,⁵⁹⁴ mais également que la qualité pour agir des actionnaires est compromise dans la mesure où ces derniers rencontrent des difficultés pour préparer leur demande sur la base des informations obtenues grâce à un contrôle spécial.

b) *Les faibles incitations financières*

La réticence des actionnaires d'agir en responsabilité au nom de la société est ensuite due aux incitations financières minimales que représentent cette démarche. Les actionnaires ne retirent que rarement des avantages pécuniaires de l'action sociale oblique. Malgré l'absence de données empiriques précises, il est généralement entendu que le taux de succès des actions en responsabilité est très bas, en particulier dans les sociétés cotées.⁵⁹⁵ À cela s'ajoutent le problème de l'action collective et le phénomène des *free rider*, c'est à dire les investisseurs passifs qui ne déploient aucun effort dans la procédure, mais qui bénéficieront tout de même et à parts égales avec l'actionnaire qui a mené l'action, qui accentuent encore la réticence des actionnaires à agir en responsabilité.⁵⁹⁶

⁵⁹³ CHABLOZ (2012), N 859.

⁵⁹⁴ Message du Conseil fédéral concernant la révision du code des obligations du 21 décembre 2007, FF 2008 1428 et 1493 ; MAIZAR (2012), 268 ; CHABLOZ (2012), N 876.

⁵⁹⁵ Voir (avec d'autres références) BAHAR/KARAMETAXAS/TAWIL, *in* : Heckendorn Urscheler (2014), 245 ; GRAF (2013), 409 *et seq.*

⁵⁹⁶ TRIGO TRINDADE, *in* : Héritier Lachat *et al.* (2004), 173 ; sur le problème de l'action collective dans l'action sociale oblique, voir également GRAF (2013), 414.

Cela étant dit, l'actionnaire qui malgré ces facteurs dissuasifs intente une action en responsabilité au nom de la société doit assumer des frais considérables, peu importe l'issue du procès : s'il en sort perdant, il doit non seulement assumer l'intégralité de ses honoraires d'avocat,⁵⁹⁷ mais également les frais et dépens alloués aux défendeurs, sachant que le régime de la répartition des frais sous le Code de procédure civile (CPC)⁵⁹⁸ ne permet plus de les faire supporter par la société.⁵⁹⁹ Si le procès est couronné de succès, l'actionnaire risque tout de même de devoir supporter des frais d'avocat, sachant que les dépens auxquels sont condamnés les défendeurs ne permettent en règle générale de couvrir qu'une partie.⁶⁰⁰

c) Les obstacles procéduraux

À ces deux principaux facteurs s'ajoutent des obstacles procéduraux que les actionnaires doivent surmonter lorsqu'ils intendent une action en responsabilité. Le délai de prescription de l'action - cinq ans relatifs et dix ans absolus (art. 760 al. 1 CO) - puisse paraître suffisamment long à première vue, mais il convient de noter que pour les faits révélés et que si l'assemblée générale ait accordé la décharge au conseil d'administration, le droit des actionnaires d'intenter une action est soumis à un délai de péremption de six mois (art. 758 al. 2 CO). Ce délai est extrêmement bref, surtout si l'actionnaire demandeur doit déposer une requête de contrôle spécial au sens de l'art. 697b al. 1 CO.⁶⁰¹ Notons également que le projet de révision en cours reconnaît que ce délai trop court « empêche souvent les actionnaires de réunir les informations nécessaires pour fonder leur action »⁶⁰² et prévoit de remédier à ce problème en prolongeant le délai à douze mois pour les actionnaires n'ayant pas adhéré à la décharge en vertu de l'art. 698 al. 2 ch. 5 CO (art. 758 al. 2 P-CO).

En somme, même si l'actionnaire demandeur parvient à surmonter les obstacles procéduraux et si, le cas échéant, il obtient gain de cause, le principal facteur dissuasif réside dans le fait qu'il ne retire qu'une indemnité indirecte sous forme d'une augmentation de la valeur de ses actions ou un dividende.

⁵⁹⁷ Pour une illustration des frais encourus par un actionnaire qui voit ses conclusions rejetées par le tribunal, voir WATTER/GABARSKI (2009), 154.

⁵⁹⁸ RS. 272.

⁵⁹⁹ Notons que l'ancien art. 756 al. 2 CO (abrogé avec l'introduction du CPC le 1^{er} janvier 2011) permettait de mettre tout ou partie des frais à la société si celle-ci ne participait pas à la procédure.

⁶⁰⁰ WATTER/GABARSKI (2009), 152.

⁶⁰¹ En ce sens : GLANZMANN (2000), 175 ; CHABLOZ (2012), N 963.

⁶⁰² Message du Conseil fédéral concernant la modification du code des obligations du 23 novembre 2016, FF 2017 546.

C. La portée de l'action sociale oblique comme mécanisme de gouvernance

La portée de l'utilisation de l'action sociale oblique comme instrument de contrôle dépend, comme le précise CHABLOZ à juste titre, de sa capacité de conduire en pratique à une diminution des coûts d'agence.⁶⁰³ Il résulte des développements précédents que les coûts et les risques élevés empêchent les actionnaires de recourir à la voie judiciaire. Il n'est dès lors pas surprenant qu'en pratique les administrateurs et directeurs ne font qu'à titre exceptionnel l'objet d'une action en responsabilité. En plus, dans les rares cas de figure où une action en responsabilité avait été ouverte dans le contexte d'une société publique, elle n'était pas initiée par un actionnaire.⁶⁰⁴

Ces observations suggèrent que l'action sociale oblique ne constitue guère un moyen de contrôle en soi, mais plutôt un mécanisme de contrôle complémentaire aux stratégies des actionnaires activistes.⁶⁰⁵ Aux États-Unis, par exemple, où l'introduction des actions légales par les actionnaires semble être plus fréquente qu'en Suisse, il est souvent observé que les actionnaires plaignants mènent, en parallèle à la procédure judiciaire, des campagnes de vote pour influencer la gouvernance.⁶⁰⁶

Malgré la portée pratique restreinte de l'action sociale oblique comme instrument de contrôle, il est parfois avancé (notamment par la doctrine américaine) que la capacité de pourvoir intenter l'action est déjà suffisante pour affecter la prise de décisions des organes dirigeants.⁶⁰⁷ Effectivement, ne serait-ce que parce que ces derniers savent que les actionnaires peuvent recourir à l'action en justice, qu'ils chercheront à éviter qu'une action soit introduite, car même si elle ne sera pas couronnée de succès ils risquent une atteinte à la réputation. Si nous ne contestons pas que la simple menace d'une action en justice contribue à aligner le comportement des organes dirigeants avec les intérêts des actionnaires,⁶⁰⁸ il n'en est pas moins vrai que d'autres instruments à disposition des actionnaires (notamment l'exercice des droits de vote), permettent d'atteindre le même objectif à moindre coût.

⁶⁰³ CHABLOZ (2012), N 31.

⁶⁰⁴ Par exemple : dans le cadre de la liquidation du groupe Swissair, l'action en responsabilité contre les anciens membres de la direction avait été introduite par les liquidateurs. Dans le cas d'UBS, les membres du conseil d'administration voulaient initialement agir contre les anciens organes dirigeants, mais suite au vote consultatif négatif de l'assemblée générale d'UBS ils n'ont pas poursuivi l'action, voir à ce sujet les développements de BAHAR/KARAMETAXAS/TAWIL, *in* : Heckendorn Urscheler (2014), 245.

⁶⁰⁵ RUFFNER (2000), 252; KUNZ (2001), § 11 N 1; ROMANO (1991), 80; CHABLOZ (2012), N 30.

⁶⁰⁶ FAIRFAX (2011b), 34.

⁶⁰⁷ Voir notamment SCOTT (1983), 927 ss ; COX (1985) 745 ss.

⁶⁰⁸ En ce sens : FAIRFAX (2011b), 33.

Un exemple qui permet d'illustrer l'inefficacité des actions légales comme mécanisme de gouvernance comparé à l'exercice des droits sociaux provient des États-Unis. Dans l'affaire *Disney*, l'action en responsabilité introduite par les actionnaires contre l'ancien directeur Michael Eisner et l'ancien administrateur Michael Ovitz pour violation de leurs devoirs a duré près de dix ans après lesquels les actionnaires demandeurs ont été déboutés.⁶⁰⁹ En revanche, au cours d'une période beaucoup plus courte, les actionnaires ont réussi à obtenir des changements importants dans la gouvernance de *Disney* moyennant l'exercice de leurs droits sociaux.⁶¹⁰

En résumé, il s'agit de retenir que l'action sociale oblique est largement déficiente comme mécanisme de gouvernance et que les actionnaires ont meilleur temps, en effectuant une analyse comparative, de recourir à l'exercice des droits sociaux pour influencer la gouvernance d'entreprise.

Section III L'intervention informelle

Au-delà des moyens d'intervention prévus par la loi et les statuts, les actionnaires disposent de moyens informels leur permettant d'agir sur la prise de décisions sociales et sur la gestion.⁶¹¹ Ainsi, en citant les termes de RUFFNER, le rôle des actionnaires ne se limite en aucun cas aux formes d'intervention et de participation telles que prévues contractuellement.⁶¹²

1. L'importance de la communication et de l'intervention informelle

En entamant un dialogue direct avec les organes dirigeants en dehors de la tenue de l'assemblée générale, les investisseurs institutionnels peuvent exprimer leurs opinions et critiques, voir même collecter des informations supplémentaires sur la société. Mais l'intervention informelle n'a pas forcément lieu dans les coulisses, elle peut également prendre une dimension publique, par exemple à travers le contact informel entre les actionnaires. Dans ces cas, un ou plusieurs actionnaires tentent d'influencer la formation de la volonté sociale

⁶⁰⁹ *In re the Walt Disney Company Derivative Litigation*, 907 A.2d 693 (Del. Ch. 2005) et la décision finale de la Supreme Court *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 906 A.2d 27 (Del. 2006). La référence à l'affaire Disney est une référence collective aux opinions de la *Delaware Chancery Court* et de la *Delaware Supreme Court*. Pour une étude détaillée de l'affaire *Disney*, voir LEDERMAN (2007), 557 ss ; voir également KERSHAW (2012), 456 ss.

⁶¹⁰ Voir pour plus de détails LEDERMAN (2007), 557.

⁶¹¹ SPILLMANN (2004), 250; RUFFNER (2000), 417.

⁶¹² RUFFNER (2000), 418: « [...] *muss sich die aktive Rolle der Aktionäre auch keineswegs auf die vertraglich fixierten Formen der Mitgestaltung beschränken* ».

en prenant directement contact, à leurs propres frais, avec l'ensemble ou avec certains des autres actionnaires. Cette démarche présuppose la connaissance de l'identité des autres investisseurs, ce qui est difficile puisque l'anonymat du registre des actions empêche les actionnaires de consulter les inscriptions.⁶¹³ Cela implique que pour atteindre les actionnaires dont ils ignorent l'identité, soit en principe tout ceux dont les participations n'excèdent pas les 3% des droits de vote et qui ne sont dès lors pas visés par l'obligation de déclarer de l'art. 120 al. 1 LIMF, les actionnaires activistes doivent, en dehors de l'assemblée générale, passer par les médias pour diffuser leurs propos. Toutefois, l'apparition d'internet et surtout l'avènement des réseaux sociaux comme moyens de communication, ont élargi et simplifié considérablement les possibilités pour un investisseur activiste d'entrer en contact avec les autres actionnaires, ainsi que de disséminer ses opinions.

L'intervention informelle au sein des sociétés publiques est en principe le fait d'investisseurs institutionnels ou de quelques grands actionnaires individuels, étant donné que leurs incitatifs pour intervenir sont plus élevés que ceux des petits actionnaires individuels, mais également parce qu'ils entretiennent souvent un contact facilité avec l'exécutif des sociétés émettrices.⁶¹⁴ Dans cette optique, les modes d'intervention informels peuvent être appréhendés comme des moyens de pression permettant aux investisseurs de faire valoir des exigences concrètes dans un cadre informel.⁶¹⁵

Il est difficile d'estimer l'impact du contact informel sur la prise de décisions sociales et la gestion. Il n'est pas non plus aisé de déterminer de manière précise et exhaustive l'éventail des moyens d'intervention informels. Le caractère insaisissable de l'intervention informelle explique la quasi-absence d'études empiriques et de travaux de doctrine complets sur le sujet. On peut toutefois partir du principe que le contact informel entre investisseurs institutionnels et organes dirigeants joue un rôle non négligeable, surtout pour les sociétés avec une structure actionnariale très dispersée.⁶¹⁶ Par exemple, le International Corporate Governance Network (ICGN) avait souligné dans son rapport annuel de 2013, l'importance du dialogue entre la société et ses actionnaires : «[...] *an effective dialogue between the company and its shareholders will be critical – especially for companies with a highly diversified shareholder structure*». ⁶¹⁷ Ce constat correspond à nos observations : à titre anecdotique, lors d'une rencontre dans le cadre d'une conférence sur l'investissement responsable à l'Université de Berkeley au printemps 2015, Bennet Freeman, à l'époque Senior Vice President

⁶¹³ GLANZMANN (2000), 153; KUNZ (2001), § 12 N 52; BÖCKLI (2009), §6 N 371; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER (2015), §16 N 141.

⁶¹⁴ FORSTMOSER, *in*: Bucher *et al.* (2005), 799.

⁶¹⁵ SPILLMANN (2004), 250.

⁶¹⁶ SPILLMANN (2004), 251; MALLIN (2013), 117.

⁶¹⁷ ICGN, Yearbook (2013), 36.

for Sustainability, Research and Policy chez Calvert Investment Inc., révéla que le dialogue direct et informel avec les sociétés de portefeuille constitue un élément central dans la manière dont Calvert assume son rôle d'actionnaire : « *Calvert puts a clear emphasis on the direct dialogue. Although we do exercise our shareholder rights, we prefer the more diplomatic way of negotiating* ».

Malgré l'absence de données précises, nous supposons que l'intervention informelle est liée à l'utilisation des moyens d'intervention prévus par la loi et les statuts. On peut dès lors avancer l'hypothèse que l'engagement informel contribue en principe à réduire les incitations des investisseurs institutionnels à faire usage de leurs droits formels, étant donné qu'ils peuvent faire entendre leurs voix, sans devoir déployer l'effort de l'exercice des droits sociaux.

2. La variété des formes de l'intervention informelle

A. *Investor relations*

Dans la pratique, on retrouve de nombreuses formes d'intervention informelle. Le service des relations avec les investisseurs, plus connu sous l'appellation *investor relations department*, constitue souvent le premier point de contact entre les investisseurs et l'exécutif d'une société. Ces services, que l'on trouve de nos jours dans la majorité des sociétés publiques, sont apparus parallèlement aux développements normatifs visant à promouvoir la participation des actionnaires et à responsabiliser les investisseurs institutionnels.

Les *investor relations* ont pour ambition d'institutionnaliser la relation entre les investisseurs et la société.⁶¹⁸ Par le biais de différents outils de communication, en particulier par leur site internet, les *investor relations* transmettent des informations sur la société, dont le contenu et la périodicité dépassent souvent les exigences légales et boursières.⁶¹⁹ Comme le précise notamment BAHAR, les informations ainsi transmises portent sur l'évolution du marché, les affaires de la société ou sur certains projets définis.⁶²⁰ Elles peuvent également viser à élucider l'opinion du conseil d'administration et de la direction concernant une opération de restructuration prévue. Plus important encore, les informations fournies par les *investor relations* peuvent avoir pour objet de convaincre un maximum d'actionnaires de rejeter une offre d'acquisition hostile, voire même d'« *inciter un investisseur institutionnel ou un*

⁶¹⁸ Dans ce sens: SPILLMANN (2004), 251.

⁶¹⁹ BAHAR (2004), 274.

⁶²⁰ *Ibid.*

partenaire à présenter une offre amicale concurrente [...] ou, du moins, à acquérir une participation suffisante pour bloquer la tentative hostile [...]».⁶²¹

On notera que dans cette optique les *investor relations* ont remplacés partiellement l'assemblée générale qui, dans l'esprit du législateur, constitue le principal lieu de formation et d'expression de la volonté des actionnaires. Mais les pratiques de communication se trouvent en constante évolution : plus récemment, on observe la tendance que le premier contact ne passe plus forcément par le département *investor relations*. DICKER, par exemple, expose que l'apparition de nouvelles pratiques et moyens de communication contribuent à renverser le paradigme selon lequel le contact entre la direction et les investisseurs passe principalement par le département des *investors relations*. Le modèle de fonctionnement avec la haute direction de la société ou le département *investor relations* comme unique point de contact pour les actionnaires et un échange limité à des réunions régulières, des conférences téléphoniques et des journées des investisseurs est devenu une relique du passé.⁶²² Des *proxy fights* médiatisés, l'intervention par des actionnaires activistes, le pouvoir d'influence grandissant des investisseurs institutionnels et les travaux des *proxy advisors*, mais également les réseaux sociaux et une confiance du public ébranlée à l'égard des sociétés cotées mettent en lumière la nécessité d'une communication efficace pendant toute l'année.⁶²³

B. Roadshows

Une manière plus ciblée d'établir et d'entretenir un contact informel constitue l'organisation de *roadshows* par les sociétés émettrices. Concrètement, il s'agit de conférences s'adressant spécifiquement à certains investisseurs, principalement institutionnels, qui, en raison de leurs participations dans la société ou à cause de leur fortune à placer, revêtent un intérêt stratégique pour les sociétés.⁶²⁴ Dans le cadre d'un *roadshow*, les représentants des investisseurs institutionnels peuvent assister à des présentations ou bénéficier d'un dialogue direct et individualisé (appelé *one-on-ones* ou *one-to-one meetings*) avec le conseil d'administration et la direction d'une société et échanger leurs opinions dans un cadre informel.⁶²⁵ Pour obtenir une idée générale des modalités de ces *one-to-one meetings*, nous pouvons nous référer à MALLIN qui expose que ces réunions de haut niveau se tiennent en principe en cours d'année et ciblent avant tout une clientèle institutionnelle, ainsi que tout autre actionnaire

⁶²¹ *Ibid.*

⁶²² DICKER (2016).

⁶²³ *Ibid.*

⁶²⁴ BAHAR (2004), 274.

⁶²⁵ BAHAR (2004), 274 ; voir également SPILLMANN (2004), 250 ; SULLIVAN/MACKENZIE, *in* : Sullivan *et al.* (2006), 155 ; SCHMOLKE (2007), 715 ; MALLIN (2013), 117 ; WOHLMANN/GERBER (2014), 294.

significatif qui est susceptible de vendre ses parts, et aussi les analystes financiers.⁶²⁶ En principe, les réunions font l'objet d'un suivi téléphonique permettant aux deux parties de s'assurer que toutes les questions ont été débattues.⁶²⁷ En outre, selon MALLIN, les dirigeants n'hésitent pas à contacter eux-mêmes les investisseurs lorsqu'ils n'ont pas eu de leurs nouvelles pendant l'année écoulée.⁶²⁸

C. Focus lists

Un autre mode d'intervention informelle et ciblée, fondé cette fois-ci sur l'initiative des investisseurs institutionnels et connu surtout aux États-Unis, consiste en la publication des *focus lists*. L'idée sous-jacente à cette pratique est le *naming and shaming*, à savoir la volonté de pointer du doigt les mauvais élèves dont la gouvernance, les performances ou les activités commerciales s'opposent aux attentes des investisseurs et aux intérêts de leurs bénéficiaires.⁶²⁹ Les *focus lists* représentent également une forme de sélection positive, dans la mesure où il est possible d'en déduire quelles sont les sociétés que l'investisseur en question considère comme reflétant le mieux les intérêts de ses bénéficiaires.⁶³⁰ Notons que la pratique de publier des *focus lists* résulte d'une interaction directe entre investisseurs institutionnels et organes dirigeants des sociétés émettrices et doit dès lors être délimitée de l'évaluation de gouvernance en matière de gouvernance d'entreprise établie par des acteurs tiers tels que les conseillers en droit de vote (*proxy advisors*), des agences de notation ou encore par des sociétés de consultation en gestion.

L'exemple le plus parlant est celui des listes de CalPERS, à savoir du fonds de pension des fonctionnaires de Californie. Publiées annuellement depuis 1987, les *focus lists* constituent une composante clé de la stratégie de gouvernance de CalPERS et un moyen effectif pour engager le dialogue avec les sociétés émettrices.⁶³¹ En 2010, CalPERS a cessé de rendre les *focus lists* accessibles au public.⁶³² Alors que CalPERS affirme que la confidentialité des *focus lists* permet de développer des relations plus constructives avec les sociétés émettrices,⁶³³ il y a lieu de reconnaître que la publicité de ces listes constitue un outil de gouvernance efficace, en particulier lorsqu'elles ont été émises par un investisseur de l'importance de CalPERS. Effectivement, comme l'indique

⁶²⁶ MALLIN (2013), 117.

⁶²⁷ *Ibid.*

⁶²⁸ *Ibid.*

⁶²⁹ MALLIN (2013), 87.

⁶³⁰ *Ibid.*

⁶³¹ CalPERS (2012), 14.

⁶³² *Ibid.*

⁶³³ CalPERS (2014), 15: « *The confidentiality facilitates the development of constructive relationships* ».

SPILLMANN, la publicité des *focus lists* permet de viser un cercle qui dépasse celui des investisseurs, en influençant notamment la réputation des sociétés et les rend sensibles aux intérêts des autres parties prenantes.⁶³⁴

3. Le cadre juridique de l'intervention informelle

Par définition, l'intervention informelle n'est pas directement réglementée par la loi.⁶³⁵ Au niveau du droit non contraignant, les recommandations du CSBP préconisent le maintien de contacts avec les actionnaires entre les assemblées générales (point 8 CSBP), mais elles ne prévoient pas de règles concrètes. Plusieurs questions se posent à ce propos : le conseil d'administration est-il obligé d'entretenir un dialogue avec les actionnaires en dehors des assemblées générales ? Est-il autorisé à fournir des informations internes de l'entreprise et dans quelle mesure les informations ainsi communiquées doivent-elles être partagées avec les autres actionnaires ?

A. L'absence d'une obligation de renseignements et de consultation en dehors de l'assemblée générale

Tout d'abord, il y a lieu de rappeler que les droits d'information des actionnaires se limitent en principe aux droits de renseignements et de consultation prévus par l'art. 697 al. 2 et 3 CO, ce qui signifie que le conseil d'administration est en droit de refuser d'entrer en dialogue avec un actionnaire en dehors de l'assemblée générale.⁶³⁶ Vu l'impact potentiel de l'opinion d'un investisseur institutionnel activiste, il convient toutefois de souligner que le contact informel relève souvent d'un intérêt mutuel, ce qui a pour effet que le conseil d'administration a tout intérêt d'au moins écouter les arguments d'un investisseur activiste.⁶³⁷

B. Le secret d'affaires

En raison de l'absence d'un devoir de fidélité envers la société, les actionnaires ne peuvent pas être tenus à une obligation de confidentialité à

⁶³⁴ SPILLMANN (2004), 251: « Vor allem die besagten focus lists können u.U. eine über die Investorengemeinde hinausreichende Wirkung erzielen. Dies insb. deshalb, weil die dadurch geschaffene Transparenz bzw. erleichterte Beobachtbarkeit der Missstände bei den betroffenen Unternehmen Reputationsmechanismen auslösen können, welche die Unternehmen nicht nur im Verhältnis zu den Aktionären, sondern u.U. auch etwa im Verhältnis zu ihren (Produkte-)Abnehmern bzw. Dienstleistungsempfängern empfindlich treffen ».

⁶³⁵ Voir la définition de l'intervention informelle, *supra*, deuxième partie, chapitre 2, section III 1.

⁶³⁶ TRIGO TRINDADE/BAHAR (2002), 426; DAENIKER (2016), 441.

⁶³⁷ DAENIKER (2016), 441.

l'égard des informations reçues.⁶³⁸ Ce n'est que lorsqu'un actionnaire est qualifié d'organe de fait qu'il est soumis à l'obligation de fidélité envers la société et les autres actionnaires.⁶³⁹ C'est pourquoi le secret des affaires limite l'étendue de l'information qui peut être divulguée aux actionnaires (art. 697 al. 2 CO *in fine*). Selon la jurisprudence, le secret des affaires recouvre « *tous les faits de la vie économique que l'intérêt légitime de la société commande de ne pas divulguer* »,⁶⁴⁰ mais s'agissant de sociétés cotées, la doctrine semble privilégier une interprétation plutôt restrictive. Ainsi, dans les sociétés cotées, le secret des affaires ne protège en principe que la divulgation de données sensibles, comme par exemple l'information sur la clientèle ou les processus de production.⁶⁴¹ Les possibilités d'invoquer le secret des affaires sont par ailleurs limitées au niveau de la procédure, dans la mesure où, selon la jurisprudence, le conseil d'administration est tenu de rendre vraisemblable le danger qui menacerait les intérêts invoqués en cas de divulgation.⁶⁴² L'égalité de traitement des actionnaires

Une question clé de l'information communiquée dans un cadre informel a trait à l'égalité de traitement des actionnaires. Les différentes manières dont les investisseurs institutionnels maintiennent un contact informel avec les sociétés cotées illustre clairement que les investisseurs individuels sont désavantagés par rapport aux investisseurs institutionnels, dans la mesure où les directions organisent généralement de telles rencontres pour les grands investisseurs, soit majoritairement des investisseurs institutionnels.⁶⁴³

Certes, le principe général de l'égalité de traitement des actionnaires est relatif, puisque seuls les actionnaires qui se trouvent dans la même situation doivent être traités de la même manière (art. 717 al. 2 CO).⁶⁴⁴ En matière d'informations, en revanche, la question de la légitimité d'un traitement différencié des actionnaires fait l'objet d'un vif débat doctrinal. À ce propos, il faut signaler d'emblée que la controverse du traitement différencié s'étend uniquement aux informations que la société diffuse en dehors de l'assemblée générale et à titre volontaire. En d'autres termes, lorsqu'une société refuse de divulguer une information légalement ou statutairement prescrite, il ne s'agit pas, de toute manière, d'une violation du principe de l'égalité de traitement des actionnaires, mais d'une violation du droit à l'information respectif de

⁶³⁸ BÖCKLI/BÜHLER (2005), 104.

⁶³⁹ Comme indiqué ci-dessus, dans la pratique il est peu vraisemblable qu'un investisseur institutionnel réunisse les caractéristiques d'un organe de fait, telles que définies par la jurisprudence du Tribunal fédéral ; voir *supra*, deuxième partie, chapitre 2, section II 5.

⁶⁴⁰ ATF 82 II 222.

⁶⁴¹ BÖCKLI/BÜHLER (2005), 105 (avec d'autres références, n 30 et 31).

⁶⁴² ATF 109 II 47.

⁶⁴³ MALLIN (2013), 117.

⁶⁴⁴ HUGUENIN JACOBS (1994), 37; GABARSKI (2006), 153 ss; DAENIKER/DETTWILER, *in*: Sethe *et al.* (2011), 25; WATTER/PELLANDA, BSK-CO II (2016), art. 717 N 23.

l'actionnaire.⁶⁴⁵ Cela étant précisé, on observe que selon une partie de la doctrine, des privilèges en matière d'informations peuvent être accordés à des actionnaires détenant une participation importante et dont la relation avec la société est axée sur le long terme.⁶⁴⁶ D'autres auteurs estiment qu'il est légitime de privilégier les actionnaires qui prennent l'initiative de demander des renseignements supplémentaires par rapport à ceux qui n'en demandent pas.⁶⁴⁷ Pour un deuxième courant de la doctrine, aucun critère ne saurait justifier un traitement différencié, étant donné que le caractère individuel des droits d'information ne permet pas de privilégier certains actionnaires en raison de leur participation au capital plus élevée ou de l'intérêt stratégique qu'ils représentent pour la société.⁶⁴⁸ Ainsi, selon TRIGO TRINDADE et BAHAR, «*indépendamment de l'importance de leur investissement, tous les actionnaires ont un intérêt égal à obtenir les informations communiquées par la société [...]*».⁶⁴⁹

Sur le principe, nous partageons l'avis selon lequel, en matière d'informations, l'importance de l'investissement ou l'attitude activiste d'un actionnaire ne permet pas de justifier une dérogation au principe de l'égalité de traitement. D'une part, cela signifie que si le conseil d'administration ou la direction communiquent des informations en dehors de l'assemblée générale à certains actionnaires, ils doivent être disposés à les transmettre aux autres actionnaires qui en font la demande. D'autre part, comme le précisent TRIGO TRINDADE et BAHAR à juste titre, lorsqu'il s'agit d'informations qui sont susceptibles d'influencer la valeur actionnariale, le conseil d'administration est tenu de prendre lui-même l'initiative de les transmettre aux autres actionnaires.⁶⁵⁰ C'est seulement dans le cas où les membres du conseil d'administration peuvent supposer en toute bonne foi que les informations communiquées ne revêtent aucun intérêt pour les autres actionnaires qu'ils peuvent se passer d'informer ces derniers.⁶⁵¹ Il convient, en outre, de tenir compte du fait que l'avènement d'internet a rendu la diffusion d'informations beaucoup plus simple et relativement peu onéreuse, ce qui permet de contrer l'argument qui soutiendrait que la transmission d'informations supplémentaires à l'ensemble de l'actionnariat entraîne des coûts disproportionnés pour la société.

À notre sens, il ne se justifie pas qu'un investisseur institutionnel, à cause de sa participation importante au capital-actions ou en raison de sa nature activiste,

⁶⁴⁵ DETTWILER (2002), 41 et 49; DAENIKER/DETTWILER, *in*: Sethe *et al.* (2011), 26.

⁶⁴⁶ HOFSTETTER (1996), 230; FORSTMOSER, *in*: Hirsch *et al.* (1997), 107; DETTWILER (2002), 25; BÖCKLI/BÜHLER (2005), 105; BÜHLER (2009), 917; DAENIKER/DETTWILER, *in*: Sethe *et al.* (2011), 34.

⁶⁴⁷ BÖCKLI (2009), §13 N 694 ss.

⁶⁴⁸ HUGUENIN JACOBS (1994), 191; KUNZ (2001), §8 N 78; TRIGO TRINDADE/BAHAR (2002), 427; BAHAR (2004), 276; MAROLDA MARTINEZ (2006), 98 ss.

⁶⁴⁹ TRIGO TRINDADE/BAHAR (2002), 427.

⁶⁵⁰ TRIGO TRINDADE/BAHAR (2002), 427.

⁶⁵¹ *Ibid.*

puisse bénéficier d'un meilleur traitement en ce qui concerne l'accès à l'information supplémentaire en dehors de l'assemblée générale. Les informations que les investisseurs institutionnels obtiennent par exemple dans le cadre d'un *roadshow* doivent non seulement être communiquées aux autres actionnaires qui en font explicitement la demande, mais à l'ensemble des actionnaires, par exemple via le site internet de la société. Il est vrai qu'en pratique, seul un petit nombre d'actionnaires se verra suffisamment incité à consulter et à analyser ces informations.

En tout état de cause, s'agissant des sociétés cotées, les obligations du droit boursier relativisent la portée pratique de la question de l'égalité de traitement informationnel en droit des sociétés.⁶⁵² Effectivement, l'obligation de publicité événementielle (art. 53 RC) et l'interdiction des opérations d'initiés (art. 142 et 154 LIMF) posent un cadre aux contours plus clairs que le droit des sociétés.⁶⁵³ En plus, un investisseur activiste qui exploite une « *information confidentielle dont la divulgation est susceptible d'influencer notablement le cours* » (art. 2 let. j LIMF), risque des sanctions pénales s'il est qualifié d'initié (art. 154 LIMF).⁶⁵⁴

Eu égard à ces obligations du droit boursier ayant notamment pour effet que l'ensemble des participants au marché doivent accéder à l'information au même moment, et en tenant compte du fait que le secret des affaires protège de toute manière certaines informations, il apparaît que les informations supplémentaires qui pourraient être diffusées aux actionnaires de manière inégale sont relativement peu nombreuses. Enfin, d'une manière plus générale, il y a lieu de reconnaître que l'intervention informelle n'est pas seulement fondée sur une transmission d'informations supplémentaires par le conseil d'administration et la direction en dehors de l'assemblée générale, mais résulte souvent d'un pouvoir de négociation renforcé des investisseurs institutionnels.

Section IV Synthèse

En résumé, si l'exercice des droits de vote dans l'assemblée générale constitue le moyen d'intervention le plus emblématique des actionnaires, les investisseurs institutionnels disposent des possibilités bien plus vastes pour exprimer leurs opinions et apporter un élan à la gouvernance d'entreprise. Chaque moyen d'intervention est limité en termes juridiques et pratiques et son utilisation entraîne des coûts pour les investisseurs. La question de la mesure et de la volonté d'intervention des investisseurs institutionnels, dépend du résultat de l'analyse des coûts et des avantages des moyens d'intervention respectifs. Ainsi, dans une perspective de gouvernance, la transmission des

⁶⁵² DAENIKER/DETTWILER (2011), 27.

⁶⁵³ *Ibid.*

⁶⁵⁴ FORSTMOSER, *in*: Bucher *et al.* (2005), 800; DAENIKER (2016), 441.

actions, voire même la simple crainte d'une vente des participations, peut avoir des effets disciplinaires sur la direction et, de ce fait, être assimilée à une forme de la stratégie *voice*. L'analyse effectuée permet cependant de conclure que pour les grands investisseurs institutionnels la stratégie *exit* n'est souvent qu'un moyen théorique pour influencer la gouvernance. En effet, un manque de liquidité sur les marchés secondaires, le risque d'une perte de la valeur actionnariale et des coûts de transactions s'opposent souvent à une vente des participations par les investisseurs institutionnels. À cela s'ajoutent les exigences de diversification imposées notamment aux institutions de prévoyance ayant pour conséquence de réduire substantiellement l'éventail des sociétés dans lesquelles ces investisseurs peuvent placer leurs fonds.

Bien que la répartition des compétences dans la société anonyme prive les actionnaires de prendre des décisions opérationnelles, les investisseurs institutionnels peuvent souvent avoir un impact sur la gestion en intervenant de manière informelle. Dans cette perspective, l'une des principales constatations est que le pouvoir d'influence des investisseurs institutionnels résulte généralement d'un pouvoir de négociation renforcé et non pas d'une position de contrôle.

Parmi tous les moyens d'intervention, l'exercice des droits sociaux constitue la voie la plus appropriée pour assurer une influence durable sur la gouvernance d'entreprise. Le chapitre permet d'arriver à la conclusion que malgré les efforts réglementaires pour faciliter l'exercice des droits sociaux, de nombreux obstacles restent encore à surmonter pour que les investisseurs institutionnels puissent exprimer leur voix d'actionnaires. Enfin, il a été démontré à quel point la phase en amont de l'assemblée générale est essentielle pour la formation de la volonté sociale, un point qui devrait être considéré davantage dans l'élaboration d'un cadre réglementaire visant à promouvoir une intervention durable des investisseurs institutionnels dans la prise de décisions sociales.

Chapitre 3 : Étude de cas de l'intervention des investisseurs institutionnels

L'exercice des droits sociaux représente une tâche colossale pour les investisseurs institutionnels. Dans leurs portefeuilles se trouvent des titres de participation d'une multitude de sociétés cotées dans les bourses du monde entier. Chacune d'entre elles tient au moins une assemblée générale par an, lors de laquelle un vaste nombre de sujets sont soumis aux votes des actionnaires.

Ce chapitre propose de mettre en évidence la complexité de l'exercice des droits sociaux à travers une étude de cas de cinq investisseurs institutionnels appartenant à des catégories différentes et qui détiennent tous des actions de sociétés cotées en Suisse. Notre échantillon est composé de trois grands investisseurs institutionnels qui opèrent à l'échelle mondiale (Black Rock ; Norges Bank ; GIC Private Limited), ainsi que de deux investisseurs institutionnels locaux et plus petits, à savoir la caisse de prévoyance de la Confédération Publica et la Caisse de prévoyance de l'État de Genève (CPEG).

Section I Black Rock Inc.

Black Rock Inc. (ci-après Black Rock) est une société de gestion d'actifs sise à New York qui compte parmi ses clients de nombreux grands investisseurs institutionnels, dont notamment CalPERS et l'Abu Dhabi Investment Authority, à savoir le fonds souverain d'Abu Dhabi.⁶⁵⁵ Black Rock n'investit pas pour son propre compte, mais uniquement pour le compte de ses clients. Avec 6.84 billions USD sous gestion en début 2019, il s'agit du plus grand gestionnaire d'actifs du monde. Avec la diversification au cœur de sa stratégie d'investissement, Black Rock détient des participations de 5% du capital-actions au moins dans environ 40% de l'ensemble des sociétés publiques du monde.⁶⁵⁶ La situation se présente de façon similaire en Suisse, où Black Rock détient des participations de plus de 3% dans 83% des sociétés du SMI Expanded.⁶⁵⁷

Avec un spectre d'investissement de l'envergure de Black Rock, l'exercice des droits de vote doit être assuré par un département interne spécialisé : selon les propres dires de Black Rock, le département Corporate Governance and Responsible Investment (CGRI) agit comme un *central clearinghouse* pour

⁶⁵⁵ BUCHTER (2015), 10.

⁶⁵⁶ CRAIG (2013).

⁶⁵⁷ SECO (2019), 16. Le SMI Expanded englobe les 50 titres les plus fortement capitalisés du marché suisse des actions. Il couvre environ 95% de la capitalisation boursière du marché en actions librement négociables et se calcule à la fois comme indice de performance et comme indice de prix.

l'ensemble du portefeuille de titres.⁶⁵⁸ Une autre particularité de Black Rock réside dans le fait que le département CGRI est réparti sur six sites géographiques stratégiques (San Francisco, New York, Londres, Tokyo, Hong Kong, Sydney), ce qui permet à Black Rock d'organiser l'exercice des droits d'actionnaires au niveau régional, tout en coordonnant les activités d'investissement à une échelle globale.⁶⁵⁹

Le département CGRI fonde ses décisions de vote sur deux instruments internes : tandis que les *Global Corporate and Engagement Principles* présentent les principes d'investissement et de gouvernance généraux,⁶⁶⁰ les *Global Proxy Voting Guidelines* constituent des lignes directrices régionales qui tiennent compte des particularités des différents marchés et de leurs développements réglementaires respectifs.⁶⁶¹ Au-delà des différentes exigences légales domestiques, Black Rock exige de ses sociétés de portefeuille une application assidue des principes consacrés par des référentiels de bonne gouvernance régionaux.⁶⁶²

Le processus de l'exercice des droits de vote se décline en trois étapes : premièrement, dans une phase de recherche, la multitude de données sur la gouvernance et les assemblées générales des sociétés de portefeuille sont passés au peigne fin. Sachant que Black Rock est habilité à voter dans environ 15'000 assemblées générales, la saisie et l'analyse de données prend une dimension importante : chaque année, le département CGRI est amené à prendre des décisions sur presque 130'000 propositions de vote.⁶⁶³ Pour faire face à cette tâche importante, le recours à des services externes s'avère nécessaire. Pour Black Rock, les services des *proxy advisors* (essentiellement ceux d'ISS et de Glass Lewis) constituent un pilier essentiel dans la phase de recherche, permettant notamment de synthétiser la grande quantité d'informations dans un format plus concis, ainsi que de détecter des assemblées générales contestées qui méritent une recherche supplémentaire, voire même l'engagement d'un dialogue direct avec la société en question. En supplément des recommandations d'ISS et de Glass Lewis, le département CGRI effectue des

⁶⁵⁸ Black Rock (2013), 7: « *The GRI team acts as a central clearinghouse of Black Rock's views across the various portfolios with holdings in individual companies and aims to present a clear and consistent message* ».

⁶⁵⁹ *Ibid.*

⁶⁶⁰ Black Rock, *Global Corporate Governance & Engagement Principles* (2017).

⁶⁶¹ Black Rock publie des lignes directrices de vote distinctes pour les participations sur les marchés suivants : Australie, Asie, Canada, Europe, Moyen-Orient, Afrique, Japon, Amérique Latine, Nouvelle Zélande et États-Unis. A cela s'ajoutent les lignes directrices communes concernant la rémunération des dirigeants et administrateurs ; voir BLACK ROCK (2015a).

⁶⁶² Black Rock (2015b), 2.

⁶⁶³ Black Rock (2013), 42.

recherches à l'interne sur la base des informations publiquement disponibles, telles que les rapports annuels et des articles de presse.⁶⁶⁴

La deuxième phase consiste en un examen approfondi des assemblées générales dont l'ordre du jour ou d'autres documents publiés par la société soulèvent des controverses. Le cas échéant, le département CGRI communique les intérêts et la position de Black Rock directement aux membres des organes dirigeants. Nonobstant ces observations, il serait erroné de qualifier Black Rock d'investisseur activiste. En effet, Black Rock s'abstient de proposer des objets à l'ordre du jour et suit, en règle générale, les propositions du conseil d'administration.⁶⁶⁵ D'autre part, il y a lieu de reconnaître que Black Rock ne cherche pas à se coordonner avec d'autres investisseurs en vue d'influencer la prise de décisions. Preuve en est, entre autres, que Black Rock ne communique pas publiquement ses positions de vote (ni en amont, ni après les assemblées générales), rendant ainsi difficile, voire impossible toute coordination du comportement de vote par les autres investisseurs. En cas de désaccord, Black Rock préfère entamer un dialogue à huis clos avec les membres de la direction et du conseil d'administration. Selon Rich Kushel, Chief Operating Officer (COO) de Black Rock au moment la rédaction du présent chapitre, cette démarche permet d'établir des relations plus durables et constructives que la contestation des propositions de vote : « *We believe that concerns about governance should be shared privately with companies. When a company agrees to change its approach, we tend to support management and give them the opportunity to make improvements. To us, voting against management is a sign of failed engagement* ». ⁶⁶⁶ La dernière étape, l'exécution même du vote, est généralement assurée par une plateforme électronique ou, dans des cas exceptionnels,⁶⁶⁷ par un représentant indépendant.

Section II Norges Bank Investment Management

Notre deuxième cas d'étude est Norges Bank Investment Management (NBIM ; ci-après Norges Bank), plus précisément la division de gestion de placements de la banque centrale de la Norvège qui est responsable pour le placement des actifs internationaux du Norwegian Government Pension Fund

⁶⁶⁴ *Idem*, 40.

⁶⁶⁵ CRAIG (2013). En 2012, en moyenne et sur tous les marchés d'actions, ce n'est que dans 9% cas où Black Rock avait rejeté une proposition du conseil d'administration. En 2012, en moyenne et sur l'ensemble des marchés de capitaux, Black Rock s'est opposé dans seulement 9% des cas aux propositions du conseil d'administration ; voir BLACK ROCK (2013), 42.

⁶⁶⁶ Black Rock (2013), 40.

⁶⁶⁷ *Ibid.* « *Black Rock has a clear policy on managing conflicts of interest, and our procedures protect the independence of the voting decision from commercial or other influences. In addition, we use an independent fiduciary to vote proxies in any case where there is or may seem to be a conflict of interest and also in any case where we are legally required to outsource a vote* ».

Global (NGPF-G), à savoir du fonds souverain de la Norvège. Selon le classement établi par le SWFI, le NGPF-G est considéré comme étant le plus grand fonds souverain du monde (USD 1108 milliards sous gestion).⁶⁶⁸ Il n'est dès lors pas surprenant que dans le portefeuille de titres de Norges Bank se trouvent des participations de la majorité des sociétés publiques du monde.

L'exercice des droits d'actionnaires représente une fonction centrale dans la gestion des actifs du fonds. Les efforts à déployer en termes d'exercice des droits d'actionnaires sont comparables à ceux de Black Rock : en 2014, Norges Bank était actionnaire de plus de 9000 sociétés cotées, lui conférant des droits de vote dans 10'519 assemblées générales ordinaires et extraordinaires. Au total, Norges Bank était amené à se prononcer sur 105'228 propositions de vote.⁶⁶⁹ Malgré ces dimensions gigantesques, Norges Bank affirme son ambition d'exercer les droits de vote, dans la mesure du possible, dans toutes les assemblées générales.⁶⁷⁰

Norges Bank diffère considérablement de Black Rock en ce qui concerne son approche de transparence, sachant que Norges Bank publie non seulement son processus décisionnel interne, mais fournit également des détails sur ses positions de vote. Depuis 2015, Norges Bank rend ses intentions de vote publiquement accessibles sur son site internet, si cette démarche permet d'illustrer un principe d'investissement important.⁶⁷¹ Fait marquant, si les intentions de vote font l'objet d'une annonce préalable ou pas, ne dépend pas de l'importance de la participation, mais uniquement de leur qualité de pouvoir illustrer un principe important. Cette pratique présente l'exercice des droits de vote sous un autre point de vue : les droits de vote représentent des actifs, dont il faudrait exploiter tout le potentiel. En annonçant par avance son comportement de vote, Norges Bank compte utiliser la pleine valeur des droits de vote. Grâce à l'annonce préalable, d'autres investisseurs institutionnels peuvent ainsi coordonner leurs comportements de vote avec celui de Norges Bank.

À l'instar de Black Rock, Norges Bank consacre des ressources considérables à la recherche en vue de l'exercice des droits de vote. Toutes les informations relatives aux assemblées générales, y inclus les ordres du jour et les documents sur des assemblées générales extraordinaires sont téléchargés sur un système en ligne interne, à partir duquel Norges Bank élabore ses positions de vote, lesquelles sont fondés sur les principes de vote internes qui, à leur tour sont

⁶⁶⁸ Voir l'ordre de classement des plus grands fonds souverains étatiques à l'échelle mondiale établi par SWFI : <https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/sovereign-wealth-fund> (consulté le 28 août 2019).

⁶⁶⁹ Norges Bank (2014), 24.

⁶⁷⁰ Norges Bank (2014), 27: « *We aim to vote at all general meetings of companies we invest in, provided that this is practically feasible* ».

⁶⁷¹ Norges Bank (2014), 29.

basés sur des référentiels internationaux (les principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales, les principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE et sur les principes du UN Global Compact). Si la majorité des décisions de vote sont ainsi prises de manière systématique sur la base de ces principes directeurs, pour une minorité de propositions de vote une analyse plus approfondie est requise.⁶⁷² Une fois les décisions de vote prises, les sociétés émettrices en sont informées et cela avant la tenue de l'assemblée générale. Norges Bank affirme exercer ses droits de vote à travers un représentant indépendant, ce qui est une nécessité vu le nombre élevé des assemblées générales et leur proximité temporelle. Dans une phase « post-assemblée générale », toutes les instructions de vote sont rendues publiques sur le site internet de Norges Bank.⁶⁷³

Section III GIC Private Limited

GIC Private Limited (anciennement Government of Singapore Investment Corporation) est un fonds souverain entièrement détenu par le gouvernement de Singapour et l'Autorité monétaire de Singapour.

Le cas de GIC Private Limited montre que, malgré un horizon de placement à très long terme, les fonds souverains ont tendance à peu s'impliquer dans la prise de décisions sociales, l'exemple précédent du fonds souverain norvégien constituant une exception.⁶⁷⁴ En ce qui concerne également la transparence, le fonds souverain de Singapour se distingue fondamentalement de son homologue norvégien. En effet, non seulement GIC Private Limited s'abstient de décrire son approche de gouvernance et les principes régissant l'exercice des droits d'actionnaire dans des lignes directrices internes, mais le fonds ne publie aucune information relative aux processus et aux comportements de vote. En tant qu'adhérent des Principes et Pratiques généralement acceptés (PPGA, appelés les principes de Santiago), soit un ensemble de principes de bonnes pratiques concernant les fonds souverains, GIC Private Limited est cependant tenu de publier son approche générale en matière d'exercice des droits d'actionnaires.⁶⁷⁵ Il ressort des informations publiées par GIC Private Limited

⁶⁷² En 2014, 380 des 9000 sociétés (4.2% des cas) faisant partie du portefeuille de Norges Bank contenaient une proposition dite « contestée » dans l'ordre du jour de leur assemblée générale pour laquelle une analyse supplémentaire s'avérait nécessaire. Ces propositions litigieuses découlent souvent des assemblées générales extraordinaires ou concernent le vote sur une fusion ou une autre opération de restructuration ; voir Norges Bank (2014), 24.

⁶⁷³ www.nbim.no (consulté le 28 août 2019).

⁶⁷⁴ UNGUREANU (2014).

⁶⁷⁵ Principe 21 des Principes de Santiago : « *Les Fonds souverains considèrent les droits de propriété de leur propriétaire comme un élément fondamental de la valeur de leurs prises de participation. Tout Fonds souverain qui décide d'exercer son droit de propriété doit le faire de manière compatible avec sa politique d'investissement et de façon à protéger la valeur financière de ses placements. Le Fonds*

que la communication est maintenue à un strict minimum dans la mesure où GIC Private Limited déclare simplement exercer ses droits d'actionnaires lorsque cela lui semble « approprié » et dans l'objectif de protéger les intérêts financiers des actifs sous gestion.⁶⁷⁶

Section IV Publica

Publica, la caisse de pension de la Confédération, est un établissement de droit public autonome de la Confédération qui regroupe sous un même chapeau vingt-et-une caisses de prévoyances. Avec environ 61'000 assurés et 44'000 bénéficiaires de rente, Publica est la plus grande caisse de pension suisse.

La manière dont les droits de votes sont exercés est déterminée avant la tenue des assemblées générales par le Comité de placement de Publica.⁶⁷⁷ Publica communique publiquement ses positions de vote via son site internet et cela depuis le 1^{er} janvier 2014, soit un an avant l'entrée en vigueur de l'obligation de voter pour les institutions de prévoyance. Sous la rubrique « *Investir de manière responsable* se trouvent, pour chacune des 25 sociétés cotées suisses figurant dans le portefeuille de titres de Publica, les ordres du jour, ainsi que la position de vote sur chaque objet soumis au vote. L'exercice du droit de vote en tant que tel est confié à un représentant désigné par Publica.⁶⁷⁸

Section V Caisse de prévoyance de l'État de Genève

La Caisse de prévoyance de l'État de Genève (CPEG) est une caisse de pension publique ayant pour mission « *d'assurer le personnel de l'État de Genève ainsi que des autres employeurs affiliés contre les conséquences économiques de la retraite, de l'invalidité et du décès* ». ⁶⁷⁹ Au 30 juin 2019, la CPEG a assuré près de 69'000 personnes, dont plus de 23'000 bénéficiant d'une rente.⁶⁸⁰ La même

*souverain doit rendre publique son **approche générale** de la sélection de titres d'entités cotés en bourse, notamment les **facteurs clés qui guident l'exercice de son droit de propriété** ». (Mise en évidence par l'auteure).*

⁶⁷⁶ Voir le site internet de GIC Private Limited <https://www.gic.com.sg/investments/investment-framework/> (consulté le 17 décembre 2018).

⁶⁷⁷ Art. 29 al. 2 du Règlement concernant les placements de la caisse fédérale de pensions Publica du 15 avril 2010.

⁶⁷⁸ Voir le site internet de Publica: <https://publica.ch/fr/placements/investir-de-maniere-responsable/exercice-des-droits-d-actionnaire/exercice-des-droits-de-vote> (consulté le 28 août 2019).

⁶⁷⁹ Art. 4 al. 1 Loi instituant la Caisse de prévoyance de l'État de Genève (LCPEG) du 14 septembre 2012 (10847).

⁶⁸⁰ Chiffres clés de la CPEG, disponible sur <http://www.cpeg.ch/portrait/chiffres-cles-cpeg> (consulté le 28 août 2019).

année, elle estime avoir administré une fortune s'élevant à 13'541 millions de francs suisses.⁶⁸¹

Au-delà de son devoir d'agir dans l'intérêt de ses assurés, la CPEG inscrit son activité « *dans le cadre du développement durable et des investissements responsables* » (art. 4 al. 3 LCPEG). Pour l'investissement en actions, cela se traduit principalement par l'adoption de bonnes pratiques sur le plan environnemental, social et de la gouvernance. Notos à cet égard, que la CPEG est devenue la première caisse de pension suisse à rejoindre le *Institutional Investors Group on Climate Change* (IIGCC), à savoir le savoir le plus grand groupe d'investisseurs institutionnels européen engagé dans la lutte contre le changement climatique.⁶⁸² En outre, elle soutient qu'elle mène, avec ses sociétés de portefeuille, « *un dialogue sur les thématiques ESG* ». ⁶⁸³

La CPEG se veut actionnaire engagé, sachant qu'au-delà de son obligation d'exercer les droits de vote des sociétés suisses cotées en Suisse et à l'étranger,⁶⁸⁴ la CPEG exerce, dans la mesure du possible, les droits de vote rattaché aux actions des sociétés étrangères.⁶⁸⁵ Concrètement l'exercice des droits de vote s'organise comme suit : le comité de la CPEG fixe dans une directive les principes généraux relatifs à l'exercice des droits de vote.⁶⁸⁶ Pour réaliser cet objectif, la CPEG fonde ses décisions de vote sur les rapports d'analyse et les recommandations de vote d'Ethos Services SA.⁶⁸⁷ Contrairement à Publica, la CPEG n'informe pas publiquement sur son site internet sur la manière dont elle a exercé ses droits de vote concernant les différents points à l'ordre du jour.

Section VI Synthèse

L'échantillon de notre étude de cas, composé d'un gestionnaire d'actifs, de deux fonds souverains, ainsi que de deux institutions de prévoyance, met en évidence les multiples façons par lesquelles les investisseurs institutionnels assument leur rôle d'actionnaire. L'élément commun réside dans le fait que l'exercice des droits d'actionnaires représente une tâche importante, aussi bien

⁶⁸¹ *Ibid.*

⁶⁸² Voir le communiqué de presse « Deux nouveaux prix pour la CPEG » du 10 décembre 2018 : <https://www.cpeg.ch/uncategorized/10-decembre-2018-deux-nouveaux-prix-pour-la-cpeg> (consulté le 15 octobre 2019).

⁶⁸³ Voir <https://www.cpeg.ch/placements-prets/investissement-responsable/investissements-mobiliers> (consulté le 7 novembre 2019).

⁶⁸⁴ Sur le champ d'application matériel de l'obligation de voter de l'art. 22 ORAb, voir *infra*, troisième partie, chapitre 2, section II, 4 B a ; voir également BAHAR/KARAMETAXAS, CR CO II (2017), art. 22 ORAb N 6 s ; APPENZELLER/MÜLLER, Praxiskommentar VegüV (2014), art. 22, N 20 ; SPILLMANN, GesKR Kommentar VegüV (2014), art. 22 N 3.

⁶⁸⁵ Art. 7.1 a du règlement de placement de la CPEG.

⁶⁸⁶ Art. 7.1. b du Règlement de placement de la CPEG.

⁶⁸⁷ Art. 7.1. c du Règlement de placement de la CPEG.

en termes de temps que de coûts, étant donné que tous les investisseurs examinés ont un portefeuille très diversifié et sont habilités à voter dans une multitude d'assemblées générales. D'importantes différences se profilent cependant en ce qui concerne la diffusion de l'information relative aux positions de vote, ainsi que dans les structures internes des institutions consacrées à l'exercice des droits d'actionnaires. On peut en déduire que les différents investisseurs institutionnels n'interprètent pas leur rôle d'actionnaires de la même manière, dans la mesure où ils utilisent la valeur de leurs droits de vote avec différents degrés d'intensité.

Chapitre 4 : Le rôle des *proxy advisors* dans l'engagement des investisseurs institutionnels

Dans la multitude d'informations disponibles sur les sociétés émettrices, les *proxy advisors* filtrent celles qui, d'après eux, méritent l'attention des investisseurs. En faisant appel aux services des *proxy advisors*, les investisseurs bénéficient d'un accès à un rapport d'analyse circonstancié de chaque point à l'ordre du jour des assemblées générales, accompagné d'une recommandation de vote.⁶⁸⁸ L'évolution normative visant à renforcer la position des actionnaires dans la gouvernance d'entreprise, à responsabiliser les investisseurs institutionnels, la complexité des sujets soumis au vote des assemblées générales, ainsi que les portefeuilles de titres hautement diversifiés et internationaux ont amené les investisseurs institutionnels à se tourner vers des conseillers externes pour exercer leurs droits d'actionnaires. Pour la majorité d'entre eux, le recours aux services des *proxy advisors* est même devenu une composante essentielle dans le processus de l'exercice des droits de vote.⁶⁸⁹

Section I Le recours aux services des *proxy advisors*

1. De la facilitation à la délégation matérielle de l'exercice des droits de vote

Le rôle primordial qui revient aux *proxy advisors* dans la gouvernance d'entreprise est celui d'un élément de liaison entre les investisseurs institutionnels et les sociétés cotées. Les avantages du recours aux services des *proxy advisors* sont multiples : en synthétisant la grande quantité d'informations disponibles sur les sociétés cotées et leurs assemblées générales respectives, ils fournissent aux investisseurs institutionnels, moyennant des frais, des analyses approfondies et détaillées, ainsi que des recommandations de vote sur les objets sur lesquels ils sont amenés à se prononcer. Vus sous cet angle, les *proxy advisors* constituent une force motrice de la professionnalisation du processus de vote.⁶⁹⁰ Cet aspect a d'autant plus d'importance dans un contexte d'investissement transfrontalier, sachant que les recommandations des *proxy advisors* évitent aux investisseurs institutionnels d'approfondir leurs connaissances sur les

⁶⁸⁸ GERICKE/BAUM (2014), 350; TAGOUO (2015), 1131.

⁶⁸⁹ ROCK (2015), 8; KOHLER/SIERRO (2015), 522; BÖCKLI (2015), 210; BERTSCHINGER (2015), 506.

⁶⁹⁰ ESMA (2012), N 18 ; STOFFEL/GABELLON (2014), 442.

différents droits nationaux et les modalités locales liées à l'exercice des droits d'actionnaires.⁶⁹¹ En forçant un peu le trait, on pourrait même dire que les travaux des *proxy advisors* permettent de réduire l'asymétrie des informations entre les investisseurs et les organes dirigeants, dans la mesure où ils permettent aux investisseurs d'exploiter des informations qu'ils seraient incapables de traiter eux-mêmes.⁶⁹²

En outre, étant donné que les mêmes recommandations de vote sont en principe suivies par un grand nombre d'investisseurs, les *proxy advisors* regroupent la formation de la volonté sociale et favorisent ainsi l'expression collective des investisseurs, ce qui permet finalement d'atténuer le problème de l'action collective.⁶⁹³

Par conséquent, en recourant aux services de ces tiers professionnels, les investisseurs institutionnels voient l'exercice de leurs droits d'actionnaires facilité et les coûts d'agence y rattachés diminués, ce qui conduit, en fin de compte, à une dynamisation du processus décisionnel. En même temps - et c'est là que réside le danger - les *proxy advisors* ont une certaine influence sur la formation matérielle de la volonté sociale, sans devoir en supporter les conséquences économiques.⁶⁹⁴ Or, dans une optique de la théorie de l'agence, l'ingérence matérielle d'un tiers dans le processus décisionnel remet en cause la légitimité de la décision prise, étant donné que la personne qui a matériellement pris la décision est à l'abri de tout risque économique lié à cet investissement.⁶⁹⁵ Il ressort de ces constatations que les *proxy advisors* intensifient la dissociation entre l'investissement et la prise en charge du risque économique, déjà bien présente au sein des sociétés cotées au vu des longues chaînes d'intermédiaires.⁶⁹⁶ Il s'avère ainsi que la présence des *proxy advisors* dans le processus décisionnel est à l'origine d'un nouveau conflit d'agence, dans lequel le *proxy advisor* se voit attribuer le rôle de l'*agent* et l'investisseur institutionnel celui du *principal*.⁶⁹⁷ S'il est vrai qu'il appartient finalement à l'investisseur de décider comment il compte exercer ses droits de vote, il ne fait aucun doute que l'investisseur prend au moins les recommandations en considération et qu'il transfère ainsi une partie de son pouvoir de décision à un tiers. Il en résulte une situation paradoxale : matériellement ce sont des non-actionnaires qui font

⁶⁹¹ Livre vert de la Commission européenne (2011), 16.

⁶⁹² En ce sens: VERDAM (2006), 2; GERICKE/BAUM (2014), 354; TAGOUO (2015), 1130; HUBACHER (2015), N 67.

⁶⁹³ KLÖHN/SCHWARZ (2012), 6; EDELMAN/THOMAS/THOMPSON (2014), 142; GERICKE/BAUM (2014), 354.

⁶⁹⁴ GERICKE, *in*: Kunz *et al.* (2015), 82.

⁶⁹⁵ BÖCKLI (2015), 211.

⁶⁹⁶ *Supra*, deuxième partie, chapitre 1^{er}, section II 1.

⁶⁹⁷ Sur les conflits de l'agence dans le contexte du conseil de vote, voir notamment : BELINFANTI (2009), 388 ; SCHOUTEN (2012), 25 ; KLÖHN/SCHWARZ (2012), 8; HAUSMANN/BECHTOLD-ORTH (2013), 12; BINDER/GUTZWILLER (2013), 86; GERICKE/BAUM (2014), 352; BÖCKLI (2015), 210; BERTSCHINGER (2015), 508.

adopter ou rejeter certaines propositions en assemblée générale.⁶⁹⁸ BÖCKLI va encore plus loin dans sa critique, dans la mesure où il voit dans l'influence des *proxy advisors* une remise en cause du principe fondamental du droit de la société anonyme, selon lequel l'investissement, le risque et la formation de la volonté doivent être réunis dans la même personne.⁶⁹⁹ Ce propos nous semble trop catégorique : certes, l'ingérence d'un tiers dans le processus décisionnel constitue une déviation par rapport à l'idée de départ de l'attribution du droit de vote dans la société anonyme aux personnes qui en supportent le risque résiduel. Toutefois, il y a lieu de rappeler que la forme juridique de la société anonyme avait été conçue pour englober un vaste nombre d'entreprises, dont notamment des sociétés cotées en bourse avec un actionnariat institutionnel et fractionné et que, dans ce contexte-là, les *proxy advisors* sont nés et se sont développés comme une réponse à la situation où de nombreux investisseurs ne disposaient plus des incitatifs nécessaires pour assumer leur fonction de contrôle sans recourir à une aide externe.

La situation des *proxy advisors* est parfois comparée à la pratique de l'*empty voting*,⁷⁰⁰ dans laquelle l'actionnaire prête ses titres à un tiers ou, s'agissant des actions nominatives, les vend dans la période entre le jour de référence et l'assemblée générale.⁷⁰¹ Tant dans la pratique de l'*empty voting* que dans le conseil de vote, le pouvoir de vote est dissocié du risque économique, sachant que dans l'*empty voting*, la personne qui peut participer à la prise de décisions sociales ne doit pas se soucier de l'évolution du cours d'action, vu que de toute manière elle va transférer les actions au prêteur ou les céder au nouvel acquéreur après l'assemblée générale.⁷⁰² Si la comparaison peut paraître exagérée, compte tenu du fait qu'à la différence de l'emprunteur de titres, le *proxy advisor* dispose seulement d'un pouvoir d'influence *de facto*, les deux phénomènes vont tout de même dans le même sens. Ce qui est assez curieux, comme le signale OMAGGIO, est le fait que malgré cette similitude, l'*empty voting* est souvent « dénoncé par des agences de conseil en vote ou des organismes influents en matière de gouvernance ». ⁷⁰³

⁶⁹⁸ Livre vert de la Commission européenne (2011), 32 ; OMAGGIO (2009), 32 ; ROSE (2011), 68.

⁶⁹⁹ Traduit par l'auteure. Version originale, BÖCKLI (2015), 211: « *Dem Phänomen der Abwanderung der Willensbildung an beauftragte Dritte bei Aktien, die in professionell verwalteten Kollektivvermögen liegen, ist nun nachzugehen, weil es einem Fundamentalprinzip der Aktiengesellschaft widerspricht: dass nämlich Investition, Risiko und Willensbildung in ein und derselben Person konzentriert sein sollten* » (mise en évidence dans l'original).

⁷⁰⁰ Message du Conseil fédéral du 21 décembre 2007, 1432 ; Commission des affaires juridiques du Parlement européen (2012), N 9 ; RUFFNER (2000), 181 ; ARMOUR/CHEFFINS (2009), 11 ; MAIZAR (2012), 469.

⁷⁰¹ BERTSCHINGER (2015), 507 *et seq* ; TAGOUO (2015), 1132.

⁷⁰² Plus en détail sur la pratique du *empty voting*, voir HU/BLACK (2006).

⁷⁰³ OMAGGIO (2009), 32 et n 25 (en se référant notamment aux recommandations de l'agence de conseil de vote française Proxinvest, ainsi qu'à des rapports d'ISS et de l'*International Corporate Governance Network*).

Quoi qu'il en soit, la présence des *proxy advisors* dans le processus de prise de décisions apporte un éclairage nouveau sur les relations d'agence et conduit à ce que nous qualifions de « triple conflit de l'agence », dans la mesure où un troisième acteur ayant des intérêts propres, prend sa place dans le processus décisionnel.

2. Aperçu de l'industrie du conseil de vote

A. L'émergence du conseil de vote

Les origines du conseil de vote sont à chercher aux États-Unis et remontent à l'époque qui a suivi l'adoption du *Employee Retirement Income Security Act* (ERISA) en 1974, à savoir la loi fédérale de sécurité de pensions de retraite des employés. C'est durant cette période que l'intérêt pour la recherche en matière de gouvernance d'entreprise et d'investissement responsable a commencé à se développer, mais ce n'est qu'à partir de la fin des années 1980, dans la foulée du mouvement favorisant une gouvernance d'entreprise plus efficace, que le conseil de vote s'est professionnalisé.⁷⁰⁴

La combinaison de deux facteurs clés semble à l'origine de l'émergence d'une véritable industrie du conseil de vote aux États-Unis : le premier facteur est l'environnement réglementaire propice à l'essor de différents prestataires de service dans le domaine de la gouvernance d'entreprise. Comme l'indique BELINFANTI, un cadre normatif complexe et contraignant, mais en même temps suffisamment souple, composé par le droit des sociétés fédéral de la SEC, les différents droits des sociétés étatiques, ainsi que les règles de cotation du New York Stock Exchange (NYSE), constituait un terrain fertile pour le développement des *proxy advisors*.⁷⁰⁵ Le deuxième facteur est l'institutionnalisation des marchés de capitaux, sachant que la demande pour le conseil de vote professionnel a connu une croissance parallèle à celle des fonds détenus par les investisseurs institutionnels, qui cherchaient à s'appuyer davantage sur les avis d'experts pour exercer leurs droits d'actionnaires.⁷⁰⁶ D'autres circonstances comme les scandales financiers d'Enron et de WorldCom, ainsi que la crise financière de 2008 ont également contribué au développement de l'industrie du conseil de vote.⁷⁰⁷

⁷⁰⁴ Sur l'émergence des premiers *proxy advisors* aux États-Unis, voir notamment DUBOIS (2011), 75 ; EDELMAN (2013), 1374 ss.

⁷⁰⁵ BELINFANTI (2009), 392.

⁷⁰⁶ ROSE (2007), 106; DIAMOND/YEVMEENKO (2008), 607; DENT (2014), 1306.

⁷⁰⁷ ROSE (2007), 103; EDELMAN (2013), 1370.

En Europe continentale, l'intérêt pour le conseil de vote est plus récent.⁷⁰⁸ En ce qui concerne la Suisse, le principal évènement ayant suscité l'intérêt pour les activités des *proxy advisors* était l'introduction de l'obligation de vote des institutions de prévoyance, ce qui se reflète notamment dans le vaste nombre des textes d'auteurs qui se sont emparés du sujet depuis l'entrée en vigueur de l'ORAb en 2014.⁷⁰⁹ Et pourtant, les *proxy advisors* sont actifs sur le marché suisse depuis bien avant l'instauration de l'obligation de vote. D'une manière générale, Éthos Services, fondé en 2000 et contrôlé entièrement par la fondation Éthos, a fait œuvre de pionnier en Suisse. Plus concrètement, il semble que l'évènement déclencheur par lequel le grand public suisse a pris connaissance de l'existence des *proxy advisors* fût l'assemblée générale ordinaire d'UBS du 14 avril 2010. En amont de l'assemblée générale, le conseil d'administration d'UBS se trouvait sous pression du fait que les leaders mondiaux du conseil de vote (ISS et Glass Lewis), ainsi que les deux seuls prestataires suisses à l'époque (Actares et Éthos) recommandaient de refuser la décharge aux membres du conseil d'administration pour les années 2007 à 2009 et de rejeter en même temps le rapport de rémunération de 2009 dans le cadre d'un vote consultatif. Les évènements autour de l'assemblée générale d'UBS en 2010 étaient le premier pas vers une plus grande prise de conscience des sociétés cotées de l'impact potentiel des recommandations de vote des *proxy advisors* sur les résultats de vote.

B. La structure du marché des *proxy advisors*

Les *proxy advisors* opèrent sur un marché de forte concurrence : aux États-Unis, ISS et Glass Lewis forment un oligopole avec des parts de marché de 60% et de 37% respectives.⁷¹⁰ À l'échelle mondiale, la situation est semblable : ISS et Glass Lewis contrôlent ensemble 97% du marché global.⁷¹¹

En Europe continentale, on note la présence de plusieurs petites agences, dont les rapports d'analyse et les recommandations de vote se concentrent sur les sociétés cotées de leur pays d'origine.⁷¹² En Suisse, c'est surtout Éthos qui a atteint une certaine notoriété ces dernières années. Il semblerait cependant que l'influence d'Éthos est plutôt due à sa forte résonance médiatique et moins à sa

⁷⁰⁸ Livre vert de la Commission européenne (2011), 16 ; ESMA (2012).

⁷⁰⁹ Voir, parmi d'autres : VOLONTÉ/ZABY (2013); WAGNER/WENK (2014); WOHLMANN/GERBER (2014); RIOULT (2014); HUBACHER (2015); BÖCKLI (2015); GERICKE in: Kunz *et al.* (2015) ; TAGOUO (2015) ; BERTSCHINGER (2015) ; HOCH (2016).

⁷¹⁰ BELINFANTI (2009), 12 ss; LARCKER/MCCALL/ORMAZABAL (2015), 2; CHOI/FISCH/KAHAN (2010), 905; KOHLER/SIERRO (2015), 522; BÖCKLI (2015), 212; CHOI/FISCH/KAHAN (2010), 872 qualifient la situation de « *quasi-monopole* »; Government Accountability Office, Corporate Shareholder Meetings (2007), 13; ESMA (2012), 11; LARCKER/MCCALL/TAYAN (2013), 1

⁷¹¹ ESMA (2012), N 25; COPLAND/LARCKER/TAYAND (2018), 2.

⁷¹² Ainsi par exemple Éthos en Suisse ou Proxinvest en France.

part de marché qui reste bien inférieure à celle des grands prestataires internationaux. Les nouveaux *proxy advisors* suisses (Swipra, ZCapital, Corporate Governance Agence Suisse et Investvote) n'occupent pour l'instant que des places marginales sur le marché, mais confirment l'essor de l'activité de conseil en droits de vote. Selon l'autorité européenne des marchés financiers (AEMF ou ESMA pour l'acronyme anglais), la présence des *proxy advisors* locaux s'explique notamment par les divergences des systèmes de gouvernance d'entreprise dans les États membres.⁷¹³

Tout de même, force est de constater que sur le marché européen, ISS et Glass Lewis sont à présent seuls à parvenir à répondre aux besoins des investisseurs institutionnels internationaux. Les deux agences proposent des analyses et recommandations de vote portant sur des sociétés dans une centaine de pays : ISS publie des recommandations pour plus de 39'000⁷¹⁴ et Glass Lewis pour plus de 20'000 assemblées générales par an.⁷¹⁵ Pour les concurrents locaux, une activité de telle envergure est hors d'atteinte.

C. Les services proposés par les *proxy advisors*

Les activités principales des *proxy advisors* peuvent être divisées en deux volets : premièrement, le conseil de vote à proprement parler et, deuxièmement, la représentation des droits de vote. À ces activités principales peuvent s'ajouter une série d'activités accessoires.

L'activité de conseil de vote (*Proxy Advisory Service*), soit le cœur même de l'activité commerciale des *proxy advisors*, consiste en une analyse des objets à l'ordre du jour d'un vaste nombre d'assemblées générales et sur des sujets de gouvernance d'entreprise, ainsi que l'élaboration des recommandations de vote précises.⁷¹⁶ Les recommandations portent sur tous les sujets soumis à l'approbation de l'assemblée générale de par la loi ou par les statuts, mais également sur des sujets faisant l'objet des référentiels de bonne pratique en matière de gouvernance d'entreprise. Cela comporte entre autres des recommandations sur l'élection et la réélection des membres du conseil d'administration, de l'organe de révision et du représentant indépendant, les modifications statutaires, la distribution du bénéfice, l'approbation du rapport annuel et des comptes consolidés, la décharge des membres du conseil

⁷¹³ ESMA (2012), N 24.

⁷¹⁴ Voir les déclarations d'ISS sur www.issgovernance.com/solutions/governance-advisory-services (consulté le 28 octobre 2019).

⁷¹⁵ Voir les déclarations de Glass Lewis sur www.glasslewis.com/about-glass-lewis/ (consulté le 18 octobre 2019).

⁷¹⁶ OECD (2011a), 59; voir par exemple ISS (2014), 5: « *ISS' core business is the provision of proxy research, vote recommendations and related governance research services, including an end-to-end proxy voting platform and leading compliance and risk management solutions, to institutional investors worldwide.* », ISS (2014), 5.

d'administration, les modifications du capital et les rémunérations du conseil d'administration et de la direction générale.

Les analyses et les recommandations de vote reposent sur des lignes directrices de vote internes aux *proxy advisors*, mais de nombreux auteurs attirent l'attention sur la grande marge d'interprétation dont bénéficient les *proxy advisors* dans la réalité.⁷¹⁷ Il en découle que les *proxy advisors* ont un pouvoir d'influence non négligeable, pouvoir qui est encore renforcé par le fait que les investisseurs disposent de forts incitatifs d'exercer leurs droits de vote selon les recommandations, sans consacrer des ressources supplémentaires pour en vérifier le contenu.⁷¹⁸

Les *proxy advisors* cherchent à perfectionner leur activité de conseil de vote en offrant aux investisseurs l'accès à des méthodes sophistiquées qui visent à simplifier l'exercice du droit de vote. Par exemple, Swipra propose, depuis 2014, des recommandations de vote pour les cinquante plus grandes sociétés cotées en Suisse, par le biais du logiciel Sherpany. Cette plateforme en ligne offre une communication rapide, simple et confidentielle entre la société et les investisseurs, pendant l'assemblée générale mais également au cours de l'année. ZCapital gère de son côté un site internet pour l'exercice des droits d'actionnaires des investisseurs institutionnels moyennant non seulement des recommandations de droit de vote, mais également, grâce à ZRating, une analyse empirique qui paraît annuellement sous la forme d'un rapport de recherche détaillé portant sur des questions de gouvernance d'entreprise.

Les *proxy advisors* complètent leur activité de conseil grâce à la représentation des droits de vote (*Proxy Voting Services*). Il s'agit d'une assistance administrative et logistique pour l'exercice du droit de vote. Ce service s'étend sur l'ensemble du processus de vote, allant de la récolte des instructions de vote des investisseurs jusqu'à l'exercice du droit de vote à proprement parler.

La prestation de base des *proxy advisors* est l'exercice des droits d'actionnaires de leurs clients en tant que représentants individuels en suivant les instructions reçues (art. 689b CO).⁷¹⁹ À ce propos, notons qu'une directive de vote élaborée ou choisie par un investisseur institutionnel doit être considérée comme une instruction au sens de l'art. 689b al. 1 CO.⁷²⁰ Les grands *proxy advisors*, tels qu'ISS et Glass Lewis, offrent un service plus sophistiqué en

⁷¹⁷ CHOI/FISCH/KAHAN (2007), 652; SCHNEIDER/ANZINGER (2007), 90; BELINFANTI (2009), 399; ESMA (2012), N 41 ss; HUBACHER (2015), N 52.

⁷¹⁸ VERDAM (2006), 4 ; HUBACHER (2015), N 52.

⁷¹⁹ HUBACHER (2015), N 55; VERDAM (2006), 2; ESMA Discussion Paper (2012), 16.

⁷²⁰ HUBACHER (2015), 55; VERDAM (2006), 2.

mettant à disposition des plateformes en ligne, permettant à leurs clients de gérer électroniquement les droits de vote et de donner des instructions.⁷²¹

En outre, il convient d'attirer l'attention sur les diverses activités accessoires des *proxy advisors*, dont notamment la gestion d'actifs. Éthos Services, par exemple, propose à ses clients de gérer leur portefeuille de titres par différents fonds de placement fondés sur une approche d'investissement responsable (IR),⁷²² ainsi que des mandats de gestion discrétionnaires.⁷²³ ZCapital gère deux fonds de placements, à savoir le ZCapital Swiss Small & Mid Cap Fund et le ZCapital Swiss Dividend Fund.⁷²⁴ Une deuxième branche d'activités accessoire est l'analyse des questions environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) permettant aux investisseurs institutionnels d'adapter la composition de leur portefeuille aux exigences des référentiels en matière d'IR auxquels ils ont adhéré. Ce service prend souvent la forme d'un filtre sectoriel et normatif (*screening services*), puisqu'il s'agit d'identifier les sociétés qui, aux yeux des investisseurs, ne sont pas compatibles avec les exigences en matière d'IR, que ce soit en raison d'un secteur d'activité sensible (par exemple les secteurs de l'armement, de l'alcool et du tabac etc.), ou en raison d'une controverse grave (par exemple la violation des droits de l'homme ou de graves dégâts environnementaux).

En règle générale, les *proxy advisors* clôturent la saison des assemblées générales par la publication des rapports relatifs à l'exercice des droits de vote et d'autres informations sur le déroulement des assemblées générales (*Vote Reporting Service*),⁷²⁵ y compris des informations sur le contenu des interventions des membres du conseil d'administration et des actionnaires.⁷²⁶

3. L'influence des *proxy advisors*

Les *proxy advisors* sont réputés avoir une influence à deux niveaux : premièrement, les recommandations de vote des *proxy advisors* influencent directement le comportement de vote des investisseurs affiliés et, de ce fait, les

⁷²¹ Par exemple ISS Proxy Exchange, <https://www.issgovernance.com/solutions/proxy-voting-services/proxy-exchange/> (consulté le 31 août 2019) ou Glass Lewis Viewpoint, <http://www.glasslewis.com/proxy-voting/> (consulté le 31 août 2019).

⁷²² Éthos dispose d'une part de son propre fonds de placement (Fonds de placement Éthos) et propose, d'autre part, des fonds en collaboration avec ses partenaires bancaires (Fonds de placement Pictet-Ethos CH Swiss Sustainable Equities ; Fonds de placement Vontobel Fund ; Ethos Environmental Sustainability).

⁷²³ Éthos, Rapport annuel 2014, 12.

⁷²⁴ Voir le site internet de ZCapitals, <http://www.zcapital.ch/en/about-us/company/> (consulté le 1^{er} septembre 2019).

⁷²⁵ HUBACHER (2015), N 58.

⁷²⁶ Voir notamment le site internet d'ISS : <http://www.issgovernance.com/governance-solutions/proxy-voting-services/vote-disclosure-services/> (consulté le 1^{er} septembre 2019).

résultats de vote des assemblées générales (A). Deuxièmement, les *proxy advisors* ont le potentiel d'influencer la gouvernance des sociétés émettrices, dans la mesure où ces dernières tiennent davantage compte des standards de gouvernance proclamés par les *proxy advisors* (B).

A. L'influence sur le comportement de vote des investisseurs institutionnels

Au cours de la dernière décennie, de nombreux auteurs, ainsi que certains organismes de réglementation ont mis en garde contre l'influence potentielle des recommandations des *proxy advisors* sur le comportement de vote des investisseurs institutionnels.⁷²⁷ Comme indiqué précédemment, pour les investisseurs institutionnel le recours aux recommandations de vote externes est devenu un pilier central et inévitable de leur prise de décision de vote, eu égard à leurs portefeuilles de titres diversifiés et internationaux. Pour les membres des organes décisionnels des institutions, les recommandations de vote d'un *proxy advisor* réputé représentent une sorte de sécurité dans l'accomplissement de leurs devoirs fiduciaires, car en se référant à l'avis d'un tiers spécialisé, ils justifient avoir agi dans l'intérêt de leurs bénéficiaires.⁷²⁸

Le degré d'influence des *proxy advisors* sur le comportement des investisseurs et le résultat des votes aux assemblées générales est difficilement quantifiable. Nous ne pouvons déduire qu'approximativement dans quelle mesure les recommandations des *proxy advisors* influencent le comportement de vote des investisseurs, vu le faible niveau de transparence requis.⁷²⁹ Les études empiriques menées au sujet de l'influence effective des *proxy advisors* sur le comportement des investisseurs, la majorité d'entre elles se limitant au marché américain, n'aboutissent pas à des conclusions univoques :

L'étude menée par ERTIMUR/FERRI/OESCH en 2013 est arrivée à la conclusion qu'une recommandation négative d'ISS peut être associée à un taux de refus de 24.7%.⁷³⁰ CHOI/FISCH/KAHAN (2010), estiment, en revanche, que le degré d'influence des *proxy advisors* est souvent surestimé.⁷³¹ Leur étude révèle que dans une assemblée générale médiane, les recommandations de quatre *proxy advisors* américains (ISS, Glass Lewis, Egan Jones et Proxy Governance)

⁷²⁷ OMAGGIO (2009), 30 ; DENT (2014), 1291 ; LARCKER/MCCALL/TAYAN (2013), 1; Center on Executive Compensation (2011), 21; Plan d'action de la Commission européenne (2012), 11. En revanche, CHOI/FISCH/KAHAN (2010), 906 et EDELMAN/THOMAS/THOMPSON (2014), 140 estiment que l'influence des *proxy advisors* est moins élevée qu'il est généralement admis.

⁷²⁸ Les devoirs fiduciaires seront traités en profondeur dans la troisième partie, voir *infra*, troisième partie, chapitre 1^{er}.

⁷²⁹ BRIGGS (2007), 692; DENT (2014), 1291 *et seq.*

⁷³⁰ ERTIMUR/FERRI/OESCH (2013), 996.

⁷³¹ CHOI/FISCH/KAHAN (2010), 869, 906.

peuvent capter seulement entre 6 et 10% des voix d'actionnaires.⁷³² Cette même étude relativise ainsi l'hypothèse évoquée par certains auteurs, selon laquelle les investisseurs institutionnels auront tendance à suivre aveuglement les recommandations des *proxy advisors*.⁷³³ Selon la conception de CHOI, FISCH et KAHAN, les *proxy advisors* représentent plutôt des agents d'information qui aident les investisseurs à prendre des décisions de vote.⁷³⁴ En tout état de cause, même si les différentes études empiriques parviennent à des conclusions divergentes, il est indéniable que les *proxy advisors* et les investisseurs institutionnels sont étroitement liés et s'influencent mutuellement. Ainsi, comme le souligne une étude d'AGGARWAL, EREL et STARKS de 2014, l'opinion des *proxy advisors* reflète généralement la tendance vers laquelle tendent les investisseurs institutionnels dans leurs recommandations de vote, comme ces derniers représentent leur clientèle principale.⁷³⁵

La première étude empirique au sujet de l'influence des *proxy advisors* en Suisse avait été conduite à l'aube de l'entrée en vigueur de l'ORAb. En 2014, WAGNER et WENK en sont venus à la conclusion qu'une recommandation négative d'un des quatre *proxy advisors* qui ont composé leur échantillon (ISS, Éthos, Swipra, ZRating) aboutit seulement dans 0.6% des cas au rejet de la proposition par l'assemblée générale.⁷³⁶ À propos de la même question de recherche, mais portant sur le marché américain, l'étude de BETHEL et GILLIAN datant de 2002, avait mis en évidence qu'une recommandation négative d'ISS peut avoir comme conséquence un taux de rejet de 13 à 25% plus élevé, ce qui en soi constitue déjà un signal alarmant pour les organes dirigeants.⁷³⁷ WAGNER et WENK (2014) précisent, en outre, que si tous les quatre *proxy advisors* émettent une recommandation négative, le taux des actionnaires rejetant la proposition s'élève en moyenne à 16.7%. Ce taux d'influence relativement bas comparé à la situation aux États-Unis, s'explique principalement par l'existence des sociétés de familles, bien plus communes en Suisse, dans lesquelles les membres de la famille fondatrice (ou un actionnaire) contrôlent une grande partie des voix et voteront de toute manière en faveur des propositions du conseil d'administration.

Enfin, ces résultats empiriques divergents reflètent la difficulté d'établir un lien de causalité à partir d'une corrélation statistique et, plus précisément entre

⁷³² *Ibid.*

⁷³³ BAINBRIDGE (2010), 270 ; SCHOUTEN (2009), 2.

⁷³⁴ Traduction par l'auteure. Version originale de CHOI/FISCH/KAHAN (2010), 906 : « [...] *it is an information agent and guide, helping investors to identify voting decisions that are consistent with their preferences* »; voir également SCHOUTEN (2012), 25, qui qualifie les *proxy advisors* comme des « *information agents* ».

⁷³⁵ AGGARWAL/EREL/STARKS (2014), 21.

⁷³⁶ WAGNER/WENK (2014), 1148.

⁷³⁷ BETHEL/GILLIAN (2002), 31 ; cité d'après WAGNER/WENK (2014), 1149.

une recommandation de vote et le résultat de la décision de l'assemblée générale.⁷³⁸ En effet, comme le souligne notamment BÖCKLI, il n'est pas aisé de déterminer si l'issue d'un vote aurait été différente, s'il n'avait pas fait l'objet d'une recommandation d'un *proxy advisor*.⁷³⁹ Un autre facteur qui complexifie encore plus la détermination du degré d'influence des *proxy advisors* sur le comportement de vote est la pratique de certains grands investisseurs institutionnels, dont notamment Black Rock,⁷⁴⁰ d'effectuer une partie de l'analyse des propositions de vote par un département interne à leur institution.⁷⁴¹ Notons toutefois que les rapports des autorités européennes et américaines confirment que seules les plus grandes institutions disposent des ressources nécessaires à l'analyse interne du matériel de vote.⁷⁴²

Outre les études empiriques, le potentiel latent d'influence des *proxy advisors* sur le comportement des investisseurs institutionnels, est particulièrement bien illustré par l'exemple du résultat d'un vote de l'assemblée générale de la société Sulzer. En 2014, l'assemblée générale de Sulzer était amenée à se prononcer sur la proposition du conseil d'administration d'adapter les statuts aux exigences de l'ORAb. Or, malgré le soutien de l'actionnaire majoritaire de Sulzer,⁷⁴³ la proposition n'a pas su trouver la majorité des deux tiers des voix représentées, exigée par les statuts de Sulzer pour toute modification statutaire.⁷⁴⁴ Cet incident inattendu s'explique notamment par le fait que les recommandations de vote des principaux *proxy advisors* (ISS, Éthos, ZCapital et Swipra) préconisaient de rejeter la modification statutaire, dans la mesure où ils déploraient le choix de Sulzer d'appliquer le système du vote prospectif au vote sur les rémunérations de la direction générale, sans pour autant prévoir un vote consultatif rétrospectif. En outre, les *proxy advisors* critiquaient le fait que Sulzer avait omis d'explicitier en détail son système de rémunération.

À la lumière de ce qui précède, force est de constater que le degré d'influence des *proxy advisors* sur le comportement de vote des investisseurs dépend notamment de la structure actionnariale de la société émettrice. L'influence sera forcément plus importante dans le cadre d'une société ayant une base importante d'investisseurs institutionnels, composant l'essentiel de la clientèle

⁷³⁸ DENT (2014), 1292.

⁷³⁹ BÖCKLI (2015), 212 *et seq.*

⁷⁴⁰ *Supra*, deuxième partie, chapitre 3, section II.

⁷⁴¹ Sur le mode de prise de décision de vote de Black Rock, voir *supra*, deuxième partie, chapitre 3, section I.

⁷⁴² ESMA (2012), N 19; Government Accountability Office, Corporate Shareholder Meetings (2007), 16; voir également: KLÖHN/SCHWARZ (2012), 7 *et seq.*; DENT (2014), 1304.

⁷⁴³ Selon les données de SIX Swiss Exchange, les groupes composés par Liwet Holding, Lamesa Holding et Metkombank détenait une participation de 33.19% des actions nominatives de Sulzer SA, sachant que Viktor Vekselberg détient l'ensemble de cette participation de manière indirecte.

⁷⁴⁴ §16 des statuts de Sulzer AG du 1^{er} avril 2015.

des *proxy advisors*, et dans les sociétés n'ayant pas un actionnaire de contrôle représenté au conseil d'administration.⁷⁴⁵

B. L'influence sur la gouvernance des sociétés cotées

Avec l'avènement et l'augmentation du recours du conseil de vote, il ressort que les *proxy advisors* ont également un effet sur la gouvernance des sociétés émettrices. Les principaux instruments d'influence constituent les lignes directrices internes des grands *proxy advisors*, ainsi que leurs services de *rating* et de *screening*, sans oublier pour autant que les *proxy advisors* maintiennent souvent un dialogue informel avec les sociétés cotées, surtout pendant la phase qui précède l'établissement des recommandations de vote.⁷⁴⁶ Il arrive également que les sociétés cotées contactent elles-mêmes les agences de conseil de vote, surtout lorsque leur actionnariat est international et dispersé, ainsi que lorsque la société craint le risque d'un *proxy fight*.⁷⁴⁷ Quoi qu'il en soit, la voix des *proxy advisors* est la plupart du temps entendue par les sociétés cotées, ce qui lui confère un certain poids dans préparation des propositions que les conseils d'administration soumettent au vote des assemblées générales.⁷⁴⁸

a) Les proxy advisors en tant que régulateurs de gouvernance d'entreprise

De façon globale, le rôle des *proxy advisors* dans l'élaboration des standards de gouvernance n'est pas négligeable. ROSE expose que les agences de conseil de vote, faisant partie de l'industrie des prestataires de services en matière de gouvernance d'entreprise, assument en quelque sorte un rôle de régulateurs volontaires: « *The corporate governance industry plays a major corporate governance policy-making role, and, because of its influence with institutional investors, effectively acts as a voluntary corporate regulator* ». ⁷⁴⁹ C'est le cas lorsque le conseil d'administration, en formulant les propositions qu'il entend soumettre à l'approbation de l'assemblée générale, est incité, voire même contraint, de considérer les standards de gouvernance établis par les *proxy advisors* les plus influents du marché. Il arrive également que le conseil d'administration adapte ses propositions après avoir pris connaissance des standards ou recommandations des *proxy advisors*, par crainte de perdre le soutien des actionnaires.

⁷⁴⁵ OMAGGIO (2009), 31 ; SCHOUTEN (2010), 779.

⁷⁴⁶ OMAGGIO (2009), 32.

⁷⁴⁷ Sur la notion du *proxy fight*, voir *supra*, deuxième partie, chapitre 2, section II 4 C.

⁷⁴⁸ STOFFEL/GABELLON (2015), 442.

⁷⁴⁹ ROSE (2007), 103.

b) *Exemples pratiques de l'influence des proxy advisors sur la gouvernance d'entreprise*

L'influence des *proxy advisors* dans l'établissement des standards de gouvernance d'entreprise avait occupé les esprits des auteurs de la littérature juridique américaine au milieu des années 2000, qui associaient notamment les prises de position d'ISS à certaines décisions importantes des grandes sociétés publiques, tels que l'approbation de la fusion entre Hewlett Packard et Compaq ou la révocation de Michael Eisner, ancien président du conseil d'administration de Walt Disney.⁷⁵⁰ Pour certains auteurs, dont notamment BRIGGS, les lignes directrices d'ISS sont également réputées affaiblir des *poison pills* et autres mesures de défense contre les OPA.⁷⁵¹ Dans cette optique, COFFEE avait mis en évidence que le pouvoir d'ISS d'imposer des standards de gouvernance dépasse parfois les exigences légales : « *Although the Sarbanes-Oxley Act only bars an accounting firm from providing a limited number of consulting services to an audit client, the market appears to be enforcing a considerably broader prohibition. [ISS] opposes auditors receiving more in consulting fees from its corporate client than it receives for audit and audit-related work. This norm has rapidly become accepted. [T]he percentage of firms failing this test fell from 60 percent in 2002 to just 2 percent in 2003* ». ⁷⁵²

Concernant le marché suisse, le potentiel des *proxy advisors* dans l'établissement des standards de gouvernance d'entreprise peut être exposé par l'évolution du vote de l'assemblée générale sur les rémunérations des membres du conseil d'administration et de la direction (*say-on-pay*). Avant d'intégrer un cadre normatif contraignant en 2014 grâce à l'entrée en vigueur des art. 18 ss ORAb, le *say-on-pay* s'est installé progressivement sous forme du vote consultatif de l'assemblée générale, une évolution qui peut être largement associée à la pression exercée par la fondation Éthos sur les sociétés cotées.⁷⁵³ Éthos exprimait pour la première fois sa volonté d'introduire le vote consultatif de l'assemblée générale sur les rémunérations en 2006 : « *À l'avenir, une solution raisonnable serait de prévoir un vote consultatif de l'assemblée générale [...]* ». ⁷⁵⁴ Depuis, la pratique a évolué très vite : alors qu'en 2008, parmi toutes les sociétés du SMI, seulement Schindler et Galenica soumettaient le rapport des rémunérations au vote consultatif de leurs actionnaires, la nouvelle saison des assemblées générales se révélait sous un autre jour, avec le fait que la moitié des sociétés du SMI prévoyaient un tel vote consultatif. En 2010, les dernières sociétés du SMI (Holcim, Novartis, Swiss Re et Zurich) ont cédé à la pression

⁷⁵⁰ ROSE (2007), 103.

⁷⁵¹ BRIGGS (2007), 692 ss.

⁷⁵² COFFEE (2006), 166 *et seq.* Mise en évidence par l'auteure.

⁷⁵³ En ce sens : MAIZAR (2012), 151 ; FORSTMOSER (2012), 344 (n 57).

⁷⁵⁴ Éthos (2006), 31.

d'Éthos et ont commencé à consulter leurs actionnaires quant à la rémunération des organes dirigeants.⁷⁵⁵ Enfin, en 2012, 80% des sociétés du SMI pratiquaient le *say-on-pay*.

Avec l'approbation de l'initiative Minder, le *say-on-pay* est devenu obligatoire, mais les *proxy advisors* jouent toujours un rôle important dans la pratique des sociétés cotées, sachant qu'au-delà des conditions minimales de l'art. 18 al. 3 ORAb, les sociétés conservent une marge de manœuvre non négligeable. En effet, selon l'art. 18 al. 2 ORAb, il appartient aux sociétés de réglementer statutairement les modalités du vote. L'une des questions cruciales, dans ce contexte, est celle de savoir à quel moment l'assemblée générale se prononcera sur les rémunérations. Sans entrer dans les détails en ce qui concerne les systèmes du vote sur les rémunérations, il faut retenir que le l'ORAb offre aux sociétés cotées la possibilité de choisir entre le système du vote prospectif, par lequel ils demandent l'approbation d'une enveloppe maximale, et le système du vote rétrospectif portant sur la rémunération effective que la société versera après l'exercice écoulé, c'est-à-dire une fois que la performance réalisée est connue.⁷⁵⁶ Pour les *proxy advisors*, cette flexibilité des sociétés dans la détermination du moment du vote, représente une opportunité d'exploiter leur influence potentielle. Éthos, par exemple, exige des sociétés ayant opté pour le système du vote prospectif une transparence accrue, ainsi qu'un vote consultatif supplémentaire portant sur le montant définitivement fixé, en fonction de la performance réalisée.⁷⁵⁷ À défaut, les sociétés doivent s'attendre à des recommandations négatives et risquent, en fin de compte, le rejet du rapport de rémunération. Un coup d'œil sur la pratique révèle qu'en matière de rémunération des organes dirigeants, de nombreuses sociétés continuent à se plier aux nouveaux standards établis par les *proxy advisors*. Selon MÜLLER, 42% de sociétés du SMI ayant opté pour le système du vote prospectif soumettent leur rapport de rémunération au vote consultatif rétrospectif de l'assemblée générale.⁷⁵⁸

Les revendications des *proxy advisors* quant aux systèmes de rémunération ont d'ailleurs laissé des traces dans la version revisitée du CSBP.⁷⁵⁹ Dans sa première annexe, le CSBP évoque la possibilité d'un vote consultatif sur le

⁷⁵⁵ Voir notamment *NZZ du 25 septembre 2009*, Ethos erhöht Druck auf Novartis.

⁷⁵⁶ OSER/MÜLLER, *Praxiskommentar VegüV* (2014), art. 18, N 81 ss.

⁷⁵⁷ Éthos, *Lignes directrices de vote 2018*, 17.

⁷⁵⁸ MÜLLER (2015), n 15. Selon une étude publiée par Éthos en octobre 2014, seulement 81% des 150 plus grandes sociétés ont choisi le système du vote prospectif pour la rémunération des membres du conseil d'administration et 73% des sociétés pour la rémunération de la direction générale, voir Éthos (2014), 21.

⁷⁵⁹ FRICK (2014), 441.

rapport de rémunération pour les assemblées générales ayant déjà approuvé prospectivement la somme des rémunérations.⁷⁶⁰

L'évolution du *say-on-pay* dans le système du droit des sociétés cotées suisse, illustre parfaitement que la fonction des *proxy advisors* va au-delà du simple conseil de vote pour les investisseurs institutionnels. En établissant des standards de gouvernance, les *proxy advisors* sont à l'origine de la création de *soft law* en matière de gouvernance d'entreprise et revêtent un rôle de régulateur dans ce domaine.

c) La possibilité d'un droit de réponse pour les sociétés

Une autre critique formulée parfois sur l'influence des *proxy advisors* sur la gouvernance des sociétés cotées, réside dans l'absence d'obligation des *proxy advisors* de communiquer aux sociétés le contenu de leurs recommandations avant de les émettre.⁷⁶¹ Or, une consultation des sociétés avant la publication des recommandations est considérée comme étant cruciale pour garantir la crédibilité et la qualité des recommandations des *proxy advisors*.⁷⁶²

En droit suisse, la question de la consultation préalable a fait l'objet d'une recommandation des LDII, selon laquelle en présence de thèmes controversés, les *proxy advisors* sont tenus de communiquer préalablement leurs recommandations de vote aux sociétés concernées.⁷⁶³

En France, l'autorité des marchés financiers (AMF) est allée un pas plus loin en publiant des recommandations précises pour le dialogue entre *proxy advisors* et sociétés émettrices, y compris un droit de réponse pour ces dernières.⁷⁶⁴ Concrètement, les recommandations de l'AMF exigent que les *proxy advisors* transmettent aux sociétés concernées les projets de rapport pour commentaires éventuels. Les sociétés disposent à leur tour d'un délai minimum de vingt-quatre heures pour faire part de leurs remarques.⁷⁶⁵ À la demande des sociétés, ces commentaires et remarques doivent être inclus dans le rapport d'analyse des *proxy advisors*, à condition qu'ils soient concis et se réfèrent aux projets de résolution soumis au vote des actionnaires. Toute erreur matérielle constatée

⁷⁶⁰ Point 38, annexe 1 du CSBP (2016).

⁷⁶¹ GERICKE/BAUM, (2014), 357 ; HOCH (2016), 492.

⁷⁶² HOCH (2016), 492, qui tire des parallèles avec le principe déontologique des journalistes qui prévoit un devoir d'audition avant publication d'une personne faisant l'objet de reproches graves (voir le point 3.8 des Directives relatives à la « Déclaration des devoirs et des droits du/de la journaliste » du Conseil suisse de la presse du 18 février 2000 ; disponible sur : <https://presserat.ch/fr/code-de-deontologie-des-journalistes/richtlinien/> (consulté le 1^{er} septembre 2019).

⁷⁶³ LDII (2014), principe 3 (4).

⁷⁶⁴ Sur les parallèles et les différences entre le droit de réponse prévu par la recommandation de l'AMF et celui de l'art. 28 CC, voir HUBACHER (2015), N 642 – 643.

⁷⁶⁵ Recommandation AMF (2011), point 3.

dans le rapport d'analyse qui aurait été signalée par les sociétés émettrices doit être diffusée, dans les meilleurs délais, par le *proxy advisors* auprès des investisseurs. Enfin, le *proxy advisor* est tenu de diffuser le rapport d'analyse définitif dès que possible et cela au même moment aux sociétés et aux clients.⁷⁶⁶

À notre sens, l'introduction d'un droit de réponse des sociétés émettrices est d'une faible utilité pratique. Certes, un tel droit permet de réduire le risque que la formation de la volonté des investisseurs ne soit faussée par des informations erronées contenues dans les rapports d'analyse. Or, le droit de réponse ne pourrait être invoqué que pour rectifier des erreurs matérielles, et non pas pour mettre en cause un jugement de valeur ou l'expression d'une opinion d'un *proxy advisor*. Autrement dit, il est exclu qu'un droit de réponse porte sur les recommandations de vote en tant que telles. Du côté des sociétés émettrices, le droit de réponse des sociétés exigerait, en revanche, des efforts considérables en termes de temps et d'argent.⁷⁶⁷ Les coûts semblent manifestement disproportionnés en ce qui concerne l'examen d'une multitude de rapports d'analyse des différentes agences, coûts qui se répercutent sur la valeur actionnariale et, finalement aussi sur les bénéficiaires des investisseurs institutionnels. À cela s'ajoute le fait que dans la pratique, les sociétés disposent déjà d'un tel droit dans la mesure où elles maintiennent un contact informel avec les *proxy advisors*.

d) Évaluation du rôle des *proxy advisors* dans la gouvernance d'entreprise

Il résulte de l'analyse ci-dessus que les activités des *proxy advisors* ne sont pas sans conséquences sur le fonctionnement des sociétés cotées. Comment peut-on évaluer le rôle des *proxy advisors* dans la création des nouveaux standards de gouvernance d'entreprise ? Comme nous l'avons vu précédemment, en facilitant l'exercice des droits des actionnaires, les *proxy advisors* jouent un rôle central dans l'instauration de mécanismes de contrôle plus efficaces au sein des sociétés cotées. À la différence des investisseurs institutionnels, qui manquent souvent d'incitations appropriées, il apparaît que les *proxy advisors* parviennent mieux à réunir leurs forces et à agir de façon cohérente afin de surveiller les agissements des organes dirigeants des sociétés cotées.

Cependant, en observant les démarches des *proxy advisors* dans la détermination des standards de gouvernance des entreprises, on peut questionner leur raison d'être. En effet, année après année, les *proxy advisors* enrichissent le catalogue de leurs lignes directrices, en y rajoutant des critères supplémentaires. Ceux-ci doivent être à respectés par les sociétés en vue

⁷⁶⁶ *Ibid.*

⁷⁶⁷ En ce sens : KLÖHN/SCHWARZ (2012), 15 ; HUBACHER (2015), N 644.

d'obtenir une recommandation favorable. Pour OMAGGIO, cette manière de procéder aboutit à une « véritable course à la bonne gouvernance », dictée par les *proxy advisors*, course qu'il décrit comme étant « sans fin dans la mesure où ces agences enrichissent chaque année leur politique de vote en y ajoutant des critères supplémentaires à respecter par les émetteurs pour obtenir une recommandation favorable sur des thèmes précis [...] ». ⁷⁶⁸ Dans la même ligne de pensées, LIPTON avait schématisé la démarche des *proxy advisors* de manière suivante: « [o]nce poison pills have been eliminated, classified boards must go; once classified boards are gone, majority voting becomes a requirement, then the separation of the CEO and the Chairman of the Board [...] and so on ». ⁷⁶⁹

Certes, il est légitime de s'interroger sur la finalité de l'introduction continue de nouveaux standards de gouvernance par les *proxy advisors*, après tout il s'agit en fin de compte de non-actionnaires qui contribuent à l'approbation ou au rejet de certaines propositions dans l'assemblée générale. Si cette situation semble à première vue paradoxale dans la mesure où les *proxy advisors* exercent une influence politique sans être exposés aux conséquences économiques du vote, il faut rappeler qu'ils répondent à une exigence du marché. En effet, les investisseurs institutionnels ne possèdent pas les ressources nécessaires pour assumer leurs devoirs fiduciaires d'exercer de manière informée les droits de vote rattachés à la multitude de titres composant leurs portefeuilles. Il va sans dire que les *proxy advisors* ont leurs propres intérêts commerciaux et à cet égard, l'amélioration continue des standards de gouvernance d'entreprise permet également de justifier leur raison d'être. ⁷⁷⁰ Selon nous, toutefois, la réflexion au sujet des *proxy advisors* devrait concerner la mise en place de solutions préventives afin d'éviter certains comportements opportunistes, tout en gardant à l'esprit qu'il appartient ultimement aux investisseurs institutionnels de veiller à ce que leurs droits de vote soient exercés dans l'intérêt de leurs bénéficiaires. Cela étant, il ressort de la responsabilité des investisseurs institutionnels de voir les *proxy advisors* comme des agents nécessaires qui regroupent la vaste quantité d'information disponible en vue de faciliter l'exercice des droits de vote, sans pour autant leur conférer une autonomie de décision dans l'exercice des droits de vote.

⁷⁶⁸ OMAGGIO (2009), 32.

⁷⁶⁹ LIPTON (2008), 10.

⁷⁷⁰ LIPTON (2008), 10 ; DUBOIS (2011), 97 ; OMAGGIO (2011), 32.

4. Les enjeux liés à l'activité des *proxy advisors*

L'influence des *proxy advisors* soulève un certain nombre de questions quant à leur fonctionnement interne, aux conflits d'intérêts et au fonctionnement du marché du conseil de vote.

A. Les défaillances méthodologiques

L'une des critiques adressées aux *proxy advisors* concerne les méthodes sous-jacentes aux recommandations de vote. Souvent qualifiée de méthode *one-size-fits-all*, les *proxy advisors* utilisent des *check-lists* standardisées leur permettant de passer au peigne fin un grand nombre d'ordres du jour des assemblées générales. Ce faisant, ils aboutissent à des recommandations binaires (à approuver/à rejeter) à propos de chaque objet qui y est inscrit et qu'ils feront ensuite parvenir à leurs clients.⁷⁷¹

Certains auteurs déplorent que cette méthode ne prenne pas suffisamment en compte les caractéristiques spécifiques des sociétés ainsi que les différentes pratiques de gouvernance et cadres réglementaires nationaux, et, qu'elle conduite, en tout cas à long terme, à une sorte d'unification des styles de gestion.⁷⁷² Selon ces critiques, une application rigide des standards de gouvernance d'entreprise ne laisserait pas suffisamment de place à l'étude de cas individuels, réduisant ainsi la souplesse auparavant accordée aux sociétés cotées grâce à l'approche « se conformer ou s'expliquer » (*comply or explain*).⁷⁷³ Pour GERICKE et BAUM, la méthode des *check-lists* contribue même à une gestion d'entreprise « sans caractère ».⁷⁷⁴

Selon l'opinion que nous défendons, ces critiques font abstraction de la raison d'être des *proxy advisors*. Il est vrai que les critères d'une bonne gouvernance d'entreprise ne peuvent pas être entièrement prédéfinis globalement et détaillés pour l'ensemble des sociétés cotées, sachant que des éléments spécifiques à chaque entreprise et les préférences de chaque investisseur (respectivement celles de ses bénéficiaires) doivent être pris en compte. Or, les travaux des *proxy advisors* ne prétendent pas constituer des analyses objectives, mais comme le dit déjà le terme « recommandation de vote », l'expression des jugements de valeur provenant d'experts en matière de gouvernance d'entreprise. Comme nous l'avons précédemment constaté, la

⁷⁷¹ BÖCKLI (2015), 216.

⁷⁷² BÖCKLI (2015), 216 ; GERICKE/BAUM (2014), 351 ; TAGOUO (2015), 1136 ; Livre vert de la Commission européenne (2011).

⁷⁷³ BÖCKLI (2015), 220.

⁷⁷⁴ Traduction par l'auteure. Version originale, GERICKE/BAUM (2014): « *So gesehen birgt die Macht der Stimmrechtsberater langfristig die Gefahr gleichgeschalteter, «charakterloser» Führungsetagen in sich* ».

demande pour le conseil de vote est due au fait que les investisseurs institutionnels étaient submergés par la vaste quantité d'informations à traiter avant de pouvoir prendre une décision de vote informée. Cette précision nous permet d'affirmer que les *proxy advisors* se chargent des tâches que les investisseurs institutionnels ne sont pas en mesure d'assumer. En définitive, la méthode des *check-lists* permet aux *proxy advisors* de présenter à leur clientèle des conclusions concises, tout en gardant des coûts réduits.

B. La gestion des conflits d'intérêts

Une autre critique de la littérature concerne la gestion des conflits d'intérêts,⁷⁷⁵ étant donné que certains *proxy advisors* offrent, parallèlement au conseil de vote, des services de consultation pour les dirigeants des sociétés émettrices qui portent notamment sur les résolutions qui seront soumises au vote des actionnaires. Dans une telle constellation, le *proxy advisor* n'est plus en mesure d'évaluer les résolutions de vote de manière impartiale, puisqu'il est incité à éviter des recommandations négatives sur ces sociétés émettrices, afin de ne pas compromettre la relation commerciale qu'il entretient avec cette dernière.

L'exemple le plus connu est celui d'ISS qui, à travers sa société fille ISS Corporate Services Inc.⁷⁷⁶ (ICS), conseille des sociétés émettrices sur des questions de gouvernance d'entreprise, parallèlement à l'activité de conseil de vote pour les investisseurs. Malgré le fait qu'ISS a séparé les deux activités commerciales par une muraille chinoise (*Chinese Wall*), il n'est pas garanti que les recommandations de vote d'ISS soient totalement indépendantes et impartiales.⁷⁷⁷ Prenons l'exemple du *say-on-pay* pour illustrer ce propos : dans quelle mesure peut-on être sûr que la recommandation d'ISS sur un rapport de rémunérations soit impartiale lorsque le conseil d'administration de la même société a sollicité ICS pour le développement de son système de rémunération ? Il existe un risque réel qu'ISS soit enclin à conseiller aux investisseurs d'approuver les propositions du conseil d'administration d'une société émettrice, afin de ne pas mettre en péril son activité de conseil avec cette dernière. Ce faisant, le conseil de vote d'ISS ne reflètera pas l'intérêt des investisseurs, mais plutôt celui des organes dirigeants de la société. En d'autres termes, un *proxy advisor* qui donne en même temps des conseils de gouvernance d'entreprise aux sociétés émettrices se retrouve dans le rôle d'évaluateur aussi bien que dans celui de conseiller, ce qui l'amène donc à évaluer son propre

⁷⁷⁵ Voir notamment: FLEISCHER (2012), 4; DIAMOND/YEVMEENENKO (2008), 614; DUBOIS (2011), 100; EDELMAN/THOMAS/THOMPSON (2014), 145; ESMA (2012), 21.

⁷⁷⁶ DUBOIS (2011), 101; LI (2013), 18;

⁷⁷⁷ Government Accountability Office, Corporate Shareholder Meetings (2007), 10; KLÖHN/SCHWARZ (2012), 10; VERDAM (2006), 15; FLEISCHER (2012), 11; LI (2013), 19.

travail.⁷⁷⁸ Force est de constater que les conflits d'intérêts réels ou potentiels sont de nature à compromettre l'objectivité de la recommandation de vote. Enfin, la présence d'intérêts conflictuels dans la recommandation de vote contribue à augmenter les coûts d'agence.⁷⁷⁹

C. Le manque de concurrence sur le marché

Les *proxy advisors* opèrent sur un marché extrêmement dense⁷⁸⁰ et sont dès lors peu exposés à la concurrence. Le faible niveau de cette dernière s'explique par des barrières d'entrée au marché élevées : premièrement, les coûts élevés occasionnés par la recherche laborieuse d'informations rendent difficile l'arrivée des nouveaux concurrents. En effet, l'attractivité d'un *proxy advisor* augmente en fonction du nombre des recommandations qu'il émet, compte tenu en particulier de la diversification élevée des portefeuilles des investisseurs institutionnels.⁷⁸¹ Deuxièmement, la pratique répandue de diffuser les mêmes recommandations à l'ensemble des clients constitue un obstacle supplémentaire à l'arrivée et à l'établissement des nouveaux concurrents, puisque les *proxy advisors* qui ont déjà trouvé leur place sur le marché peuvent faire augmenter leur rendement et baisser leurs coûts marginaux.⁷⁸² Troisièmement, grâce à un effet de réseau, les *proxy advisors* qui comptent déjà un grand nombre d'investisseurs comme clients, seront perçus comme étant des prestataires de meilleure qualité, ce qui incite d'autres investisseurs à s'affilier au même *proxy advisor*.⁷⁸³ Quatrièmement, l'investisseur souhaitant changer de *proxy advisor* se voit obligé d'évaluer et de comparer l'offre concurrente avant de transmettre ses données au nouveau *proxy advisor*, ce qui occasionne des coûts de transfert et donc une barrière d'entrée au marché supplémentaire pour les nouveaux concurrents.

Enfin, un marché hautement concentré confère un pouvoir considérable aux acteurs qui se le partagent. Il en résulte, par la force des choses, que les investisseurs institutionnels ne posent que des exigences minimales quant à la qualité des analyses et recommandations et que, de ce fait, la concurrence entre les différents prestataires se focalise surtout sur le prix des recommandations, poussant les *proxy advisors* vers des approches standardisées.⁷⁸⁴ Avec une offre réduite de la part des concurrents, les marges perçues dans le domaine du

⁷⁷⁸ OCDE (2008), 11 et 52 ; ESMA (2012), 21 ; DUBOIS (2011), 100 ; OMAGGIO (2009), 32 ; MAIZAR (2012), 145 ; TAGOUO (2015), 1137.

⁷⁷⁹ KLÖHN/SCHWARZ (2012), 10.

⁷⁸⁰ *Supra*, deuxième partie, chapitre 4, section I, 2 B.

⁷⁸¹ BELINFANTI (2009), 416 ; Government Accountability Office, Corporate Shareholder Meetings (2007), 13 ss.

⁷⁸² KLÖHN/SCHWARZ (2012), 3 ; ROSE (2007), 131.

⁷⁸³ KLÖHN/SCHWARZ (2012), 3.

⁷⁸⁴ LARCKER/McCALL/ORMAZABAL (2015) ; WAGNER/WENK (2014), 1149.

conseil de vote resteront relativement faibles. Voilà pourquoi les *proxy advisors* s'orientent vers des activités parallèles, comme par exemple le conseil de gouvernance pour les sociétés émettrices.⁷⁸⁵ Nous pouvons en déduire que dans un environnement de faible concurrence, le risque de conflits d'intérêt sera plus élevé.⁷⁸⁶

En résumé, et de manière simplifiée, nous constatons que le faible niveau de concurrence rend le marché du conseil de vote inefficace, laissant la voie libre aux acteurs établis pour opérer avec peu de pression et sans être contraints de contrôler leurs coûts d'agence.⁷⁸⁷ Néanmoins, parmi les *proxy advisors* opérant sur le marché suisse, on constate que la pure concurrence en matière de prix évolue vers une concurrence fondée sur des philosophies et méthodes d'analyses distinctes.⁷⁸⁸ Actuellement, bien qu'ISS et Glass Lewis continuent à dominer largement le marché, des *proxy advisors* locaux coexistent aux côtés d'acteurs internationaux.⁷⁸⁹ Même si leur part de marché reste faible comparée aux *proxy advisors* internationaux, leur présence tend à stimuler la concurrence sur le marché.⁷⁹⁰ Grâce à une offre diversifiée, les investisseurs ont un certain choix, ce qui incite les clients à avoir un regard critique.⁷⁹¹

D. L'inégalité de traitement des actionnaires dans l'accès à l'information

Le fait que certains investisseurs externalisent partiellement leur processus de prise de décisions en s'appuyant sur des conseils d'experts soulève des questions quant à l'égalité de traitement entre actionnaires dans l'accès à l'information, sachant que les investisseurs n'ayant pas accès à des recommandations de vote – soit principalement des actionnaires minoritaires individuels – risquent de ne pas disposer de la même information avant de prendre leur décision de vote.⁷⁹²

On rappellera que les *proxy advisors*, en tant que tiers experts, ne disposent pas de droits d'information autonomes,⁷⁹³ mais selon la pratique habituelle, ils

⁷⁸⁵ WAGNER/WENK (2014), 1149.

⁷⁸⁶ LI (2013); WAGNER/WENK (2014), 1149.

⁷⁸⁷ Dans ce sens : KLÖHN/SCHWARZ (2012), 3 ; BELINFANTI (2009), 415.

⁷⁸⁸ Voir à ce sujet l'étude empirique de Wagner et Wenk qui a révélé que lors de la saison des assemblées générales 2014, les recommandations d'ISS, Éthos, Swipra et ZRating ont divergé dans 17% des cas ; WAGNER/WENK (2014), 1150.

⁷⁸⁹ *Supra*, deuxième partie, chapitre 4, section I, 2 B.

⁷⁹⁰ TAGOUO (2015), 1137.

⁷⁹¹ *Ibid.*

⁷⁹² WOHLMANN/GERBER (2014), 291 *et seq.*

⁷⁹³ La situation juridique pourrait néanmoins évoluer si un *proxy advisor* devient lui-même actionnaire de la société. Dans ce cas, le *proxy advisor* deviendrait titulaire des droits d'information et de consultation

maintiennent régulièrement des discussions à huis-clos avec le management des sociétés cotées.⁷⁹⁴ Il s'en suit que les actionnaires qui ont été conseillés par un *proxy advisor* bénéficient indirectement d'un accès privilégié à certaines informations, même s'il est vrai que les informations protégées par le secret des affaires ou d'autres intérêts dignes de protection (art. 697 al. 2 CO), par la publicité événementielle (art. 53 RC) et par le délit d'initié (art. 142 LIMF) ne pourront pas être dévoilées aux *proxy advisors*.⁷⁹⁵ Cependant, comme l'exposent pertinemment STOFFEL et GABELLON, « il n'est pas facile en pratique de discuter avec quelqu'un et de ne rien lui dire ». ⁷⁹⁶ Tant que les échanges entre *proxy advisors* et management ne se limitent pas à l'information disponible à l'ensemble de l'actionnariat, une distinction sera faite entre les investisseurs qui consultent les recommandations des *proxy advisors* et ceux qui ne le font pas, ce qui amène certains auteurs à conclure que le conseil professionnel de vote est de nature à instaurer une société à deux vitesses au sein des sociétés anonymes.⁷⁹⁷ En définitive, les organes dirigeants n'ont pas le droit de diffuser une information protégée aux *proxy advisors*, ce qui revient à dire que les sociétés devraient être disposées à communiquer à n'importe quel autre actionnaire les informations communiqués aux *proxy advisors*. En pratique, cependant, il est quasiment impossible de tracer une limite bien nette entre le dialogue permis et l'information protégée.⁷⁹⁸

Section II Le cadre normatif des *proxy advisors*

L'influence croissante des *proxy advisors*, ainsi que l'expression des craintes (justifiées ou non) à l'égard de leur activité commerciale et leur rôle sur le marché de la gouvernance d'entreprise que nous venons d'exposer dans la section précédente, a poussé des législateurs et des régulateurs à entamer une réflexion quant à un encadrement réglementaire approprié des *proxy advisors*.⁷⁹⁹ En 2009, l'OCDE a souligné dans un rapport relatif à la gouvernance d'entreprise faisant suite à la crise financière, que les *proxy advisors* méritent une

au sens de l'art. 697 CO. Notons cependant que pour des raisons de conflits d'intérêt, les *proxy advisors* ne peuvent pas acquérir des participations importantes, voir WOHLMANN/GERBER (2014), 293.

⁷⁹⁴ *Supra*, deuxième partie, chapitre 4, section I 3 B.

⁷⁹⁵ Sur la question de l'applicabilité des règles du droit pénal boursier aux *proxy advisors*, voir WOHLMANN/GERBER (2014), 294.

⁷⁹⁶ STOFFEL/GABELLON (2014), 442.

⁷⁹⁷ WOHLMANN/GERBER (2014), 293.

⁷⁹⁸ WOHLMANN/GERBER (2014), 294; STOFFEL/GABELLON (2014), 442; ESMA (2012), N 43.

⁷⁹⁹ Voir, par exemple : AMF, recommandation n° 2011-06, Agences de conseil en vote, 18 mars 2011 ; Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM), Document de consultation 25-401, Perspectives de réglementation des agences de conseil en vote, 21 juin 2012 ; ESMA, Final Report – Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry, ESMA/2013/84, 19 février 2013.

attention accrue, au vu de la croissance de l'investissement institutionnel.⁸⁰⁰ Deux ans plus tard, la Commission européenne a soulevé la question de savoir si des mesures législatives à l'égard des *proxy advisors* sont nécessaires, dans la mesure où leur activité suscite des inquiétudes.⁸⁰¹

1. Le cadre normatif *de lege lata*

En Suisse, l'activité du conseil de vote a échappé jusqu'à présent à une réglementation légale directe, mais cela ne veut pourtant pas dire que les *proxy advisors* opèrent dans un vide juridique.

A. La relation contractuelle entre investisseurs et *proxy advisors*

S'agissant de la relation contractuelle entre les *proxy advisors* et les investisseurs ayant souscrit à leurs services, il convient de distinguer, d'une part, le contrat de conseil de vote (a) et, d'autre part, l'acquisition par les investisseurs d'une recommandation de vote (b).⁸⁰²

a) Le contrat de conseil de vote

Le contrat de conseil de vote est celui par lequel l'investisseur mandate le *proxy advisor* afin que ce dernier lui fournisse, contre rémunération, des conseils sur la manière d'exercer ses droits de vote d'actionnaire. La plupart du temps, ce conseil prend la forme d'un rapport contenant des informations diverses sur les sociétés cotées (composition du conseil d'administration, analyse financière, informations sur l'entreprise, etc.) et des analyses avec des recommandations précises sur l'exercice des droits de vote.⁸⁰³ Tandis que l'exactitude des informations est objectivement vérifiable, les recommandations de vote reflètent l'avis d'expert du *proxy advisor* et ne sont ni vraies ni fausses.

Quant à la qualification du contrat de conseil de vote, nous pouvons d'abord exclure d'emblée le contrat de société simple (art. 530 al. 1 CO), dans la mesure où les parties n'unissent pas leurs efforts et ressources en vue d'atteindre un but commun. Les dispositions sur le contrat de travail (art. 319 ss CO) ne sont pas applicables non plus, d'une part parce qu'il n'existe pas de rapport de

⁸⁰⁰ Traduction par l'auteur; version originale de l'OCDE (2009), 11: « *As the importance of institutional investors increases, greater attention needs to be given to proxy advisors* ».

⁸⁰¹ Livre vert de la Commission européenne (2011), 17.

⁸⁰² HUBACHER (2015), N 398.

⁸⁰³ BELINFANTI (2009), 399; HUBACHER (2015), N 378.

subordination entre les parties et, d'autre part, parce que les *proxy advisors* sont en principe des personnes morales.⁸⁰⁴

Pour qualifier le contrat de conseil de vote il convient en effet de distinguer deux éléments : le fait de fournir des informations objectivement vérifiables sur les sociétés cotées constitue un ouvrage au sens de l'art. 363 CO, alors que la partie analytique et l'établissement des recommandations de vote reviennent à une appréciation critique de la situation par le *proxy advisor* et relèvent dès lors du droit du mandat (art. 394 ss CO).⁸⁰⁵ Par conséquent, le contrat de conseil de vote est un contrat innomé dans la mesure où il constitue un contrat mixte. Dans ce qui suit, nous nous limiterons à l'analyse des droits et obligations des parties contractuelles en ce qui concerne l'élément relevant du droit du mandat, étant donné que les enjeux essentiels découlent de l'établissement des analyses et recommandations.

Lorsqu'un investisseur institutionnel charge un *proxy advisor* de l'élaboration d'un rapport de recommandation de vote individualisé en conformité avec les lignes directrices de vote internes de l'institution, ledit investisseur est obligé de donner des instructions précises au sens de l'art. 397 al. 1 CO.⁸⁰⁶ Alors que le *proxy advisor* ne saurait être tenu responsable du succès de son activité, le degré de diligence exigé est déterminé selon des critères objectifs.⁸⁰⁷ Toutefois, en raison du professionnalisme et du caractère commercial de leur activité, les exigences de diligence sont plus élevées que pour un mandataire non professionnel.⁸⁰⁸ En l'état, le degré de diligence exigé des *proxy advisors* n'a pas encore été déterminé concrètement, étant donné qu'il n'existe pas d'usances ou règles professionnelles spécifiquement applicables à leur égard.⁸⁰⁹ Toutefois, en tant que mandataire, le *proxy advisor* doit établir ses recommandations de vote avec diligence et fidélité (art. 398 al. 2 CO), ce qui comprend également une obligation d'éviter les conflits d'intérêts.⁸¹⁰

b) L'acquisition des rapports de recommandation de vote

Outre les rapports de recommandation de vote taillés sur mesure selon les instructions d'un investisseur en particulier, les *proxy advisors* agissent de leur

⁸⁰⁴ HUBACHER (2015), 400.

⁸⁰⁵ En ce sens : HUBACHER (2015), N 401 ; *contra* : RIOULT (2014), 1188, qui ne différencie pas deux éléments du contrat de conseil de vote et pour qui la relation contractuelle entre *proxy advisor* et investisseur relève seulement du droit du mandat.

⁸⁰⁶ HUBACHER (2015), N 409; RIOULT (2014), 1188.

⁸⁰⁷ ATF 115 II 62, consid. 3a.

⁸⁰⁸ ATF 115 II 64, consid. 3a: « *Höhere Anforderungen sind an den Beauftragten zu stellen, der seine Tätigkeit berufsmäßig, gegen Entgelt ausübt* ». (Mise en évidence par l'auteure).

⁸⁰⁹ ATF 115 II 62, consid. 3a ; HUBACHER (2015), 410.

⁸¹⁰ HUBACHER (2015), N 651.

propre chef en proposant, contre rémunération, un accès à des rapports établis selon leurs lignes directrices internes. Cette forme de recommandation de vote présente le rapport contractuel entre *proxy advisors* et investisseurs sous un autre angle, dans la mesure où l'investisseur s'abonne aux recommandations émises par le *proxy advisor* au lieu de mandater ce dernier pour l'établissement d'une recommandation. La doctrine majoritaire considère que les contrats d'abonnement sont régis par les dispositions sur le contrat de vente (art. 184 ss CO).⁸¹¹ Comme le relève HUBACHER à juste titre, à la différence du rapport de recommandation fondé sur un mandat, l'investisseur qui acquiert un rapport de recommandation prédéfini n'est pas en mesure de l'influencer par ses instructions.⁸¹² Dans cette optique, le contrat entre un *proxy advisor* et un investisseur institutionnel portant sur un abonnement à des recommandations de vote prédéfinies constitue un contrat de vente.

En tant que vendeur du rapport de recommandation, le *proxy advisor* est tenu de garantir à l'investisseur institutionnel abonné les qualités promises (art. 197 al. 1 CO), c'est-à-dire il doit soigneusement élaborer ses recommandations. Or, à l'instar des agences de notation, la garantie de la qualité promise ne peut porter que sur les informations fournies, mais pas sur la recommandation de vote en tant que telle, dans la mesure où cette dernière reflète une opinion personnelle du *proxy advisor*.⁸¹³

B. Aspects de droit de la société anonyme

Le conseil de vote ne fait *de lege lata* pas l'objet d'une mention spécifique en droit des sociétés. Néanmoins, l'externalisation de la formation de la volonté sociale à des *proxy advisors* soulève des questions au niveau du droit de la société anonyme.

a) L'interdiction de la représentation institutionnelle

L'activité de conseil des *proxy advisors* doit être différenciée de la représentation institutionnelle de l'exercice du droit de vote qui, en droit des sociétés cotées, est réservée au représentant indépendant (art. 10 ORAb). En conséquence, la représentation institutionnelle par un membre des organes ou

⁸¹¹ En ce qui concerne les abonnements proposés par les agences de notation : BERTSCHINGER, *in* : Nobel (1999), 98 ; SCHALLER (2004), 118; TRIGO TRINDADE/SENN (2006), 150; VASELLA (2011), N 714; *contra*: EMMENEGGER, *in*: Wiegand (2006), 85, qui suggère d'assujettir les contrats d'abonnement au droit du mandat.

⁸¹² HUBACHER (2015), N 418.

⁸¹³ HUBACHER (2015), N 419; VASELLA (2011), N 716.

par la banque dépositaire, y compris les gérants de fortune professionnels, est formellement interdite (art. 11 ORAb ; art. 689b al. 2 P-CO).

Dans ce contexte, on peut s'interroger si l'interdiction de la représentation par un dépositaire s'applique également à l'activité de conseil de vote d'un *proxy advisor* qui exerce une activité parallèle de gestion de fortune. Cela a notamment été suggéré par WOHLMANN et GERBER: dans la mesure où l'objectif de l'art. 11 ORAb est d'exclure la représentation par les dépositaires moyennant des formules standardisées, ils considèrent qu'il convient d'appliquer l'interdiction aux conseillers de vote dès le moment où leur activité n'est plus purement consultative et dès qu'ils offrent en parallèle des services de gestion de fortune.⁸¹⁴ À notre avis, l'extension de la prohibition de la représentation par une banque dépositaire aux *proxy advisors* n'est pas compatible avec le but et le champ d'application de l'art. 11 ORAb.⁸¹⁵ Le fait que la représentation institutionnelle des actionnaires par un dépositaire soit formellement interdite ne saurait nullement affecter le conseil de vote, même lorsque le conseiller est en même temps le gérant de fortune de l'investisseur. De ce fait, les dispositions relatives à l'interdiction de la représentation institutionnelle par un dépositaire ne concernent pas l'activité de conseil de vote proposée dans le cadre d'un mandat de gestion de fortune.

En tout état de cause, la prohibition de l'art. 11 ORAb ne concerne que la représentation institutionnelle de l'exercice du droit de vote. Il n'est dès lors pas exclu qu'un actionnaire confère individuellement un pouvoir spécial à un proxy advisor au sens de l'art. 689 al. 2 CO, même si ce dernier est en même temps un gérant de fortune.⁸¹⁶

b) La participation illégitime d'un tiers au processus de vote

Selon l'art. 691 al. 3 CO, chaque actionnaire a le droit d'attaquer en justice les décisions de l'assemblée générale qui ont été influencées par des personnes n'ayant pas le droit de participer à l'assemblée générale, si cette influence a été décisive pour l'issue de la décision prise.⁸¹⁷ Certains auteurs ont soulevé la question de savoir si la prise d'influence des recommandations de vote sur le résultat de vote devrait être considérée comme un cas de participation illégitime aux décisions de l'assemblée générale pouvant fonder une action au sens de

⁸¹⁴ WOHLMANN (2013), 464; WOHLMANN/GERBER (2014), 289.

⁸¹⁵ En ce sens: SCHAAD, BSK-CO II (2016), art. 689d CO N 6: « *Ein Vermögensverwalter, der seinen Kunden nur beratend zur Verfügung steht, kann nicht als gewerbsmäßiger Vermögensverwalter i.S.v. Art. 689d betrachtet werden* ». (Mise en évidence dans l'original) ; voir également HUBACHER (2015), N 429 ; PHILIPPIN (2014), n 253 ; *contra* : WOHLMANN (2013), 464 ; WOHLMANN/GERBER (2014), 289.

⁸¹⁶ Voir PHILIPPIN (2014), 313 ; Rapport additionnel ORAb (2013), 17

⁸¹⁷ TRIGO TRINDADE, CR CO II (2017), art. 691, N 30.

l'art. 691 al. 3 CO tendant à annuler la décision ou l'élection en cause.⁸¹⁸ Cette question nous paraît peu pertinente, dans la mesure où le caractère illégitime n'est pas perceptible dans la coopération d'un *proxy advisor*. Certes, en tant que tiers non autorisé, le *proxy advisor* n'est pas lui-même légitimé à participer à l'exercice du droit de vote. Néanmoins, dans la mesure où les actionnaires demeurent libres dans la manière de former leur opinion, rien ne les empêche de demander conseil à un tiers spécialisé.

Cela étant, même si l'on interprétait la prise d'influence sur un résultat de vote comme un cas d'application de l'art. 691 al. 3 CO, il y a lieu de considérer que la voie d'une telle action demeure très théorique. L'influence d'un *proxy advisor* dans la prise de décision de l'assemblée générale se manifeste généralement dans le rejet d'une proposition et non pas dans son acceptation.⁸¹⁹ Or, il n'est pas possible d'annuler le refus d'adopter une décision.⁸²⁰ Bien que la doctrine semble être favorable à la possibilité d'une action formatrice en constatation de la décision prise lorsque le rejet d'une proposition est dû à la participation d'une personne non autorisée,⁸²¹ il y a lieu de conclure qu'il serait en pratique très difficile de démontrer qu'une recommandation de vote ait eu une incidence décisive sur l'issue de la décision de l'assemblée générale.

c) *L'annulabilité des décisions de l'assemblée générale en cas de diffusion d'informations erronées par un proxy advisor*

Lorsque les investisseurs fondent leurs décisions de vote sur des informations erronées contenues dans le rapport de recommandations d'un *proxy advisor*, il se pose la question de savoir si la décision de l'assemblée générale consécutive peut être annulée par le biais de l'action en annulation au sens de l'art. 706 al. 1 CO.⁸²² Concrètement, il s'agit d'examiner si des erreurs dues à des informations relayées par des tiers (en l'occurrence par un *proxy advisor*) peuvent faire l'objet d'une annulation. De l'avis de la doctrine dominante, l'actionnaire dont le consentement a été vicié par une erreur essentielle au sens de l'art. 24 al. 1 ch. 4 CO peut, sous certaines conditions, demander l'annulation de la décision.⁸²³ Ainsi, selon SCHOTT, la contestation de l'actionnaire est justifiée lorsque celui-ci a vérifié les informations diffusées par

⁸¹⁸ GERICKE, *in*: Kunz *et al.* (2015), 95; TAGOUO (2015), 1135.

⁸¹⁹ GERICKE, *in*: Kunz *et al.* (2015), 96.

⁸²⁰ TRIGO TRINDADE, CR CO II (2017), art. 691 N 32.

⁸²¹ SCHLEIFFER (1993), 311; VON SALIS (1996), 490; TRIGO TRINDADE/BAHAR (2002), 435; BÖCKLI (2009), § 12 N 500; GERICKE, *in*: Kunz *et al.* (2015), 96; TRIGO TRINDADE, CR CO II (2017), art. 691 N 32; LÄNZLINGER, BSK-OR II (2016), art. 691 N 14.

⁸²² Sur la légitimité active de l'action en annulation, voir PETER, CR CO II (2017), art. 706 N 10 ss.

⁸²³ TANNER, ZK-OR II (2003), art. 706 N 62 ; BÖCKLI (2009), § 12 N 189 ss, SCHOTT (2009), § 14 N 18.

le tiers d'une manière appropriée en utilisant les droits d'informations qui lui sont garantis par le droit de la société anonyme.⁸²⁴

Une fois encore, il y a lieu de préciser que la portée de la voie d'annulation reste relativement étroite dans le présent contexte. Seules les erreurs essentielles fondées sur des informations erronées contenues dans le rapport de recommandation peuvent constituer un motif d'annulation. Cela signifie que les analyses et recommandations qui, *a posteriori*, s'avèrent défavorables pour les actionnaires, ne peuvent pas être invoquées dans le cadre d'une action en annulation.⁸²⁵ Par ailleurs, selon la jurisprudence du Tribunal fédéral, il faut que l'erreur essentielle ait eu un effet causal, autrement dit qu'elle ait eu une influence décisive sur le processus de prise de décision.⁸²⁶ Or, en pratique il est difficilement concevable que l'on arrive à démontrer que l'information erronée diffusée par un *proxy advisor* ait été déterminante pour la décision prise, d'autant plus que d'autres facteurs peuvent avoir été pris en compte par les investisseurs lors de l'exercice des droits de vote.⁸²⁷ Le fait que les investisseurs institutionnels ne sont, pour l'instant, pas tenus de communiquer si et par quel *proxy advisor* ils se sont fait conseiller, rajoute une difficulté supplémentaire à l'établissement d'une erreur essentielle.

d) La responsabilité particulière pour diffusion de rapports d'analyse contenant des informations inexacts

Vu l'absence de normes précises relatives à la méthodologie d'élaboration des recommandations de vote et considérant les difficultés pratiques de mettre en place de telles règles, on peut se demander s'il y a lieu d'instaurer un régime de responsabilité pour les recommandations fondées sur des faits inexacts. Dans ce cas, les *proxy advisors* ne répondront non seulement envers leurs clients de la bonne et fidèle exécution du mandat (art. 398 al. 2 CO), mais également en vertu d'une responsabilité contractuelle spécifique. En revanche, envers la société concernée par l'erreur du *proxy advisor*, la responsabilité serait de nature délictuelle, vu l'absence de relations contractuelles avec le *proxy advisor*.

La question de l'instauration d'un régime de responsabilité spécifique des *proxy advisors* avait été examinée en profondeur par des auteurs de la doctrine allemande et, dans une moindre mesure, dans la doctrine française.⁸²⁸ Plus

⁸²⁴ SCHOTT (2009), § 14 N 18 ; du même avis : HUBACHER (2015), N 434. Sur les droits d'information des actionnaires, voir *supra*, deuxième partie, chapitre 2, section II 1 A.

⁸²⁵ HUBACHER (2015), N 435.

⁸²⁶ ATF 122 III 279, 608 ; voir à ce sujet PETER, CR CO II (2017), art. 706 N 23 ; BÖCKLI (2009), § 16 N 108.

⁸²⁷ CHOI/FISCH/KAHAN (2010), 870.

⁸²⁸ Par rapport au droit allemand : VAUPEL (2011), 65 ss; FLEISCHER (2012), 8 ss; KLÖHN/SCHWARZ (2012), 17. Par rapport au droit français: OMAGGIO (2009), 33.

récemment, la question d'une responsabilité spécifique a également occupé les esprits de certains auteurs en Suisse. Selon BERTSCHINGER, l'idée serait de mettre en place un cadre protecteur pour les sociétés émettrices et d'élargir, au niveau légal, le cercle des acteurs pouvant influencer la société : « [d]ie *Schutzwirkung zugunsten der Gesellschaft, welche sich nicht aus dem Vertragsverhältnis zwischen Aktionär und Stimmrechtsberater ableiten lässt, soll von Gesetzes wegen etabliert werden. Damit käme der Berater des Aktionärs in den erweiterten Wirkungskreis der Gesellschaft* ». ⁸²⁹

Une analyse approfondie de la question dépasse le cadre de la présente thèse, mais il nous semble que des obstacles importants s'opposeraient à une application correcte d'un régime de responsabilité spécifique, notamment au niveau des preuves à fournir. Rappelons tout d'abord, que les recommandations de vote en soi ne pourraient pas être remises en cause, dans la mesure où il s'agit d'opinions subjectives d'un tiers expert. Il est par ailleurs douteux qu'une recommandation peut effectivement s'avérer « vraie » ou « fausse », sachant que seul un fait inexact sur lequel la recommandation de vote est fondée, pourrait engager la responsabilité du *proxy advisor*. De même, en pratique, il ne sera pas toujours aisé d'établir un lien de causalité entre l'information inexacte contenue dans le rapport d'analyse et le dommage causé à la société à l'issue d'un vote de l'assemblée générale. ⁸³⁰ Si, le cas échéant, une société devait tenter une action en responsabilité envers le *proxy advisor*, elle serait confrontée à un triple défi : premièrement elle devrait démontrer que la société a effectivement subi un dommage du fait d'une information inexacte contenue dans un rapport d'analyse ou dans une recommandation de vote. Deuxièmement, elle devrait apporter la preuve de la motivation de la décision de vote sur la recommandation de vote en question et, troisièmement, que ses actionnaires réunissent une participation en droits de vote telle que s'ils avaient voté autrement, l'issue du vote aurait été différente.

Pour conclure, au vu de ces difficultés pratiques, l'instauration d'un régime de responsabilité particulière pour des erreurs contenues dans les rapports d'analyse et de recommandations de vote serait peu judicieuse, dans la mesure où son effet disciplinaire sur le comportement des *proxy advisors* serait minime. ⁸³¹

⁸²⁹ BERTSCHINGER (2015), 510 (mise en évidence par l'auteure). Cette voie réglementaire avait également été suggérée par GERICKE, in : Kunz et al. (2015), 105: « *Denkbar wäre ferner, dass eine zivilrechtliche Haftungsnorm gebildet würde, um Schädigungen der beratenen Aktionäre bzw. Vermögensverwalter, aber auch der Gesellschaft bzw. der Generalversammlung insgesamt zufolge Empfehlungen, welche auf falschen Tatsachen beruhten oder sonst erheblich mangelhaft sind, zu erfassen* ».

⁸³⁰ OMAGGIO (2009), 34; KLÖHN/SCHWARZ (2012), 17.

⁸³¹ En ce sens: FLEISCHER (2012), 9; HUBACHER (2015), N 651.

C. Aspects de droit boursier

En droit boursier, l'activité des *proxy advisors* soulève la question de savoir si, et le cas échéant à quelles conditions, le *proxy advisor* devrait être lui-même soumis à l'obligation d'annoncer les participations franchissant un des seuils précités à l'art. 120 al. 1 LIMF. Plus spécifiquement, deux questions se posent : premièrement (a), dans quelle mesure l'interaction entre investisseurs et *proxy advisors* peut être qualifiée d'action de concert au sens de l'art. 12 OIMF-FINMA ? Deuxièmement (b), dans quelle mesure les *proxy advisors* détiennent les actions des investisseurs de manière indirecte, déclenchant ainsi une obligation indépendante de déclarer ?

Ces deux questions ont fait l'objet d'une recommandation de l'instance pour la publicité des participations (IPP) de la SIX. En 2010, l'IPP avait été amenée à se prononcer sur l'applicabilité de l'ancien art. 20 LBVM, dont la teneur a été reprise par l'art. 120 LIMF, au sujet d'un *proxy advisor* ayant été mandaté par un investisseur institutionnel avec la tâche d'analyser des assemblées générales et d'établir des recommandations de vote, ainsi que lui offrir un soutien administratif pour l'exercice des droits de vote.⁸³²

a) L'action de concert et le comportement parallèle des investisseurs

L'art. 12 al. 1 OIMF-FINMA impose un devoir d'annonce des participations au sens de l'art. 120 al. 1 LIMF à « *quiconque accorde son comportement avec celui de tiers, par contrat, par d'autres mesures prises de manière organisée ou par la loi, pour [...] exercer des droits de vote* » dans la mesure où il « *est réputé agir de concert avec des tiers ou constituer un groupe organisé* ».

L'une des questions épineuses concernant les actions coordonnées entre personnes indépendantes les unes des autres est celle de sa délimitation de ce qu'est un concert avec les simples comportements parallèles dus à des intérêts communs qui, selon la jurisprudence et la doctrine ne constituent pas un concert au sens de l'art. 12 al. 1 OIMF-LIMF et ne déclenchent par conséquent aucun devoir d'annonce des participations.⁸³³ Dans l'ATF 130 II 550, le Tribunal fédéral apporte une précision à cette question de délimitation en s'appuyant notamment sur la pratique de la Commission des offres publiques d'acquisition (COPA). Ce qui est décisif pour l'existence d'un concert est « *que les rapports*

⁸³² IPP, Recommandation V-02-10, *in* : IPP, Rapport annuel (2010).

⁸³³ BAHAR, CR CO II (2017), art. 120 LIMF N 33; En ce sens par rapport aux anciens art. 20 LBVM et 10 OBVM-FINMA: ATF 130 II 530 consid. 6.4.1; WEBER, BSK-BEHG (2011), art. 20 N 89 ss; RIOULT (2014), 1184; Communiqué III/2013 de l'IPP du 3 décembre 2013, ch. 1. TSCHÄNI/GOTSCHEV (2005) 139; BAHAR, CR CO II (2008), art. 32 LBVM N 39; BÖCKLI (2009), § 7 N 70; TSCHÄNI, *in*: Tschäni (2004), 198.

atteignent une certaine intensité en termes de finalité et d'organisation », ⁸³⁴ c'est-à-dire le fait que des dispositifs organisationnels aient été pris et que les droits de vote ont été exercés en vue d'atteindre un but commun et faisant appel à des moyens et capacités communs: « [...] für die Annahme einer abgestimmten Verhaltensweise müssten die Handlungen **einen gewissen Mindestgrad an Intensität** aufweisen, die ihren Ausdruck in einem Minimum an gemeinsamer (innerer) Finalität und (äußerer) Organisiertheit finde. Entscheidend sei, dass die Aktionäre zwecks Erreichens eines **gemeinsamen Ziels** zusammenwirkten, hierfür **gemeinsam Mittel und Kräfte** zur Verfügung stellten und ihre Einzelinteressen dem Gesamtinteresse der Gruppe unterordneten». ⁸³⁵

Comme vu précédemment, d'un point de vue économique, le fait de suivre des recommandations de vote d'un *proxy advisor* est susceptible de réduire le problème de l'action collective des investisseurs. ⁸³⁶ D'un point de vue juridique, la première question à se poser concerne l'existence d'un concert entre la multitude d'investisseurs institutionnels qui suivent les recommandations du même *proxy advisor*. À cet égard, il convient de préciser que les investisseurs ne sont en principe pas en mesure de se concerter entre eux, étant donné qu'ils ne connaissent pas leurs identités respectives (à moins qu'il ne s'agisse d'actionnaires soumis à la publicité des participations importantes de l'art. 120 al. 1 LIMF), ni l'identité des *proxy advisors* consultés par les autres investisseurs. Certes, de nombreux investisseurs consultent les recommandations du même *proxy advisor*, d'où peuvent résulter des alignements des comportements de vote. Néanmoins, même si les investisseurs déclarent publiquement suivre les recommandations d'un *proxy advisor* en particulier, il s'agit simplement d'un comportement parallèle, étant donné qu'ils ne se sont pas organisés entre eux en vue d'atteindre un résultat de vote particulier. ⁸³⁷

Dans un deuxième temps, il se pose la question de l'existence d'un concert entre le *proxy advisor* et l'investisseur du fait du contrat de conseil de vote. Le type de rapport donnant lieu à une action de concert est défini de façon très large, sachant que « l'objectif est de refléter la réalité économique et de rendre les rapports de force au sein des sociétés cotées transparents ». ⁸³⁸ Si la coordination peut être tacite ou résulter d'actes concluants, ⁸³⁹ ce régime est par exemple applicable à une convention d'actionnaires ou à un *pool* ayant convenu d'acheter ou de

⁸³⁴ BAHAR, CR CO II (2017), art 120 LIMF N 35; sur la notion du groupe organisé, voir également: FORSTMOSER/KÜCHLER (2015), N 697 ; BIERI/RÜDLINGER (2012), 139 ss ; GOTSCHEV (2005), 147.

⁸³⁵ ATF 130 II 550, consid. 6.4.3 (mise en évidence par l'auteur), qui reprend la délimitation développée par la COPA dans la recommandation Quadrant SA (2002).

⁸³⁶ *Supra*, deuxième partie, chapitre 4, section I 1.

⁸³⁷ En ce sens : HUBACHER (2015), N 461 ; RIOULT (2014), 1185 *et seq.* *Contra* (en ce qui concerne le droit allemand): VAUPEL (2011), 75 ; SCHNEIDER/ANZINGER (2011), 94.

⁸³⁸ BAHAR, CR CO II (2017), art. 120 LIMF N 33, en se référant à SCHENKER (2009), 122.

⁸³⁹ BAHAR, CR CO II (2017), art. 120 LIMF N 34; FORSTMOSER/KÜCHLER, § 14 N 697; SCHENKER (2009), 364; JUTZI/SCHÄRER, Kommentar FinfraG (2017), art. 121 LIMF N 12.

vendre des titres.⁸⁴⁰ Il est également envisageable que les membres d'un groupe organisé soient des non actionnaires, pourvu qu'ils participent au but commun.⁸⁴¹

Cependant, ce régime ne saurait être appliqué à un accord de vote avec une personne qui ne détient aucune participation pour son propre compte dans la société concernée.⁸⁴² Ainsi que nous l'avons précisé dans l'évaluation de la relation contractuelle entre le *proxy advisor* et l'investisseur, les deux parties ne conviennent pas de réunir leurs efforts ou ressources en vue d'atteindre un but commun et ils ne subordonnent pas leurs intérêts individuels aux intérêts du groupe.⁸⁴³ Effectivement, comme le souligne BAHAR, [q]ui dit concertation, dit communication », ⁸⁴⁴ ce qui implique que les personnes concernées aient échangé directement ou indirectement leurs points de vue et se soient échangées sur l'exercice du droit de vote.⁸⁴⁵ Rien de tel ne semble être le cas pour un investisseur qui recourt aux services d'un *proxy advisor* : l'investisseur utilise la recommandation de vote comme guide dans l'exercice du droit de vote, mais il ne se consulte pas avec le *proxy advisor* ayant établi la recommandation.⁸⁴⁶ Ainsi, selon notre appréciation, le conseil de vote n'entre pas dans le champ d'application de l'art. 12 al. 1 OIMF-FINMA et n'est dès lors pas susceptible de déclencher une obligation d'annonce en vertu de l'art. 120 al. 1 LIMF.

Néanmoins, l'action de concert ne saurait être totalement exclue en cas d'organisation des campagnes de soutien par un *proxy advisor*. Plus que la forme ou le contenu de l'accord, est déterminant pour l'existence d'un concert le fait qu'il y a une forme d'organisation entre le *proxy advisor* et l'investisseur.⁸⁴⁷ Selon l'IPP, le fait de déposer une résolution de vote de façon conjointe peut être constitutif d'une action de concert.⁸⁴⁸ Il n'est pas nécessaire que l'engagement de l'investisseur à voter dans le sens des recommandations du *proxy advisor* soit juridiquement contraignant, un simple *gentleman agreement* étant suffisant.⁸⁴⁹ Dans ce sens, le dépôt conjoint d'une résolution de vote entre le *proxy advisor* et l'investisseur est suffisant pour démontrer « l'intensité et l'obligation interne

⁸⁴⁰ Par rapport à l'ancien art. 32 LBVM: BAHAR, CR CO II (2008), art. 32 LBVM N 43.

⁸⁴¹ HUBACHER (2015), N 458; HÖHN, in: Zindel *et al.* (2008), 35.

⁸⁴² En ce sens par rapport à l'ancien art. 10 al. 2 let. b OBVM-FINMA: IFFLAND/HERZOG (2014), 234; GERICKE/KUHN (2013), 100 ; HUBACHER (2015), N 459.

⁸⁴³ *Supra*, deuxième partie, chapitre 4, section II, 1 A a.

⁸⁴⁴ BAHAR, CR CO II (2017), 120 LIMF art. 34.

⁸⁴⁵ *Ibid.* en se référant à la recommandation IPP A-02-12, in : IPP, Rapport annuel (2012), 18.

⁸⁴⁶ HUBACHER (2015), N 460; KOCHER/HEYDEL (2011), 544.

⁸⁴⁷ BAHAR, CR CO II (2017), art. 120 LIMF N 35.

⁸⁴⁸ IPP, Recommandation V-02-10, in : IPP, Rapport annuel (2010), 128.

⁸⁴⁹ IPP, Recommandation V-02-10, in : IPP, Rapport annuel (2010), 128 ; COPA, recommandation Quadrant, II A. 1.3 et 1.4 ; COPA, recommandation Adval Tech Holding, consid. 2.2.2 ; voir également GOTSCHEV (2008), N 380 ; IFFLAND, in : Thévenoz *et al.* (2004) ; 161 et 169; BAHAR, CR-CO II (2008), art. 32 LBVM N 43.

nécessaire à constituer un concert relatif à l'exercice des droits de vote». ⁸⁵⁰ L'organisation des campagnes de soutien indique un certain degré de coordination et révèle une ambition que le vote soit pris en compte par la société. En revanche, si l'investisseur ne manifeste aucun engagement public de voter en faveur des résolutions présentées par le *proxy advisor*, il s'agit simplement d'un comportement parallèle.

Enfin, il arrive que les investisseurs annoncent individuellement, à l'issue d'une discussion avec le *proxy advisor*, qu'ils soutiennent la proposition de résolution de ce dernier. Tel est le cas notamment lorsque des investisseurs institutionnels « *déclarent publiquement, par exemple dans leur rapport annuel, exercer leurs droits de vote conformément aux recommandations* » du *proxy advisor* en cause. ⁸⁵¹ Dans ce cas, les déclarations de l'investisseur ont une nature purement informative, dans la mesure où aucun accord entre l'investisseur et le *proxy advisor* n'a été établi. Même si, par la suite, ces investisseurs exercent effectivement leurs droits de vote conformément aux recommandations émises par le *proxy advisor*, il ne s'agira simplement que d'un comportement parallèle.

b) L'acquisition indirecte des actions

Le devoir d'annonce de l'art. 120 al. 1 LIMF peut également découler d'une acquisition indirecte des titres de participation. Selon l'art. 120 al. 5 LIMF, tout procédé qui, finalement, peut conférer le droit de vote sur les titres de participation constitue une acquisition indirecte. Pour déterminer la notion d'acquisition indirecte, l'IPP a développé le critère de l'autonomie de la prise de décision de vote. Dans la recommandation V-02-10 (qui se réfère à l'ancien art. 9 al. 3 let. d OBVM-FINMA correspondant à l'actuel art. 120 al. 5 LIMF), l'IPP précise que l'obligation indépendante de déclarer d'un tiers dépend, non seulement du fait que le tiers soit habilité à exercer les droits de vote, mais également du fait que le tiers puisse « *déterminer de manière autonome l'exercice et la portée des droits de vote* ». ⁸⁵² Le Conseil fédéral reprend la pratique de l'IPP en la matière, dans la mesure où il indique dans son message concernant la LIMF qu'il incombe aux intermédiaires financiers de déclarer les participations lorsqu'ils disposent du droit d'exercice de vote autonome. ⁸⁵³

Dans ce contexte, il s'agit de savoir si l'influence des *proxy advisors* sur le comportement de vote des investisseurs peut être qualifiée d'acquisition indirecte au regard du droit boursier suisse. L'autonomie requise du tiers

⁸⁵⁰ IPP, Recommandation V-02-10, *in* : IPP, Rapport annuel (2010), 128.

⁸⁵¹ *Ibid.*

⁸⁵² IPP, Recommandation V-02-10, *in* : IPP, Rapport annuel (2010), 131.

⁸⁵³ Message du Conseil fédéral concernant la loi sur l'infrastructure des marchés financiers du 3 septembre 2014, FF 7335 ; voir également BERTSCHINGER (2015), 514.

suppose qu'il puisse décider unilatéralement du comportement de vote à adopter, sans consultation de l'actionnaire. Selon HUBACHER, le principe de contrôle exige du tiers soumis au devoir d'annonce qu'il puisse disposer librement des droits de vote et qu'une simple obligation morale n'est pas suffisante.⁸⁵⁴ S'agissant des *proxy advisors*, seul un examen des circonstances spécifiques du cas d'espèce permettrait de déterminer si son implication dans le processus de vote constitue une acquisition indirecte, déclenchant un devoir d'annonce indépendant.⁸⁵⁵ Ces positions semblent indiquer que si un investisseur déclare avoir l'intention de suivre une recommandation de vote sans réserve, le *proxy advisor* dispose *prima facie* de ses droits de vote.⁸⁵⁶ Pour que le *proxy advisor* soit autonome dans sa prise de décision, il faut que l'investisseur institutionnel s'engage explicitement à suivre fidèlement ses recommandations avant que celles-ci ne soient divulguées.⁸⁵⁷

D. Aspects relevant du droit non contraignant

En droit positif suisse, seules des normes relevant du droit non contraignant s'adressent explicitement aux *proxy advisors*, même si aucun instrument réglementaire spécifique à leur égard n'a été introduit jusqu'à présent. En effet, malgré la participation active d'Éthos dans l'élaboration des LDII, les *proxy advisors* n'y jouent qu'un rôle accessoire. Tout en reconnaissant que « *le recours aux services des consultants en droit de vote est autorisé* », ⁸⁵⁸ les LDII mettent en exergue que la responsabilité primordiale en matière d'exercice du vote appartient aux investisseurs institutionnels. Ainsi, les investisseurs sont tenus de « *sélectionner soigneusement leurs [...] consultants en droit de vote* » en assurant « *une surveillance appropriée* ». ⁸⁵⁹ En outre, ils « *doivent examiner d'un œil critique les recommandations de leurs consultants et identifier de possibles conflits d'intérêt et [prendre] des mesures appropriées* ». ⁸⁶⁰ La seule obligation directe à l'égard des *proxy advisors* est celle de communiquer préalablement, c'est-à-dire avant le déroulement de l'assemblée générale, leurs recommandations aux sociétés concernées lorsque le vote porte sur des thèmes controversés. ⁸⁶¹

⁸⁵⁴ HUBACHER (2015), N 465: « *Eine bloße moralische Verpflichtung des Aktionärs genügt hierzu m.E. nicht* ».

⁸⁵⁵ BERTSCHINGER (2015), 514.

⁸⁵⁶ HUBACHER (2015), N 464; voir également BERTSCHINGER (2015), 514.

⁸⁵⁷ HUBACHER (2015), N 465 ; N 329.

⁸⁵⁸ LDII (2013), principe 3.

⁸⁵⁹ *Ibid.*

⁸⁶⁰ *Ibid.*

⁸⁶¹ *Ibid.*

Force est de conclure que les LDII omettent d'aborder les questions cruciales que soulève l'activité des *proxy advisors*.⁸⁶² De plus, au vu du caractère non contraignant des LDII, les *proxy advisors* signataires ont toujours la possibilité de contourner certains règles grâce au principe *comply or explain*. Actuellement, parmi les *proxy advisors* suisses, Éthos, Swipra et ZCapital déclarent qu'ils se soumettent, sans réserve, aux principes des LDII.⁸⁶³

E. Perspectives de droit comparé

a) Les *proxy advisors* en droit américain

À l'instar du droit suisse, il n'existe actuellement aucune réglementation spécifique et contraignante relative au conseil de vote en droit américain. Toutefois, le droit boursier fédéral de la SEC appréhende les *proxy advisors* sous l'angle de la responsabilité fiduciaire des investisseurs institutionnels.⁸⁶⁴ Ainsi, en fonction de l'activité qu'ils exercent, les *proxy advisors* sont assujettis d'une part aux règles spécifiques de la SEC sur la sollicitation des procurations et, d'autre part, aux règles applicables aux conseillers en placement.

Toute personne qui s'apprête à obtenir des procurations de vote d'un actionnaire (c'est à dire qui sollicite des *proxies*) doit s'inscrire auprès de la SEC et fournir des informations détaillées sur son organisation, sa structure financière et actionnariale et sur son modèle commercial.⁸⁶⁵ Doivent aussi être divulguées, toutes les autres informations financières que la SEC juge nécessaires ou appropriées pour la protection des investisseurs.⁸⁶⁶ Au vu de l'interprétation large de la SEC de la notion de « sollicitation » (*solicitation*), l'activité des *proxy advisors* est également visée par les règles sur la sollicitation des procurations « *because they provide recommendations that are reasonably calculated to result in the procurement, withholding, or revocation of a proxy* ». ⁸⁶⁷ Néanmoins, un *proxy advisor* dont l'activité se limite à la diffusion des recommandations de vote ne tombe pas sous la surveillance de la SEC et peut, dès lors, renoncer à publier ses recommandations de vote. Plus spécifiquement, un *proxy advisor* peut être exempté des règles fédérales sur la sollicitation des procurations lorsque quatre conditions cumulatives prévues au paragraphe 14a-2 (b) (3) du Securities Exchange Act de 1934 sont remplies :⁸⁶⁸ (i) *the advisor*

⁸⁶² En ce sens: KOHLER/SIERRO (2015), 522; GERICKE, *in*: Kunz *et al.* (2015), 98.

⁸⁶³ Voir <http://swissinvestorscode.ch/organisations-ayant-adhere/?lang=fr> (consulté le 1^{er} septembre 2019).

⁸⁶⁴ SEC, Concept Release (2010), 107.

⁸⁶⁵ Securities Exchange Act, 15 U.S. Code § 78l (b) (1).

⁸⁶⁶ Securities Exchange Act, 15 U.S. Code § 78l (b) (1) (L): « *any further financial statements which the Commission may deem necessary or appropriate for the protection of investors* ».

⁸⁶⁷ SEC Concept Release (2010), 43 ; voir également EDELMAN (2013), 1377.

⁸⁶⁸ Mise en évidence par l'auteure.

renders **financial advice** in the ordinary course of his business; (ii) the advisor **discloses** to the recipient of the advice **any significant relationship** with the registrant or any of its affiliates, or a security holder proponent of the matter on which advice is given, **as well as any material inter-ests** of the advisor in such matter; (iii) the **advisor receives no special commission or remuneration** for furnishing the proxy voting advice from any person other than a recipient of the advice and other persons who receive similar advice under this subsection; and (iv) the proxy voting advice is **not furnished on behalf of any person soliciting proxies** or on behalf of a participant in an election subject to the provisions of § 240.14a-12(c).

Compte tenu du fait que certains *proxy advisors* maintiennent des relations commerciales avec les sociétés émettrices, une attention particulière doit être portée à la deuxième condition d'exemption, qui prévoit que le conseiller doit révéler toute relation signifiante avec une partie qui est liée à une question faisant l'objet du conseil. Le libellé relativement vague de cette disposition, dont l'objectif est de limiter les risques de conflits d'intérêts, a conduit en juin 2014, à la publication d'une orientation réglementaire (*regulatory guidance*) de la SEC, s'adressant aux gérants de fortune (*Investment Advisors*) et aux *proxy advisors*.

L'exemption des règles du *Securities Exchange Act* ne signifie pas encore que les *proxy advisors* ne sont soumis à aucune réglementation : à cet égard, le *Investment Advisors Act* de 1940 distingue les *proxy advisors* dont l'actif dépasse les 110 millions USD des autres. Seuls les premiers sont qualifiés d'*investment advisors* aux termes de cette loi.⁸⁶⁹ Lorsque l'actif ne franchit pas ce seuil, le *proxy advisor* échappe à ce régime (ce qui est le cas notamment de Glass Lewis ou Egan Jones). Les *proxy advisors* qui sont considérés comme étant des *investment advisor* (dont notamment ISS) ont des devoirs fiduciaires envers leurs clients.⁸⁷⁰ Par ailleurs, les *proxy advisors* qui entrent dans le champ d'application du *Investment Advisors Act* doivent se conformer à des obligations supplémentaires, dont notamment l'identification et la divulgation des situations susceptibles d'occasionner des conflits d'intérêts.⁸⁷¹

Un des points clé de l'approche de la SEC est la grande flexibilité dont disposent les *investment advisors* et leurs clients dans l'aménagement de leur relation et dans la détermination de l'étendue des obligations du *investment*

⁸⁶⁹ §202, Investment Advisors Act, 15 U.S. Code § 80b-2(a) (11) (2006); 15 U.S. Code §80b-3a (a) (1). Est considéré être un *investment advisor* quiconque «*for compensation, engages in the business for advising others [...] as to the value of securities or as to the advisability of investing in, purchasing, or selling securities, or [...] issues or promulgates analyses or reports concerning securities* », Securities Exchange Act, 15 U.S. Code §80b-3a (a) (1).

⁸⁷⁰ §206 (4)-6-i Investment Advisors Act: «*[...] the adviser votes proxies in the best interest of its clients*»; voir SEC Concept Release (2010), 110, faisant référence aux affaires de la Cour Suprême *Transamerica Mortgage Advisors Inc. v. Lewis*, 444 U.S. 11, 17 (1979) et *SEC v. Capital Gains Research Bureau Inc.*, 375 U.S. 180, 191-192 (1968).

⁸⁷¹ SEC Concept Release (2010), n 265.

advisor. Sur la base de ces règles, l'*investment advisor* n'encourt en particulier aucune obligation d'exercer le droit de vote. Les parties peuvent dès lors renoncer à l'exercice des droits de vote lorsque les coûts en temps et en argent l'emportent sur les bénéfices. Il est également envisageable qu'elles prévoient de voter systématiquement conformément aux propositions du conseil d'administration ou d'exercer seulement le droit de vote par rapport à certaines propositions spécifiques.⁸⁷²

Dans l'ensemble, l'approche retenue par la SEC consiste principalement à intervenir du côté des organes responsables de l'exercice des droits de vote au sein des institutions. La SEC considère que lesdits organes sont tenus de mettre en œuvre un processus pour surveiller l'activité des *proxy advisors* en vertu de leurs devoirs fiduciaires.⁸⁷³ Quant aux *proxy advisors*, ils ont des obligations de divulgation plus pointues lorsqu'il existe un risque de conflit d'intérêt matériel. C'est notamment le cas lorsqu'un *proxy advisor* offre aussi des services de conseils à des sociétés émettrices sur des sujets faisant l'objet d'une recommandation de vote. Notons toutefois que la divulgation telle qu'elle est proposée par la SEC ne s'adresse pas au public, mais uniquement aux clients, soit notamment aux investisseurs institutionnels.⁸⁷⁴

b) Les proxy advisors en droit européen

C'est dans le « Livre vert sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'Union européenne » de 2011 que la Commission a abordé la question de la nécessité d'introduire, sur le plan européen, des mesures législatives à l'égard des *proxy advisors*.⁸⁷⁵ L'année suivante, dans le cadre de son plan d'action relatif à la modernisation du droit européen des sociétés et la gouvernance d'entreprise, la Commission a abouti à la constatation que « *l'influence des conseillers en vote est source de préoccupations* »,⁸⁷⁶ et s'est prononcée en faveur de la mise en place d'« *un cadre opérationnel cohérent et efficace pour les conseillers en vote* ». ⁸⁷⁷ L'AEMF s'est penchée ensuite en profondeur sur la question de l'encadrement juridique approprié des *proxy advisors* sur le marché européen pour arriver, en 2013, à la conclusion qu'il n'existe aucun dysfonctionnement

⁸⁷² GERICKE (2015), 100.

⁸⁷³ SEC Legal Bulletin (2014).

⁸⁷⁴ SEC, Legal Bulletin (2014): « *Question 13. Does disclosure of a significant relationship or material interest have to be provided in a document that conveys a voting recommendation or advice [...] and must it be publicly available? Answer: Rule 14a-2(b) (3) does not specify where the required disclosure should be provided. A proxy advisory firm should provide the disclosure in such a way as to allow the client to assess both the advice provided and the nature and scope of the disclosed relationship or interest at or about the same time that the client receives the advice. This disclosure may be made publicly or between only the proxy advisory firm and the client* ».

⁸⁷⁵ Livre vert de la Commission européenne (2011), 17.

⁸⁷⁶ Plan d'action de la Commission européenne (2012), 11.

⁸⁷⁷ *Idem*, 11.

sur ce marché des relations entre *proxy advisors*, investisseurs et sociétés émettrices, raison pour laquelle elle considère l'introduction de mesures contraignantes non justifiée à ce jour.⁸⁷⁸

L'AEMF a cependant affirmé la volonté d'établir un code de bonne conduite spécifique pour les *proxy advisors*: « [...] ESMA considers that the appropriate approach to be taken at this point in time is to encourage the proxy advisory industry to develop its own Code of Conduct ». ⁸⁷⁹ Dans l'idée d'une autorégulation contrôlée, l'AEMF a invité les *proxy advisors* à rédiger eux-mêmes leur code de bonne conduite, tout en fixant un certain nombre de paramètres clés.⁸⁸⁰ Selon l'AEMF, l'établissement d'un code de conduite propre aux *proxy advisors* favoriserait la transparence de l'industrie du conseil de vote et permettrait de prévenir les conflits d'intérêt possibles entre *proxy advisors* et leurs clients, tout en apportant davantage de transparence sur la méthodologie d'élaboration des recommandations.⁸⁸¹ Sur cette lancée, un groupe de travail indépendant de l'AEMF, composé de six *proxy advisors* importants sur le marché européen (ISS, Glass Lewis, Ivox, Manifest, PIRC et Proxinvest), a publié les *Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis* (BPP), en 2016. Les BPP sont basés sur le principe *comply or explain* et visent essentiellement l'instauration des devoirs de divulgation pour les *proxy advisors* en ce qui concerne les méthodes d'élaboration des recommandations de vote, les procédures internes concernant la gestion de conflits d'intérêts, la politique de communication avec les sociétés émettrices, actionnaires activistes, ainsi qu'avec les autres parties prenantes.

La publication des BPP sur le plan européen amène la question de savoir s'il y a lieu d'introduire, au niveau suisse, un code de bonne conduite spécifique aux *proxy advisors*. À notre avis, considérant que les *proxy advisors* les plus importants sur le marché suisse opèrent à l'échelle transnationale, l'établissement d'un code de bonne conduite suisse n'apporterait pas une plus-value pour atténuer les risques liés à leurs activités. Notons par ailleurs que les LDII évoquent explicitement la possibilité pour les *proxy advisors* de se soumettre à ces principes,⁸⁸² même s'ils ont généralement émis leurs propres standards et lignes directrices internes. Enfin, comme le précisent KLÖHN et

⁸⁷⁸ ESMA (2013), 3: « ESMA concludes that it has not been provided with clear evidence of market failure in relation to how proxy advisors interact with investors and issuers. On this basis, ESMA currently considers that the introduction of binding measures would not be justified ».

⁸⁷⁹ ESMA (2013), N 33.

⁸⁸⁰ ESMA (2013), N 29.

⁸⁸¹ ESMA (2013); N 33.

⁸⁸² LDII (2013), context, 3.

SCHWARZ, les codes de bonne conduite ont en principe un caractère très général, ce qui les rend peu appropriés pour résoudre les problèmes liés à leur activité.⁸⁸³

L'approche retenue par l'AEMF a conduit la Commission, dans sa directive révisée sur les droits d'actionnaires, à mettre en place des exigences de transparence à l'égard des *proxy advisors*, tout en leur laissant la possibilité de s'exonérer s'ils « fournissent une explication claire et motivée de leurs raisons d'agir ainsi ».⁸⁸⁴ Ainsi, selon la directive, les États membres doivent inciter les *proxy advisors* à produire un bilan d'application du code de conduite qu'ils suivent. Ils doivent également fournir des renseignements relatifs à l'élaboration de leurs recherches, conseils et recommandation et aux conflits d'intérêts réels ou potentiels. Toutes ces informations doivent rester à disposition du public, via le site internet des agences en conseil de vote, pendant au moins trois ans,⁸⁸⁵ afin de permettre aux investisseurs institutionnels de choisir une agence en fonction de ses performances passées.⁸⁸⁶ Les États membres disposaient jusqu'en juin 2019 pour transposer la directive révisée en droit national.⁸⁸⁷ Il conviendra d'explorer, dans le cadre des recherches futures, comment les États membres implémentent ces nouvelles exigences dans leurs droits internes respectifs.⁸⁸⁸

2. Réflexions *de lege ferenda*

A. Les objectifs et les enjeux d'une réglementation spécifique de l'activité des *proxy advisors*

Selon la théorie du bien commun (*public interest theory*), une intervention réglementaire doit permettre de compenser les effets d'un marché inefficace ou inéquitable ou, pour reprendre les mots de POSNER: « *Regulation is supplied in response to the demand of the public for the correction of inefficient or inequitable market prices* ».⁸⁸⁹ À l'inverse, aucune intervention réglementaire ne sera nécessaire lorsque la seule discipline du marché parvient à corriger le comportement des

⁸⁸³ KLÖHN/SCHWARZ (2012), 13: « [t]he value of these guidelines is quite limited, in particular because of their frequent reference to the circumstances of the individual case and other unknown factors, such as the relative weight given to the various criteria ».

⁸⁸⁴ Directive 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, JO L 132/1 du 20 mai 2017, art. 3 (1) undecies.

⁸⁸⁵ Directive 2017/828, art. 3 (1) undecies.

⁸⁸⁶ Directive 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, JO L 132/1 du 20 mai 2017, consid. 26.

⁸⁸⁷ Directive 2017/828, art. 2.

⁸⁸⁸ Pour une analyse approfondie de la réglementation européenne des *proxy advisors*, voir BALP (2017).

⁸⁸⁹ POSNER (1974), 335.

acteurs dont les incitations ont été faussées.⁸⁹⁰ Le faible niveau de concurrence sur le marché et les conflits d'agence réels ou potentiels entre *proxy advisors* et investisseurs semblent indiquer, en tout cas à première vue, que l'activité des *proxy advisors* ne devrait pas être laissée complètement à la merci du jeu des forces du marché.⁸⁹¹

Toutefois, avant de se prononcer en faveur d'une intervention réglementaire directe de l'activité des *proxy advisors*, il s'agit d'entamer une réflexion quant aux intérêts qu'une telle réglementation devrait protéger : s'agit-il de protéger l'investisseur institutionnel en sa qualité de client d'un *proxy advisor* de l'exercice inopportun de ses droits ou devrait-il plutôt être question de protéger la société anonyme, respectivement le bon fonctionnement de son assemblée générale ?

À première vue, seul le bon fonctionnement de l'assemblée générale en tant qu'organe et, au final, de la société dans son ensemble, est une question de gouvernance d'entreprise. Il en va autrement avec la protection des intérêts des investisseurs qui sont en principe protégés par le contrat de mandat qui les lie aux conseillers de vote. Nous partageons l'avis de BERTSCHINGER à ce propos, qui soutient que les investisseurs institutionnels, en tant que participants professionnels du marché, n'ont *a priori* pas besoin d'être protégés de leurs conseillers.⁸⁹² Tout d'abord, on peut raisonnablement penser que les investisseurs institutionnels sont eux-mêmes capables de choisir un *proxy advisor* dont les analyses et recommandations s'inscrivent dans leurs lignes de pensée générales, respectivement qui reflètent les intérêts de leurs bénéficiaires finaux. Grâce à leur professionnalisme, ils sont dans la position de convenir contractuellement que les *proxy advisors* garantissent une certaine transparence relative au développement des recommandations de vote et qu'ils prennent des mesures pour éviter les conflits d'intérêts.⁸⁹³ Comme nous l'avons exposé plus haut, les investisseurs institutionnels peuvent même fournir des lignes directrices aux *proxy advisors* en ce qui concerne leurs positions en matière de gouvernance.⁸⁹⁴ Une telle approche est également conforme aux propositions de CHOI, FISCH et KAHAN qui, au terme de leur analyse empirique, arrivent à la conclusion que les clients d'ISS ont choisi de suivre des recommandations parce qu'ils approuvent ses méthodes d'analyse et ses principes directeurs : « [...] *institutional investors who follow ISS have made an affirmative choice to do so. While some institutions may have followed the ISS recommendation as an easy way to satisfy their duty to cast an informed vote, others may have done so because they are in overall philosophical agreement with the way in which ISS makes voting*

⁸⁹⁰ KLÖHN/SCHWARZ (2012), 3, 10.

⁸⁹¹ KLÖHN/SCHWARZ (2012), 10; *contra*: VOGT/BASCHUNG (2013), 45.

⁸⁹² En ce sens : BERTSCHINGER (2015), 514.

⁸⁹³ En ce sens également : WILSING (2012), 304.

⁸⁹⁴ *Supra*, deuxième partie, chapitre 4, section II 1 A a.

recommandations ». ⁸⁹⁵ Même dans l'éventualité où les positions d'ISS ne correspondent plus aux valeurs défendues par un investisseur institutionnel, ce dernier est en principe libre de s'affilier aux services d'un *proxy advisor*. ⁸⁹⁶ Ce dernier point requiert cependant la présence suffisante d'offres concurrentielles.

Le renforcement de la concurrence – et, par-là, la réduction des barrières d'entrée au marché, apporterait ainsi un début de réponse, dans la mesure où les investisseurs institutionnels pourraient plus aisément changer de *proxy advisor*. Ceci aurait finalement un effet disciplinaire sur ces derniers. Bien que la réalisation de cette ambition s'avère difficile pour les raisons évoquées ci-dessus, ⁸⁹⁷ il semble que l'évolution normative qui va vers l'objectif d'une responsabilisation accrue des investisseurs institutionnels ait pour effet accessoire de dynamiser la concurrence sur le marché. Ainsi, suite à l'introduction de l'obligation de vote des institutions de prévoyance, on a pu constater l'apparition de nouveaux participants sur le marché suisse du conseil de vote, tout en reconnaissant que les nouveaux *proxy advisors* n'atteignent pour l'instant de loin pas une part de marché comparable à celle d'ISS ou de Glass Lewis. ⁸⁹⁸

L'effet disciplinaire de la pression du marché, même dans une situation d'oligopole, peut être illustré par l'exemple de la gestion et de la prévention des conflits d'intérêts au sein d'ISS. ROSE décrit en détail que suite au choix de plusieurs caisses de pension américaines de quitter ISS pour adhérer aux services du concurrent Glass Lewis, ISS a commencé à mettre en place une procédure interne visant à prévenir les conflits surgissant au sujet de l'évaluation en matière de gouvernance et de celle en matière de conseil de vote. ⁸⁹⁹

Si les investisseurs institutionnels ne sont pas entièrement démunis face aux *proxy advisors*, il en va différemment des bénéficiaires finaux. En vertu de leurs devoirs fiduciaires, les investisseurs institutionnels sont tenus de veiller à ce que leurs droits d'actionnaires soient effectivement exercés dans l'intérêt de leurs bénéficiaires, ce qui comporte également le devoir de faire preuve d'une diligence appropriée dans le choix, l'instruction et la surveillance de leurs mandataires. ⁹⁰⁰ Du point de vue de l'investisseur institutionnel, la fonction

⁸⁹⁵ CHOI/FISCH/KAHAN (2010), 905. Mise en évidence par l'auteure.

⁸⁹⁶ BIRON (2004), 839 ; CHOI/FISCH/KAHAN (2010), 905.

⁸⁹⁷ *Supra*, deuxième partie, chapitre 4, section I 2 B.

⁸⁹⁸ Sur l'apparition des nouveaux *proxy advisors* en Suisse suite à l'adoption de l'initiative Minder, voir l'article d'Yves Hulmann « *Les sherpas se bousculent pour guider les institutions au sein des assemblées générales* » paru dans *Le Temps* du 4 avril 2013.

⁸⁹⁹ ROSE (2007), 134.

⁹⁰⁰ Voir notamment : BERTSCHINGER (2015), 515. Sur le concept des devoirs fiduciaires des investisseurs institutionnels : *infra*, troisième partie, chapitre 1^{er}, section I.

principale des *proxy advisors* consiste à fournir un service de recherche et d'analyse de l'information pertinente et de faciliter ainsi l'exercice des droits de vote. Pour les investisseurs institutionnels, les *proxy advisors* ne doivent pourtant pas constituer un centre décisionnel autonome.⁹⁰¹ Cela étant, un investisseur institutionnel qui donne un blanc-seing à un *proxy advisor* ne respecte clairement pas son devoir de diligence de manière adéquate.

Par conséquent, l'objectif d'un encadrement réglementaire de l'activité des *proxy advisors* doit ainsi être la protection des intérêts des bénéficiaires finaux. Il en résulte, à notre avis, qu'il convient de placer la responsabilité fiduciaire des investisseurs institutionnels au centre de la réflexion à l'égard du contrôle de l'activité des *proxy advisors*. L'imposition des règles spécifiques aux *proxy advisors* ne devrait surtout pas permettre aux investisseurs institutionnels d'esquiver leur responsabilité fiduciaire d'élire, d'instruire et de surveiller leurs mandataires. Il est toutefois indiqué d'étudier les voies possibles qui facilitent aux investisseurs institutionnels la tâche de surveiller, mais également de choisir le *proxy advisor* dont l'approche générale reflète les intérêts de leurs bénéficiaires.

B. La surveillance prudentielle des *proxy advisors*

L'influence possible des *proxy advisors* a amené certains auteurs à se pencher sur la question de savoir s'il y a lieu d'instaurer un régime de surveillance prudentielle, similaire à ce qui existe déjà pour d'autres *gatekeepers* du droit des marchés de capitaux, tels que les agences de notation de crédit, les analystes financiers et les sociétés de révision agréées.⁹⁰²

L'autorité de surveillance compétente serait la FINMA (art. 4 al. 1 LFINMA),⁹⁰³ sachant que les *proxy advisors*, en leur qualité de prestataires de services financiers, entrent dans le champ d'application de l'art. 98 al. 2 Cst. relatif aux banques et assurances qui fonde la compétence de la Confédération de légiférer aussi sur les services financiers « dans d'autres domaines ». L'assujettissement au contrôle de la FINMA s'inscrirait dans le but de la protection des investisseurs et du bon fonctionnement des marchés financiers (art. 5 LFINMA),⁹⁰⁴ ce qui se justifie notamment à la lumière du pouvoir d'influence croissant des *proxy advisors* sur la gouvernance des sociétés

⁹⁰¹ BIRON (2014), 839.

⁹⁰² BÜHLER (2016), 16; WOHLMANN/GERBER (2014), 295; TAGOUO (2015), 1138; par rapport au droit allemand: FLEISCHER (2012), 7.

⁹⁰³ BÜHLER (2009), N 540 ; RIOULT (204), 1192.

⁹⁰⁴ En ce sens : BÜHLER (2016), 16; WOHLMANN/GERBER (2014), 295; *contra*: BÖCKLI (2015), 221 et en ce qui concerne le droit allemand: FLEISCHER (2012), 9 ; SCHNEIDER/ANZINGER (2007), 96.

publiques, sans qu'ils soient exposés pour autant à un risque économique quelconque.

Concrètement, la surveillance de la FINMA pourrait se traduire par l'introduction d'une obligation de s'enregistrer en tant qu'agence de conseil de vote, soumise au respect de certains critères d'admission. Si les conditions d'admission sont respectées, les *proxy advisors* se voient délivrer un agrément leur permettant de fournir un conseil de vote professionnel en Suisse.⁹⁰⁵ Selon cette proposition, les conditions d'admission portent notamment sur des exigences de qualité et de transparence minimales, ainsi que sur des mesures de prévention des conflits d'intérêts, y compris un devoir de déclarer tout lien d'intérêt avec les sociétés émettrices et l'interdiction d'exercer des activités parallèles susceptibles d'entraîner des conflits d'intérêts.

Une autre option serait de procéder par la voie de l'autorégulation reconnue comme établissant des standards minimaux, dans la mesure où la FINMA dispose de la prérogative de reconnaître des instruments d'autorégulation tels que les codes de bonne conduite comme valant standards minimaux (art. 7 al. 3 LFINMA).⁹⁰⁶ Dès lors, si la FINMA reconnaissait un code de bonne conduite spécifique applicable aux *proxy advisors* comme standard minimal, les règles y inscrites devraient être respectées par tout *proxy advisor* qui offre du conseil de vote en Suisse.

Étant donné que la bonne qualité des recommandations de vote contribue à assurer l'authenticité du processus décisionnel, la voie de la surveillance prudentielle paraît à première vue intéressante. Cependant, dans la mesure où les critères d'admission ou des standards minimaux doivent rester assez souples et généraux pour éviter que les investisseurs institutionnels et leurs bénéficiaires ne se voient confrontés à des coûts disproportionnés,⁹⁰⁷ il est à craindre que cette voie réglementaire ne conduise pas au résultat souhaité.

De plus, il s'agit de tenir compte des difficultés de mise en œuvre d'un système de surveillance prudentielle. Étant donné que les *proxy advisors* les plus influents (ISS et Glass Lewis) ont leur siège social aux États-Unis, ils ne pourraient être visés uniquement par une réglementation suisse en ce qui concerne leur activité en Suisse.⁹⁰⁸ Dès lors, au vu de ces circonstances et du

⁹⁰⁵ TAGOUO (2015), 1138.

⁹⁰⁶ Circulaire FINMA 02/10.

⁹⁰⁷ Voir EDELMAN (2013), 1404: « *The more expensive proxy advisory services become, the less likely small institutional investors could subscribe to more than one proxy advisory firm to mitigate the influence of any one report using independent sources of information to "check" each source against one another. As small institutional investors lack the resources to develop their own internal proxy research staffs, overregulation could have the perverse effect of harming the most at-risk class of clients* »; voir également HUBACHER (2015), N 650; KLÖHN/SCHWARZ (2012), 16.

⁹⁰⁸ BÖCKLI (2015), 221.

mode opératoire largement transnational des *proxy advisors* les plus importants, il y aurait lieu de mener des recherches plus poussées sur les enjeux et les perspectives d'une action coordonnée au niveau international.

C. L'accroissement de la transparence de l'activité des proxy advisors

L'amélioration de la transparence moyennant l'introduction des devoirs de divulgation fait partie des mesures les plus souvent préconisées pour encadrer l'activité des *proxy advisors*.⁹⁰⁹ L'objectif de ces propositions est d'obtenir une idée plus précise de l'influence des tiers non-actionnaires sur le processus décisionnel dans les sociétés cotées, ce qui devrait conduire à des décisions plus justes et réduire les coûts d'agence. Dans le domaine du conseil de vote, les devoirs de divulgation visent, d'une part, (a) à éclaircir la concentration du pouvoir de vote effectif et, d'autre part, (b) à garantir une transparence accrue et, dès lors, une meilleure qualité des recommandations de vote.

a) La divulgation visant à éclaircir la concentration de pouvoir

Si, en théorie, cette approche permettrait de mieux appréhender le pouvoir d'influence des *proxy advisors* sur le comportement de vote des investisseurs institutionnels, il est peu vraisemblable qu'elle ait, en pratique, l'effet souhaité, étant donné que lesdits *proxy advisors* ne sont pas forcément mis au courant du nombre d'actions que leurs clients détiennent dans chaque société.⁹¹⁰ Pour remédier à cette situation, GERICKE et BAUM se demandent s'il est préférable d'intervenir du côté des investisseurs institutionnels, de leur imposer de communiquer à leurs conseillers de vote le nombre d'actions qu'ils détiennent dans chaque société et de les obliger à divulguer les participations dès qu'elles dépassent, de façon agrégée, le seuil de 3%.⁹¹¹ Cette proposition n'est pas à l'abri d'obstacles pratiques. Dans la mesure où les gestionnaires de fonds des institutions sont déjà eux-mêmes tenus d'annoncer ces participations en vertu de l'art. 120 al. 5 LIMF, des annonces à double titre en seraient la conséquence.⁹¹² Cette proposition nous paraît d'ailleurs peu judicieuse, étant donné qu'il faudrait créer une nouvelle catégorie d'annonces, avec comme conséquence d'engendrer des surcoûts administratifs considérables. Le cas échéant, une autre catégorie d'annonces serait nécessaire en considérant que les investisseurs institutionnels (respectivement leurs organes décisionnels) ne sont pas obligés de suivre automatiquement les recommandations de vote et que certains d'entre eux adoptent parfois effectivement un comportement de vote qui diverge de

⁹⁰⁹ Voir notamment : Livre vert de la Commission européenne (2011), 14 *et seq* ; KLÖHN/SCHWARZ (2012), 13 ; RIOULT (2014), 1193.

⁹¹⁰ GERICKE/BAUM (2014), 356.

⁹¹¹ *Ibid.*

⁹¹² *Ibid.*

celui conseillé par le *proxy advisor*. En outre, ces efforts n'apporteraient seulement une valeur ajoutée s'ils sont complétés par une obligation des *proxy advisors* d'agréger les différentes annonces.

b) *La divulgation des recommandations et lignes directrices de vote*

Une autre mesure propre à accroître la transparence et à garantir une certaine qualité des recommandations consiste à obliger les *proxy advisors* à rendre leurs recommandations et directives de vote accessibles au public. Tel est notamment l'approche du droit européen qui exige une mise à disposition de l'information pendant une période d'au moins trois ans « afin de permettre aux investisseurs institutionnels de choisir les services de conseillers en vote en tenant compte de leurs performances passées ». ⁹¹³ De ce point de vue, il est judicieux que la divulgation s'adresse au grand public, c'est à dire à l'ensemble des participants au marché. L'idée de limiter l'accès aux documents divulgués aux clients des *proxy advisors*, respectivement à leurs gestionnaires, doit être écartée d'emblée, étant donné qu'ils disposent de toute manière d'un accès aux recommandations de vote qu'ils ont acquis. ⁹¹⁴

La question se pose du moment choisi pour la divulgation. On pourrait argumenter qu'un accès public avant les assemblées générales tend à vider le modèle commercial des *proxy advisors* de sa substance (au moins partiellement), étant donné que tout le monde aurait accès aux rapports d'analyse et aux recommandations. En même temps, cette manière de procéder donnerait aux sociétés émettrices l'occasion de prendre position par rapport à une recommandation négative. ⁹¹⁵ Si nous ne pensons pas que la divulgation publique des recommandations de vote avant l'assemblée générale devrait être imposée par le droit contraignant, nous sommes d'avis qu'elle devrait faire partie des standards de bonne pratique. Notons, à titre d'exemple, qu'Éthos publie ses recommandations de vote via son site internet deux jours ouvrables avant l'assemblée générale en question. Un accès public en amont de l'assemblée générale donnerait non seulement aux sociétés émettrices l'occasion de prendre position par rapport à une recommandation négative, mais elle garantirait aussi une certaine qualité des recommandations de vote et permettrait à l'ensemble des participants du marché de déduire le pouvoir d'influence des *proxy advisors* sur la prise de décision.

⁹¹³ Directive 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, art. 26.

⁹¹⁴ En ce sens: KLÖHN/SCHWARZ (2012), 14.

⁹¹⁵ En ce sens: GERICKE/BAUM (2014), 356.

Section III Synthèse

En guise de conclusion à ce chapitre, nous pouvons retenir que le recours aux services d'expertise des *proxy advisors* est devenu une nécessité pour la plupart des investisseurs institutionnels. Vu sous cet angle, l'émergence des *proxy advisors* est une réponse du marché et leur influence croît en parallèle avec le patrimoine détenu par les investisseurs institutionnels. La tendance réglementaire en faveur d'un exercice actif des droits de vote dans l'accomplissement des devoirs fiduciaires contribue à l'augmentation de l'influence des *proxy advisors*. L'influence indéniable des *proxy advisors*, quoique difficilement évaluable en termes pratiques, suscite des questions quant à leur rôle dans le fonctionnement de la chaîne d'intermédiation de l'investissement institutionnel. Tout d'abord, il faut souligner que leur rôle devrait se limiter à celui de consultants et d'agents d'information, d'une certaine importance, certes, mais sans autonomie décisionnelle dans l'exercice des droits de vote. En analysant l'applicabilité et l'efficacité d'un éventuel cadre normatif spécifique aux *proxy advisors*, il convient dès lors de ne pas ignorer la responsabilité fiduciaire des investisseurs institutionnels et de garder à l'esprit que ces derniers ne peuvent pas se décharger de leur devoir de diligence en externalisant matériellement la décision de vote.

Dans l'ensemble, nos réflexions *de lege ferenda* indiquent que les mesures réglementaires contraignantes et spécifiques à l'égard des *proxy advisors* créent des coûts d'agence et des barrières d'entrée au marché supplémentaires. Cependant, l'objectif de réduire les risques de conflits d'intérêts en leur sein et d'offrir aux participants au marché la possibilité de mieux cerner leur performance mérite, selon nous, de faire l'objet des mesures contraignantes. Pour cela, nous préconisons la mise en place d'une transparence accrue relative à l'activité et leurs rapports de forces internes et cela avant la tenue de l'assemblée générale. Pour être utile, tout devoir de divulgation devrait s'adresser à l'ensemble du marché, dans la mesure où cela permettrait aux organes décisionnels des investisseurs institutionnels d'apprécier la performance d'un proxy advisor avant de conclure un accord avec l'un d'eux et d'avoir une idée de leur influence générale. Une divulgation des recommandations et des lignes directrices permettrait également de rendre attentifs les participants au marché sur les risques de conflits d'intérêts, même si nous admettons qu'une telle mesure ne serait que d'une faible utilité pratique dans l'hypothèse où l'ensemble des *proxy advisors* sur le marché présentent un risque de conflits d'intérêt (étant donné que l'offre restreinte ne laisse pas de véritable choix de changer de *proxy advisor* aux investisseurs).

Troisième partie :

La responsabilisation des investisseurs institutionnels

« A trustee is held to something stricter than the morals of the market place. Not honesty alone but the punctilio of an honor the most sensitive, is then the standard of behavior. »

Benjamin N. Cardozo; *Meinhard v. Salmon*

Introduction

Cette troisième partie s'articule autour de la relation complexe entre investisseurs institutionnels et leurs bénéficiaires. Agissant au nom d'investisseurs individuels et de bénéficiaires finaux en plaçant leurs actifs de façon à sécuriser leurs futurs bénéficiaires en termes de retours financiers, les investisseurs institutionnels disposent non seulement d'un pouvoir considérable, mais également d'une grande responsabilité. Comme toute responsabilité, celle des investisseurs institutionnels envers leurs bénéficiaires naît d'une position de pouvoir et de leur capacité à exercer une influence.⁹¹⁶ Ce qui, à première vue, semble être une évidence constitue en réalité une équation à plusieurs inconnues, notamment en raison du caractère abstrait de la notion de l'intérêt des bénéficiaires.

Dans cette optique, une réflexion plus globale sur l'engagement des investisseurs institutionnels s'impose. Cela signifie concrètement qu'au lieu d'étudier le droit de vote comme un mode de prise de décisions collectives, il s'agit de le considérer comme un moyen particulier à travers lequel les investisseurs institutionnels assument leur responsabilité fiduciaire envers ceux qui leur ont confié des valeurs patrimoniales. L'accent à cet égard sera placé sur les institutions de la prévoyance professionnelle et sur leurs assurés, ce qui ne nous empêchera toutefois pas de faire référence, dans certains passages, aux fonds souverains et aux placements collectifs de capitaux et à leurs investisseurs finaux.

Si le premier chapitre présente le concept général de la responsabilité fiduciaire, le deuxième chapitre donne, quant à lui, un aperçu des normes applicables aux investisseurs institutionnels en leur rôle de fiduciaires. Suivent, dans un troisième chapitre, des observations et commentaires détaillés relatifs à la notion de l'intérêt des bénéficiaires, paramètre clé dans la détermination de l'étendue des devoirs fiduciaires.

⁹¹⁶ Voir BEDER *in*: Murray *et al.* (2012), 133: « *Responsibility arises from having power and the ability to impact and affect* ».

Chapitre 1^{er} : Le concept de la responsabilité fiduciaire des investisseurs institutionnels

Le premier chapitre trace les grandes lignes du concept de la responsabilité fiduciaire des investisseurs institutionnels. Après une brève description générale (section I), un aperçu des origines anglo-saxonnes du concept de la responsabilité fiduciaire s'impose (section II) afin de comprendre sa traduction dans les régimes juridiques de tradition civile (section III).

Section I La notion de la responsabilité fiduciaire

Le terme fiduciaire (*fiduciary*) vient du verbe latin *fidere* qui signifie faire confiance. Par devoir fiduciaire (*fiduciary duty*), on entend les obligations imposées à une personne (le fiduciaire, *fiduciary* ou *trustee*) qui exerce un certain pouvoir discrétionnaire dans l'intérêt d'une autre personne (*beneficiary*), dans des circonstances qui permettent d'établir une relation de confiance.⁹¹⁷

À la fois simples et complexes, les relations fiduciaires s'articulent autour de deux éléments essentiels : un pouvoir discrétionnaire important du fiduciaire et l'impossibilité du bénéficiaire d'exercer un contrôle direct sur l'activité confiée. Étant une relation de responsabilité et de dépendance, la relation fiduciaire implique un degré de confiance élevé entre les parties.⁹¹⁸ En encadrant les pouvoirs discrétionnaires du fiduciaire, les devoirs fiduciaires visent à atténuer les conséquences d'une asymétrie d'information entre fiduciaires et bénéficiaires et, en fin de compte, à éviter que les fiduciaires abusent de leur position de pouvoir.⁹¹⁹ Dans cette optique, le principal enjeu consiste à protéger les bénéficiaires, raison pour laquelle les fiduciaires sont juridiquement tenus de placer l'intérêt des bénéficiaires au premier rang et d'agir en conséquence. Or, les bénéficiaires des investisseurs institutionnels ne sont pas entendus quant à la détermination de leurs intérêts et leurs droits actifs se résument, sur le plan théorique, à la demande de réparation des pertes économiques que le fiduciaire aura pu engendrer de par le manquement à sa responsabilité fiduciaire.⁹²⁰

⁹¹⁷ PNUE-FI/UNEP-FI/Freshfields Bruckhaus Deringer, *A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment* (2005), 19 (ci-après Rapport Freshfields (2005)); RICHARDSON (2011a), 5.

⁹¹⁸ Voir RICHARDSON (2007), 150; Commission européenne, *Resource Efficiency and Fiduciary Duties of Investors* (2014), 22; COOTER/FREEDMAN (1991), 1046; YOUNGDAHL, *in*: Hawley *et al.* (2015), 20.

⁹¹⁹ Commission européenne, *Resource Efficiency and Fiduciary Duties of Investors* (2014), 22.

⁹²⁰ *Idem*, 12.

Dans le contexte de la gouvernance d'entreprise, il existe deux types de devoirs fiduciaires pertinents : ceux des organes dirigeants d'une société anonyme et ceux des investisseurs institutionnels. Dans le cadre de l'investissement institutionnel, la relation fiduciaire se traduit principalement par la gestion du portefeuille discrétionnaire par des investisseurs institutionnels et des gestionnaires d'actifs, sachant qu'ils sont amenés à faire des investissements pour le compte de leurs bénéficiaires. Bien que, juridiquement parlant, on ne puisse pas dire que l'investisseur réalise des investissements pour le compte des bénéficiaires, il en est ainsi économiquement.⁹²¹ C'est pourquoi leur liberté d'investissement est limitée, dans le sens où ils sont tenus de placer les valeurs patrimoniales dans l'intérêt des bénéficiaires finaux.

Section II Les devoirs fiduciaires dans la *common law*

1. Concept fondamental

La responsabilité fiduciaire est une notion issue des systèmes de droit commun (*common law*), fondés sur les coutumes et les usages.⁹²² La notion de devoirs fiduciaires est ainsi principalement utilisée dans les systèmes anglo-américains, où la responsabilité des institutions financières découle moins d'accords contractuels. En effet, à la différence des systèmes de tradition civile, les juridictions de *common law* tendent à fonder les relations fiduciaires sur la confiance.⁹²³ Dans la mesure où les devoirs fiduciaires ressortent principalement de la jurisprudence, le juge, dans les systèmes de *common law*, dispose d'une plus grande marge d'interprétation pour statuer sur les devoirs fiduciaires des investisseurs que le juge dans les systèmes de tradition civile. Il n'est dès lors pas surprenant que le concept de la responsabilité fiduciaire soit plus développé dans les systèmes de *common law* que dans les régimes de tradition civile.

Dans les différentes juridictions de *common law*, l'étendue des devoirs fiduciaires se recoupe largement, notamment parce que les juges se servent souvent de la jurisprudence des autres juridictions comme source d'inspiration.⁹²⁴ De ce fait, bien que les devoirs fiduciaires se déclinent de

⁹²¹ En ce sens, IBARRA GARZA (2014), N 369

⁹²² Commission européenne, Resource Efficiency and Fiduciary Duties of Investors (2014), 13; RICHARDSON (2011), 6; SANDERS (2014), 546.

⁹²³ Commission européenne, Resource Efficiency and Fiduciary Duties of Investors (2014), 13; JOHNSON (2014), 5.

⁹²⁴ Rapport Freshfields (2005), 8; HAWLEY *et al.* (2014), 2; YOUNGDAHL *in*: Hawley *et al.* (2015), 20; BARKER *et al.* (2016), 213. Voir, à titre d'exemple, le juge anglais Megarry VC qui déclare dans l'affaire *Cowan*

manière différente dans chacun des ordres juridiques, les dynamiques qui les portent sont largement partagées.

Sans entrer dans les détails, on distingue deux principes récurrents : le devoir de loyauté et le devoir de prudence ou de diligence.⁹²⁵ Le **devoir de loyauté** (*duty of loyalty*) oblige les investisseurs institutionnels à agir en toute bonne foi et à gérer les actifs dans l'intérêt de leurs bénéficiaires finaux et non pas dans leur propre intérêt ou dans celui d'une tierce partie. Cela se concrétise par le devoir d'agir conformément aux objectifs du fonds et de gérer de façon impartiale les conflits d'intérêt qui peuvent exister entre les différents bénéficiaires.⁹²⁶ Traditionnellement, en *common law*, le devoir de loyauté constitue une conséquence légale du fait que le *trustee* ou le *fiduciary* a été chargé de la protection des intérêts du bénéficiaire.⁹²⁷

Le **devoir de prudence ou de diligence** (*duty of prudence*) exige des investisseurs institutionnels une gestion diligente des actifs. En effet, l'obligation du fiduciaire d'accomplir sa mission dépend en grande partie de la bonne gestion du patrimoine, ce qui comprend le devoir de veiller à une diversification appropriée du portefeuille et d'éviter les investissements spéculatifs.⁹²⁸ C'est dans ce but que le devoir de diligence implique une décision d'investissement précédée d'une analyse d'information reflétant un équilibre judicieux entre le risque encouru et le rendement escompté.⁹²⁹

2. Le devoir de voter des caisses de pension américaines

L'idée d'une obligation de vote pour les caisses de pension est née aux États-Unis, où l'émergence de l'activisme initié par CalPERS et la création du *Council of Institutional Investors* (CII) en 1985 est réputé avoir servi de catalyseur.⁹³⁰ Après une première phase volontaire durant laquelle les grands fonds de pensions publics ont commencé à reconnaître davantage la valeur de leurs droits de vote, le ministère fédéral du travail (*United States Department of Labor ; DOL*) a pris le relais. Dans une lettre envoyée en février 1988 au président de la

v Scargill [1985], 292 de s'inspirer de la jurisprudence américaine: « *The American cases do not, of course, bind me; but they seem, if I may say so, to be soundly based on equitable principles which are common to England and most jurisdictions in the United States, and they accord with the conclusion that I would have reached in the absence of authority* ».

⁹²⁵ Rapport Freshfields (2005), 8; Commission européenne, Resource efficiency and Fiduciary Duties of Investors (2014), 12; RICHARDSON (2011a), 5.

⁹²⁶ Commission européenne, Resource efficiency and Fiduciary Duties of Investors (2014), 12; SANDBERG (2011), 145.

⁹²⁷ BAHAR/THÉVENOZ, *in* : Thévenoz *et al.* (2007), 3.

⁹²⁸ *Ibid.*

⁹²⁹ LANGBEIN/POSNER (1980), 77 ; SANDBERG (2011), 145.

⁹³⁰ *Supra*, première partie, chapitre 3, section II 3 A. Plus en détail : ROCK (1991), 449 ss.

caisse de pension de la société *Avon Products Inc.*, connue depuis sous le nom d'*Avon Letter*, le ministère du travail annonçait que les droits de vote devaient dorénavant être considérés comme des actifs financiers et donc être protégés comme tels : « *it is the Department's position that the decision as to how proxies should be voted with regard to the issues presented by the fact pattern are fiduciary acts of plan asset management* ». ⁹³¹ Il en ressort ainsi clairement que les droits de vote des caisses de pension ne sont plus simplement considérés comme un moyen d'exprimer leurs voix d'actionnaires, mais qu'au-delà, les personnes responsables de la gestion et de l'administration de la caisse de pension (*pension fund trustees*), doivent faire usage de tout le soin, de toute l'expertise et de toute la prudence requise dans l'exercice de leurs droits de vote. Le ministère du travail a ainsi conclu que les *pension fund trustees* avaient le devoir fiduciaire d'exercer les droits de vote exclusivement dans l'intérêt de leurs bénéficiaires. ⁹³²

Bien que la *Avon Letter* s'adressât uniquement aux caisses de pension privées, à savoir celles qui sont assujetties à ERISA, elle fût le facteur déclencheur pour la création d'un éventail de devoirs plus large. Le ministère du travail précisa par la suite que les fiduciaires devaient également tenir des registres exacts sur leur comportement de vote et établir des lignes directrices et politiques, tout en recommandant d'étendre l'obligation d'exercer les droits de vote aux actions que les caisses de pension américaines détenaient dans des sociétés étrangères. ⁹³³

Depuis, l'exercice des droits de vote est également considéré comme faisant partie des devoirs fiduciaires d'autres types d'investisseurs institutionnels. En janvier 2003, la SEC avait reconnu que l'exercice des droits de vote, ainsi que la divulgation du comportement et de la politique de vote fait partie des devoirs fiduciaires des fonds de placements (*mutual funds*) et des conseillers en placement (*investment advisors*), pour autant que cette démarche ait une influence sur la valeur de l'investissement et que les coûts associés à cet exercice ne dépassent pas les bénéfices ⁹³⁴

⁹³¹ Department of Labor (DOL), Letter from Aland D. Lebowitz, Deputy Assistant Secretary, to Helmuth Fandl, Chairman of the Retirement Board, *Avon Products Inc.*, 23 February 1988.

⁹³² HAWLEY/WILLIAMS (2000), 31; VOORHES, *in*: Hebb *et al.* (2015), 63.

⁹³³ Department of Labor, Interpretive Bulletin 94-2, 365.

⁹³⁴ 29 CFR §2509.08-2; voir à ce sujet GERICKE, *in*: Kunz *et al.* (2015), 99; VOORHES, *in*: Hebb *et al.* (2015), 63.

Section III La traduction des devoirs fiduciaires dans les systèmes à tradition civile

Bien que les systèmes de droit civil se saisissent des thématiques principales équivalentes de *common law*, ils ne se réfèrent pas explicitement à la notion de responsabilité fiduciaire. Pour autant, cela ne signifie pas que la responsabilité fiduciaire des investisseurs institutionnels n'existe pas dans les systèmes de droit civil.⁹³⁵ Ainsi que le souligne la Commission européenne dans un rapport relatif à l'efficacité des ressources et les devoirs fiduciaires des investisseurs, « *le concept de responsabilité fiduciaire est présent dans la législation de chacun des Pays Membres de l'UE comme une obligation commune aux investisseurs institutionnels* ».⁹³⁶

Dans la mesure où les devoirs fiduciaires, dans les systèmes de *common law*, dérivent du droit de la fiducie (*law of trusts*) et sont, de ce fait, enracinés dans le droit de la propriété, le devoir de loyauté du *trustee* constitue une conséquence juridique du fait qu'il s'est vu confier la propriété du bénéficiaire.⁹³⁷ En revanche, dans les systèmes civils, les devoirs fiduciaires découlent du contrat de mandat, en vertu duquel le mandant est tenu de gérer les actifs confiés dans les intérêts du bénéficiaire.⁹³⁸ Compte tenu du fondement contractuel de la relation fiduciaire, les ordres juridiques de tradition civile tendent à se concentrer sur des points spécifiques de la réglementation et à éviter de fonder les devoirs fiduciaires sur des grands principes comme c'est le cas en *common law*.⁹³⁹

Dans cette optique, le devoir de prudence des investisseurs institutionnels se traduit par des obligations différentes de contrôler les risques financiers et d'assurer une diversification et un degré de liquidité adéquat.⁹⁴⁰ Le devoir de loyauté oblige les organes décisionnels au sein des institutions à se laisser guider exclusivement par l'intérêt de leurs bénéficiaires lors de la prise de décision d'investissement et de vote. Cependant, comme dans toute situation où une partie se doit d'être loyale à l'égard d'une autre, il est nécessaire que des règles allant au-delà de l'obligation générale d'agir conformément aux principes de bonne foi protègent et promeuvent les intérêts des bénéficiaires.⁹⁴¹ Il en va ainsi de l'aspect particulier du devoir de loyauté qui prescrit aux investisseurs

⁹³⁵ Rapport Freshfields (2005), 10.

⁹³⁶ Commission européenne, *Resource efficiency and Fiduciary Duties of Investors* (2014), 13. Le rapport cite des exemples des États Membres de l'UE en se référant notamment au rapport Freshfields de 2005, 19.

⁹³⁷ BAHAR/THÉVENOZ, *in*: Thévenoz *et al.* (2007), 3.

⁹³⁸ BAHAR/THÉVENOZ, *in*: Thévenoz *et al.* (2007), 3.

⁹³⁹ Commission européenne, *Resource efficiency and Fiduciary Duties of Investors* (2014), 13.

⁹⁴⁰ *Idem*, 14.

⁹⁴¹ BAHAR/THÉVENOZ, *in*: Thévenoz *et al.* (2007), 3.

institutionnels d'exercer les droits de vote dans l'intérêt de leurs bénéficiaires : l'intérêt des bénéficiaires implique nécessairement que les intérêts des investisseurs institutionnels ou ceux de leurs gestionnaires d'actifs ou d'une autre tierce partie n'influent pas sur la manière dont les droits de vote sont exercés.

En somme, bien que les fondements des devoirs fiduciaires soient différents dans les systèmes de droit civil et de *common law*, nous pouvons constater que les deux systèmes juridiques appliquent un ensemble de principes de base similaires à la responsabilité des investisseurs institutionnels.⁹⁴² L'emploi de la notion de « responsabilité fiduciaire » ou « devoirs fiduciaires » s'inscrit dans une tendance générale qui consiste à se servir de la même notion dans les systèmes de droit civil,⁹⁴³ ainsi que dans des référentiels internationaux.⁹⁴⁴ De ce fait, nous nous référerons par la suite aux devoirs fiduciaires des investisseurs institutionnels, même si ce terme est issu de la *common law* et que son utilisation dans les systèmes de droit civil n'est pas à l'abri des critiques.⁹⁴⁵

Section IV La responsabilité fiduciaire face au concept de l'investissement responsable

Le concept fondamental de la responsabilité fiduciaire est ancien⁹⁴⁶ mais sa mise en œuvre est dynamique et se trouve en constante évolution. Ainsi, elle varie non seulement en fonction des traditions juridiques⁹⁴⁷ mais également selon les changements sociaux, les conditions de marché et les phases politiques.⁹⁴⁸ À notre époque, marquée par la croissance des actifs aux mains

⁹⁴² En ce sens : SANDBERG (2011), 145 : « [...] *most countries, both common and civil law jurisdictions, impose a roughly similar set of core responsibilities on institutional investors* [...] » ; BAHAR/THÉVENOZ, *in*: Thévenoz *et al.* (2007), 3 : « *Both common law and civil law jurisdictions have tackled this issue and the outcome is fundamentally similar* ».

⁹⁴³ Par exemple : BIEDERMANN, *in* : Pasquier-Dorthe *et al.* (2001), 158; Commission européenne, *Resource efficiency and Fiduciary Duties of Investors* (2014), 13.

⁹⁴⁴ Voir notamment les *Global Stewardship Principles* de l'*International Corporate Governance Network* (2016) qui se réfèrent plusieurs fois au terme *Fiduciary duty* (par exemple au principe 1).

⁹⁴⁵ Voir notamment KRUIHTOF, *in* : Thévenoz *et al.* (2007), n 105 qui considère que les devoirs fiduciaires n'existent pas dans des systèmes de droit civil dans la mesure où « [...] *a duty cannot be described as 'fiduciary' or equitable merely because it requires 'loyalty' as a normative content. There is a clear distinction between a 'legal' or 'standard private law' duty of loyalty and a fiduciary duty of loyalty. Unfortunately, in much of the continental European literature, any duty that requires loyalty is called a fiduciary duty, rendering the term rather meaningless* ».

⁹⁴⁶ L'idée de base des devoirs fiduciaires peut être retrouvée dans de nombreux systèmes juridiques anciens, notamment dans la Grèce antique, Rome antique ou encore dans la Chine antique. Pour un aperçu historique des origines des devoirs fiduciaires, voir notamment COOTER/FREEDMAN (1991), 1045 ; JOHNSON (2014), 2 ; YOUNGDAHL, *in* : Hawley *et al.* (2014), 21 *et seq.*

⁹⁴⁷ *Supra*, troisième partie, 1^{er} chapitre, sections II et III.

⁹⁴⁸ SANDBERG (2011), 145 ; JOHNSON (2014), 2 ; SANDERS (2014), 546 ; Commission européenne, *Resource Efficiency and Fiduciary Duties of Investors* (2014), 22 ; YOUNGDAHL, *in*: Hawley *et al.* (2014), 20.

d'investisseurs institutionnels, la limitation des ressources disponibles (due à une population et à une prospérité mondiale croissante), le changement climatique, le vieillissement de la population, ainsi qu'une hausse des coûts (en raison de la dégradation environnementale), le concept de la responsabilité fiduciaire des investisseurs institutionnels doit être interprété à la lumière des pratiques de l'investissement responsable.⁹⁴⁹

L'investissement responsable (IR), également appelé investissement socialement responsable (ISR ou SRI, acronyme anglais du terme *socially responsible investment*) recouvre toutes les démarches qui visent à incorporer le concept du développement durable dans la gestion financière. Le rapport Brundtland (« *Notre avenir à tous* »), publié en 1987 par la Commission mondiale sur l'environnement et le développement durable de l'ONU, a fourni une définition du développement durable qui demeure d'actualité : « *le développement durable, c'est s'efforcer de répondre aux besoins du présent sans compromettre la capacité de satisfaire ceux des générations futures* ». ⁹⁵⁰

La notion de l'investissement responsable s'est établie aux alentours de 2005 avec l'élaboration des principes pour l'investissement responsable (UN-PRI), développés sous l'égide de l'Initiative financière du Programme des Nations Unies pour l'Environnement et du Pacte Mondial.⁹⁵¹ L'intérêt croissant pour les thématiques liées au développement durable au sein de la gestion financière a progressivement abouti à des initiatives internationales plus spécifiques du secteur financier, dont notamment les Principes de l'Équateur.⁹⁵² Lancé en 2003 et fondamentalement révisé en 2013, ce référentiel international s'adresse exclusivement au secteur financier et vise à intégrer la gestion de risques sociaux et environnementaux dans les activités de financement de projet.⁹⁵³ D'autres émanations du secteur financier témoignent d'une préoccupation croissante pour les questions environnementales et sociales. Par exemple, le *Carbon Disclosure Project* (CDP)⁹⁵⁴ est une ONG dont l'objectif est l'évaluation de l'impact des sociétés cotées sur le changement climatique. À l'échelle européenne, le *Forum européen de l'investissement responsable* (Eurosif) est destiné

⁹⁴⁹ JOHNSON (2014), 1. Sur les justifications de l'investissement responsable, voir *infra*, troisième partie, chapitre 3, section I 3 B.

⁹⁵⁰ Nations Unies, Commission sur l'Environnement et le Développement, Rapport Brundtland – Notre avenir à tous, 1987, 37.

⁹⁵¹ HAWLEY, *in*: Hebb *et al.* (2015), 19; sur les normes des UN-PRI *infra* troisième partie, chapitre 2 section I 1 A.

⁹⁵² Les Principes de l'Équateur, Cadre de référence du secteur financier visant à identifier, évaluer et gérer les risques environnementaux et sociaux des projets, juin 2013.

⁹⁵³ Principes de l'Équateur (2013), préambule.

⁹⁵⁴ Voir le site web du *Carbon Disclosure Project* : www.cdp.net/fr/info/about-us (consulté le 2 septembre 2019).

à promouvoir les pratiques d'investissement responsable sur les marchés financiers européens.⁹⁵⁵

L'investissement responsable s'est développé en parallèle du le concept de la responsabilité sociétale des entreprises (RSE), plus connu sous son acronyme anglais, CSR (*corporate social responsibility*).⁹⁵⁶ Notons, tout d'abord, que les contours de la notion de la CSR « ne sont pas clairement marqués »,⁹⁵⁷ ce qui rend le concept dynamique et flexible. Analyser ce concept et les différentes définitions retenues dépasserait le cadre de cette thèse. Pour cette raison, il sera fait référence, ici, à une définition récente proposée par le Conseil fédéral qui entend par RSE « une contribution des entreprises au développement durable » qui « vise les effets des activités des entreprises sur la société et l'environnement, tout en tenant compte des intérêts des parties prenantes (actionnaires, employés, consommateurs, communautés locales, organisations non gouvernementales, etc.) ». ⁹⁵⁸ Cette définition met en évidence le lien étroit entre l'investissement responsable et le concept de la CSR. En effet, si un grand nombre d'investisseurs institutionnels orientent leurs investissements vers des sociétés dites socialement responsables, les stratégies d'investissement responsable deviennent des forces motrices pour la CSR.⁹⁵⁹ La relation étroite entre CSR et l'investissement responsable se manifeste surtout par le fait que le comportement des entreprises est davantage scruté par des ONG,⁹⁶⁰ des agences spécialisées dans l'évaluation du comportement sociétal⁹⁶¹ ou encore par des *proxy advisors*,⁹⁶² sachant que les notations établies par ces entités se fondent en principe sur des indicateurs de la performance environnementale, sociale et de gouvernance.⁹⁶³ Ces évaluations (*ratings*) sont réputées avoir une influence croissante sur l'allocation des actifs des investisseurs institutionnels. Ainsi, une société dont le comportement est évalué comme étant *CSR compliant* obtiendra un meilleur *rating* et aura, de ce fait, accès à des conditions de financement plus favorables en termes de fonds propres, sachant qu'un cours d'actions plus élevé permet d'émettre du capital à un prix supérieur.⁹⁶⁴ Partant de là, on peut

⁹⁵⁵ Voir le site web d'Eurosif : www.eurosif.org/ (consulté le 2 septembre 2019).

⁹⁵⁶ HAWLEY, in: Hebb *et al.* (2016), 21.

⁹⁵⁷ PETER/JACQUEMET (2015), 171 ; dans ce sens : HAWLEY in : Hebb *et al.* (2016), 21.

⁹⁵⁸ Position et plan d'action du Conseil fédéral concernant la responsabilité des entreprises à l'égard de la société et de l'environnement du 1^{er} avril 2015, 5 ; voir également la définition plus courte de la Commission européenne selon laquelle la RSE est « la responsabilité des entreprises vis-à-vis des effets qu'elles exercent sur la société » (COM [2011] 681 final, 7).

⁹⁵⁹ SANDBERG (2011), 143 ; HAWLEY in : Hebb *et al.* (2016), 21.

⁹⁶⁰ Par exemple Human Rights Watch ; Amnesty International, MultiWatch ou Public Eye (anciennement « Déclaration de Berne »).

⁹⁶¹ Par exemple RonecoSAM, EIRIS, Vigeo, KLD, Oekom ou Bloomberg.

⁹⁶² Par exemple : Éthos, ISS ou Glass Lewis.

⁹⁶³ PETER/JACQUEMET (2015), 187.

⁹⁶⁴ PETER (2004), 33 ; PETER/JACQUEMET (2015), 187.

déduire que la tendance des investisseurs institutionnels à se tourner vers des sociétés socialement responsables contribue au développement durable.

Section V Synthèse

Notons, pour terminer, que l'interprétation des devoirs fiduciaires est loin d'être statique et évolue notamment avec le temps et selon les traditions juridiques. Toutefois, le principe fondamental reste inchangé : les investisseurs institutionnels agissent au nom des bénéficiaires finaux en plaçant leurs actifs de façon à sécuriser leurs bénéfices en termes de retours financiers. Dans ce contexte, les devoirs fiduciaires visent à protéger les bénéficiaires des abus des membres des organes décisionnels des institutions à qui on a confié la prise de décisions relatives à leur investissement.

Chapitre 2 : Les normes applicables aux investisseurs institutionnels dans leur rôle de fiduciaires

Le présent chapitre a pour objet d'esquisser un tableau des différentes normes mettant en œuvre le concept de la responsabilité fiduciaire des investisseurs institutionnels en droit suisse. L'accent sera mis sur les règles applicables aux institutions de prévoyance qui traitent de l'aspect particulier du devoir de loyauté d'assurer que les droits sociaux soient effectivement exercés dans l'intérêt des bénéficiaires, étant donné que les devoirs fiduciaires des institutions de prévoyance s'inscrivent dans un cadre réglementaire plus volumineux que cela n'est le cas pour les autres investisseurs institutionnels.

Section I Les normes des standards non contraignants

En raison de la grande hétérogénéité des entités considérées comme étant des investisseurs institutionnels et des attentes variées de leurs bénéficiaires, il est difficile d'établir, au niveau national, des règles communes et contraignantes qui concrétisent leur responsabilité fiduciaire. C'est la raison pour laquelle ce sont principalement les recommandations et directives et des codes non-contraignants qui définissent des normes harmonisées relatives aux devoirs fiduciaires pour l'ensemble des investisseurs institutionnels. Il existe certaines exceptions à cette tendance générale. En France notamment, les obligations de *reporting* en matière ESG consacré à l'art. 173 de la Loi relative à la transition énergétique et pour la croissance verte (LTECV) s'adresse à l'ensemble des investisseurs institutionnels au sens de cette loi. Toutefois, le décret d'application de la LTECV tient compte de la nature variée des institutions en prévoyant des obligations de *reporting* différentes selon la taille des institutions.⁹⁶⁵

1. Au niveau international

Le concept des devoirs fiduciaires des investisseurs institutionnels a fait son apparition dans différentes initiatives internationales émanant, d'un côté, des institutions gouvernementales et, de l'autre côté, du secteur financier, initiatives

⁹⁶⁵ Au sujet de l'exemple du droit français en matière d'obligations de transparence ESG, voir *infra*, troisième partie, chapitre 3, section I 3 C b.

auxquelles les investisseurs institutionnels peuvent se soumettre volontairement.

A. Les Principes pour l'investissement responsable des Nations Unies (UN-PRI)

L'idée sous-jacente des UN-PRI était, comme le laisse entendre le titre, de poser les jalons de l'interconnexion entre les investissements et les principes du développement durable. Au centre de cette prémisse se trouvait la volonté de proposer un référentiel très général qui oriente un large cercle d'investisseurs vers des stratégies permettant d'incorporer des considérations ESG dans la prise de décisions d'investissement et de vote afin d'améliorer le rendement à long terme des bénéficiaires. Dans un sens élargi, comme le précise HAWLEY, l'objectif était de faire en sorte que les pratiques relevant de l'IR s'établissent comme des pratiques courantes pour des investisseurs institutionnels classiques.⁹⁶⁶ Le point de départ des UN-PRI n'est donc pas la relation fiduciaire entre investisseurs et bénéficiaires, mais l'hypothèse selon laquelle les risques et performances ESG peuvent affecter la performance des portefeuilles.⁹⁶⁷ Vu sous cet angle, le devoir de loyauté se traduit principalement par un devoir de considérer des facteurs ESG à tous les niveaux de la gestion d'actifs, sachant que cela est considéré comme reflétant le meilleur intérêt à long terme des bénéficiaires.

En vertu du second principe des UN-PRI, les signataires s'engagent à assurer un rôle d'actionnaires actifs et à intégrer des questions ESG dans leurs politiques et procédures en matière actionnariale. À cette fin, ils entament les pistes d'actions suivantes :⁹⁶⁸

- concevoir et divulguer une stratégie d'actionariat actif en phase avec les UN-PRI ;
- exercer les droits de vote ou, en cas d'externalisation, surveiller le respect de la politique établie en matière de vote
- mettre au point des moyens d'engagement (soit directement, soit en externalisant)

⁹⁶⁶ HAWLEY, *in*: Hebb *et al.* (2015), 19. Selon les données publiées sur le site internet des UN-PRI, en septembre 2019, les UN-PRI comptaient 2498 membres, dont environ 18% de propriétaires d'actifs (*asset owners*), à savoir des investisseurs institutionnels à proprement parler ; 70% de gestionnaires de portefeuilles d'investissement (*investment managers*) qui gèrent les actifs en tant que fournisseurs de parties tiers et 12% de services professionnels partenaires (*service providers*) qui proposent des produits autant aux propriétaires d'actifs qu'aux gestionnaires d'investissement. Le nombre actuel des signataires est affiché sur le site internet des UN-PRI : <https://www.unpri.org/searchresults?qkeyword=¶metrics=WVSECTIONCODE%7c1018%20/> (consulté le 3 septembre 2019).

⁹⁶⁷ Sur l'amélioration de la performance financière comme argument justifiant l'IR, voir *infra* troisième partie, chapitre 3, section I 3 B d.

⁹⁶⁸ United Nations Principles for Responsible Investment (UN-PRI), 2016, 6, cité d'après la version française disponible sur le site <https://www.unpri.org/about> (consulté le 3 septembre 2019).

- participer à l'élaboration de stratégies, de réglementations et de normes en lien avec la promotion et la protection des droits des actionnaires
- déposer des résolutions d'actionnaire en phase avec les questions ESG à long terme
- faire intervenir les entreprises sur les questions ESG
- participer à des initiatives d'engagement collectives
- demander aux responsables d'investissement de développer un engagement lié à l'ESG et d'en rendre compte

Le troisième principe des UN-PRI vise à promouvoir une meilleure transparence dans la gestion d'actifs, en particulier en ce qui concerne les questions ESG. À cet effet, les investisseurs doivent promouvoir l'utilisation des outils tels que la *Global Reporting Initiative* et plaider en faveur d'une intégration des considérations ESG dans les rapports financiers des sociétés émettrices. Plus spécifiquement par rapport à l'exercice des droits d'actionnaires, le troisième principe des UN-PRI préconise que les investisseurs soutiennent « *les initiatives et résolutions d'actionnaires en faveur de la divulgation des informations relatives aux questions ESG* ».

B. Les Global Stewardship Principles de l'International Corporate Governance Network

Les *Global Stewardship Principles* de l'*International Corporate Governance Network* (ci-après ICGN-GSP) émanent directement du secteur financier.⁹⁶⁹ En réponse à la préoccupation accrue des investisseurs quant aux questions ESG, cet ensemble de sept principes fondamentaux, chacun détaillé dans une directive propre, a été développé suite à une consultation avec les membres du ICGN⁹⁷⁰ pour être ensuite ratifié en été 2016 lors de la conférence annuelle du ICGN à San Francisco. L'objectif était de mettre en place un référentiel international, développé par les entités concernées elles-mêmes, qui répertorie les bonnes pratiques des investisseurs institutionnels et des gérants d'actifs dans l'accomplissement de leur fonction d'intendance (*stewardship function*).⁹⁷¹ Ce référentiel s'adresse à des investisseurs internationaux qui cherchent à partager un ensemble de standards globaux en matière d'investissement de portefeuille. Il sert notamment de point d'ancrage pour l'investissement dans des marchés

⁹⁶⁹ Les ICGN-GSP (2016) sont disponibles en anglais sur le site de l'ICGN : <http://icgn.flpbks.com/icgn-global-stewardship-principles/#p=1> (consulté le 3 septembre 2019).

⁹⁷⁰ Notons que les membres du ICGN sont des investisseurs institutionnels, des gérants d'actifs et des consultants provenant de 45 pays représentant un montant total d'actifs de 26 trillions USD. La liste des membres est publiquement disponible sur le site du ICGN : www.icgn.org/members/our-members (consulté le 3 septembre 2019).

⁹⁷¹ ICGN-GSP (2016), préambule, 5.

qui ne disposent pas de codes de bonne conduite locaux ou en cas d'investissement dans des marchés multiples avec des codes de bonne conduite divergents.⁹⁷²

L'idée centrale, qui implique que les investisseurs institutionnels doivent agir dans le meilleur intérêt de leurs bénéficiaires, s'étend sur l'ensemble des principes suivants :

a) *Exercice des droits d'actionnaires*

Le cinquième principe expose différents moyens au travers desquels les investisseurs institutionnels peuvent s'acquitter de ladite mission dans l'exercice des droits de vote :

- La diffusion publique des politiques de vote, y compris une communication sur les cas de figure où un investisseur choisirait de renoncer à exercer ses droits de vote.⁹⁷³
- L'abstention ou le rejet des propositions du conseil d'administration qui sont considérées comme étant incompatibles avec les bonnes pratiques de gouvernance. Dans ce cas, l'investisseur fournira aux sociétés émettrices une explication des motifs de rejet ou d'abstention, de préférence avant l'assemblée générale.⁹⁷⁴
- La diffusion régulière et publique du comportement de vote sur le site internet des institutions.⁹⁷⁵
- L'établissement de directives à propos du dialogue avec les sociétés émettrices.⁹⁷⁶
- La divulgation d'un éventuel recours aux services des *proxy advisors*. Cela comprend également la divulgation de l'identité du *proxy advisor* consulté et une information permettant d'évaluer la mesure dans laquelle les recommandations seront suivies. Il est également rappelé que la consultation d'un *proxy advisor* ne libère pas les investisseurs du devoir de prendre des décisions de vote informées et de surveiller que les droits de vote soient effectivement exercés conformément à leurs propres politiques de vote.⁹⁷⁷

⁹⁷² ICGN-GSP (2016), préambule, 6.

⁹⁷³ ICGN-GSP (2016), principe 5.1 « *Voting policies* » (traduction de l'auteure).

⁹⁷⁴ ICGN-GSP (2016), principe 5.2 « *Decision making* » (traduction de l'auteure).

⁹⁷⁵ ICGN-GSP (2016), principe 5.3 « *Voting records* » (traduction de l'auteure). Si le principe 5.3 ne se prononce pas sur la fréquence de diffusion, on peut supposer une publication annuelle correspondant au rythme du vote des assemblées générales.

⁹⁷⁶ ICGN-GSP (2016), principe 5.4 « *Vote confirmation* » (traduction de l'auteure).

⁹⁷⁷ ICGN-GSP (2016), principe 5.5 « *Voting services* » (traduction de l'auteure).

- La divulgation de l'approche relative à la pratique du prêt de titres (*securities lending*).⁹⁷⁸

b) Investissement responsable et considération des critères ESG

Le sixième principe des ICGN-GSP marque l'adaptation de l'ICGN à la pratique du marché et à la tendance normative en matière de responsabilité fiduciaire des investisseurs. Contrairement aux travaux précédents de l'ICGN (notamment les *Statement of Principles for Institutional Investor Responsibilities* de 2007 remplacés par les ICGN-GSP),⁹⁷⁹ le sixième principe des ICGN-GSP prône explicitement une approche d'investissement à long terme comprenant notamment la considération des facteurs ESG pertinents :⁹⁸⁰

Pour mettre en œuvre ce principe, les ICGN-GSP suggèrent aux investisseurs et gestionnaires d'actifs :

- de favoriser une approche axée sur le rendement à long terme et d'adapter les pratiques d'investissement à l'horizon de placement des bénéficiaires ;⁹⁸¹
- de sensibiliser les sociétés émettrices au sujet des risques et opportunités des facteurs ESG, ainsi qu'à tous les autres facteurs susceptibles d'influencer les perspectives de rentabilité à long terme des sociétés ;⁹⁸²
- de contribuer à l'atténuation des menaces systémiques relatives au développement général de l'économie, à la qualité des marchés financiers et à la stabilité économique en général. À cet effet, les investisseurs et les gestionnaires d'actifs sont invités à sacrifier la création de la valeur à court-terme au bénéfice du respect de certains standards fondamentaux comme la lutte contre la corruption et le respect des droits de l'homme ;⁹⁸³
- d'identifier des pistes permettant d'analyser, de surveiller et d'évaluer les risques et opportunités relatives aux facteurs ESG, notamment lors de l'exercice des droits de vote et de l'engagement actionnarial ;⁹⁸⁴
- d'encourager les sociétés émettrices à communiquer leurs données financières de manière intégrée avec des données ESG (*reporting*

⁹⁷⁸ ICGN-GSP (2016), principe 5.6 « *Stock lending* » (traduction de l'auteure).

⁹⁷⁹ ICGN-GSP (2016), préambule.

⁹⁸⁰ ICGN-GSP (2016), principe 6 : « *Investors should promote the long-term performance and sustainable success of companies and should integrate material [ESG] factors in stewardship activities* ».

⁹⁸¹ ICGN-GSP (2016), principe 6.1 « *Long-term focus* » (traduction de l'auteure).

⁹⁸² ICGN-GSP (2016), principe 6.2 « *Awareness and understanding* » (traduction de l'auteure).

⁹⁸³ ICGN-GSP (2016), principe 6.3 « *Systemic threats* » (traduction de l'auteure).

⁹⁸⁴ ICGN-GSP (2016), principe 6.4 « *ESG integration* » (traduction de l'auteure).

intégré) dans le but de mieux enraciner le concept de durabilité dans la gestion d'actifs.⁹⁸⁵

2. En Suisse: les lignes directrices pour les investisseurs institutionnels en vue de l'exercice des droits sociaux dans les sociétés anonymes (LDII)

Élaborées par un groupement d'investisseurs institutionnels, de *proxy advisors*, ainsi que par des représentants de l'économie suisse, les LDII constituent le premier référentiel suisse commun aux investisseurs institutionnels. La publication des LDII en janvier 2013 s'est inscrite dans un contexte de pression politique accrue sur les investisseurs institutionnels, trois mois avant que l'approbation de l'initiative populaire « Minder » ait instauré une obligation de voter pour les institutions de prévoyance.

La responsabilité des investisseurs envers les bénéficiaires constitue le fil conducteur des principes établis dans les lignes directrices. En résumé et de manière simplifiée les LDII préconisent :

- que les droits sociaux soient exercés « *lorsque la charge en découlant est justifiable par rapport aux intérêts des bénéficiaires et semble appropriée* » (principe 1) ;
- que les droits sociaux doivent être exercés dans l'intérêt des bénéficiaires et, à cet égard, les investisseurs institutionnels doivent se laisser guider par une vision à long terme et durable dans la mesure où les directives de placement n'en disposent pas autrement (principe 2) ;
- que le transfert de l'exercice du droit de vote dans le cadre d'un mandat de gestion de fortune ou le recours aux services de consultants en droit de vote est autorisé, mais que l'exercice des droits sociaux demeure la responsabilité pleine et entière des investisseurs (principe 3) ;
- que les investisseurs rendent leurs principes et procédures de vote accessibles aux bénéficiaires (principe 4) et qu'ils communiquent, au moins une fois par an, comment ils ont exercés les droits sociaux (principe 5). À la différence des ICGN-GSP, les LDII n'exigent pas une divulgation publique.

⁹⁸⁵ ICGN-GSP (2016), principe 6.5 « *Integrated reporting* » (traduction de l'auteure).

Section II Les devoirs des organes de l'institution de prévoyance

Le devoir de loyauté des membres de l'organe décisionnel des institutions de prévoyance est régi généralement par la LPP et, plus spécifiquement en ce qui concerne l'exercice des droits de vote, par la Constitution fédérale et l'ORAb.

1. Le devoir général de loyauté

Les qualités professionnelles des personnes chargées de l'administration ou de la gestion des institutions de prévoyance ne font l'objet d'aucune prescription légale. Sous l'intitulé « *intégrité et loyauté des responsables* », l'art. 51b al. 1 LPP dispose seulement que ces personnes doivent jouir d'une bonne réputation et offrir toutes les garanties d'une activité irréprochable.

L'art. 51b al. 2 LPP impose aux organes de l'institution de prévoyance une obligation générale de servir les intérêts de leurs assurés. Le corollaire du devoir de loyauté est le devoir d'impartialité. On peut même dire que le devoir de loyauté comporte de façon indispensable un double devoir d'impartialité : d'une part, les organes décisionnels des institutions doivent gérer de façon impartiale les conflits d'intérêts qui peuvent surgir entre les différents bénéficiaires et, d'autre part, ils doivent éviter d'agir pour leurs propres intérêts. À cette fin, l'art. 51b al. 2 LPP prévoit plus généralement que les personnes en charge de la gestion ou de l'administration d'une institution de prévoyance doivent veiller « *à ce que leur situation personnelle et professionnelle n'entraîne aucun conflit d'intérêts* ».

En ce qui concerne les droits d'actionnaires en particulier, l'art. 49a al. 2 let. b OPP2, dispose que les organes suprêmes de l'institution de prévoyance ont l'obligation de définir les règles applicables à l'exercice des droits d'actionnaires de l'institution de prévoyance.

2. Le devoir de voter

Avec l'introduction dans la Constitution de l'art. 95 al. 3 let. a disposant que « *[l]es caisses de pension votent dans l'intérêt de leurs assurés et communiquent ce qu'elles ont voté* » et la transposition consécutive dans l'ORAb, les obligations des personnes chargées de la gestion et de l'administration au sein des institutions

de prévoyance ont pris une nouvelle ampleur : depuis le 1^{er} janvier 2015,⁹⁸⁶ les institutions de prévoyance soumises à la loi sur le libre passage dans la prévoyance professionnelle, vieillesse, survivants et invalidité (LFLP),⁹⁸⁷ sont tenues d'exercer les droits de vote liés aux actions qu'elles détiennent (art. 22 al. 1 ORAb). L'idée du devoir de loyauté envers les bénéficiaires y est clairement ancrée puisque le deuxième alinéa du même article stipule que les institutions de prévoyance « *votent dans l'intérêt des assurés* ».

Le devoir de voter de l'ORAb implique une obligation complémentaire qui permet sa mise en œuvre : en ce qui concerne les actions nominatives, les institutions visées doivent préalablement requérir auprès des sociétés en question, une inscription au registre des actions en tant qu'actionnaires avec droit de vote (art. 686 al. 1 CO),⁹⁸⁸ à défaut de quoi les droits sociaux ne peuvent être exercés (art. 685f al. 2 et 3 CO et art. 689a al. 1 CO). Effectivement, il va de soi qu'une obligation de voter présuppose que l'identité du titulaire des droits de vote soit connue. Notons à cet égard que l'inscription des actions nominatives au registre des actions faisait déjà partie de la bonne pratique avant l'entrée en vigueur des art. 22 ORAb, sachant que le premier principe des LDII le préconise.

3. Le devoir de communiquer

Afin de garantir une transparence minimale aux assurés leur permettant d'une part de surveiller que leur institution de prévoyance a effectivement rempli son devoir de voter et, d'autre part,⁹⁸⁹ d'appréhender le comportement de vote qu'elles ont adopté, l'art. 23 ORAb impose l'obligation d'informer les assurés de la manière dont elles ont rempli leur obligation de voter.

S'il est obligatoire de publier les informations sur une base annuelle et au plus tard dans l'année qui suit l'assemblée générale,⁹⁹⁰ les organes suprêmes demeurent libres de trouver une forme de communication adaptée à la structure et à l'organisation de l'institution. Différentes formes de communication sont envisageables : la publication sur le site internet de l'institution, dans le rapport annuel ou dans l'annexe de ce dernier ou encore dans un rapport spécifique sur

⁹⁸⁶ L'entrée en vigueur des normes applicables aux institutions de prévoyance avait été décalée d'un an par rapport à l'entrée en vigueur du reste des dispositions de l'ORAb (art. 27 al. 2 ORAb en relation avec l'art. 33 ORAb), afin de laisser aux institutions de prévoyance un temps suffisant pour adapter leurs règlements d'organisation aux nouvelles exigences.

⁹⁸⁷ RS 831.42.

⁹⁸⁸ Rapport explicatif AP-ORAb (2013), 28 ; MALACRIDA/SPILLMANN (2013), 507 ; BOHRER, BSK-VegüV (2015), art. 22 N 23 ; APPENZELLER/MÜLLER, Praxiskommentar VegüV (2015), art. 22 N 60.

⁹⁸⁹ BAHAR/KARAMETAXAS, CR CO II (2017), art. 23 ORAb N 2. Sur les mérites des devoirs de communication imposés aux investisseurs institutionnels, voir *infra*, troisième partie, chapitre 2, section III 1.

⁹⁹⁰ Rapport explicatif AP-ORAb (2013), 29 ; BAHAR/KARAMETAXAS, CR CO II (2017), art. 23 N 7.

les exercices des droits d'actionnaires.⁹⁹¹ Le moment de la publication le plus opportun est selon nous la fin de la saison des assemblées générales des sociétés dont l'exercice correspond à l'année civile, soit à la fin du mois de juin ou dans le courant du mois de juillet au plus tard.⁹⁹²

Outre le point concernant la divulgation rétrospective, il ressort de l'art. 22 al. 2 ORAb un devoir de divulgation prospective dans la mesure où les institutions de prévoyance sont tenues de fixer leur politique de vote dans un règlement.⁹⁹³ Les informations relatives à l'exercice des droits de vote viennent se rajouter à la liste de l'art. 86b al. 1 LPP, selon lequel l'institution de prévoyance doit renseigner chaque année ses assurés de manière adéquate sur leur propre situation d'assuré (droits aux prestations, salaire coordonné, taux de cotisation et avoir de vieillesse, organisation et le financement de l'institution, ainsi qu'au sujet de l'identité des membres de l'organe paritaire).⁹⁹⁴

4. Les limites de l'obligation de voter et de communiquer

L'introduction des obligations de voter et de communiquer a non seulement induit un tournant décisif pour les institutions de prévoyance professionnelle, mais elles ont également ébranlé un des principes clés du droit de la société anonyme, à savoir la limitation des obligations des actionnaires à la libération des actions (art. 680 al. 1 CO). En effet, le droit suisse ne connaissait à ce jour aucune obligation pour les actionnaires de voter ou de faire des versements supplémentaires et aucun devoir de fidélité.⁹⁹⁵ Vu cette ingérence drastique dans le système du droit de la société anonyme et, eu égard, aux sanctions pénales prévues (art. 25 ORAb),⁹⁹⁶ les obligations de voter et de communiquer de l'ORAb ont été aménagées de manière restrictive.

⁹⁹¹ BAHAR/KARAMEXAS, CR CO II (2017), art. 23 ORAb N 7 ; dans le même sens : BOHRER, BSK- VegüV, art. 23 N 8 ; Rapport explicatif AP-ORAb (2013), 29.

⁹⁹² BAHAR/KARAMEXAS, CR CO II (2017), art. 23 N 8 ; dans le même sens : PHILIPPIN (2014), 322.

⁹⁹³ STOFFEL/PERRIARD (2016), 473.

⁹⁹⁴ Rapport explicatif AP-ORAb (2013), 29; SPILLMANN, GesKR Kommentar VegüV (2014), art. 23 N 2.

⁹⁹⁵ Faisaient exception avant l'entrée en vigueur de l'obligation de voter, les obligations de publicité du droit boursier concernant les sociétés publiques (art. 120 LIMF) et, au niveau contractuel, d'éventuelles obligations imposées dans le cadre d'une convention d'actionnaires. Voir à ce sujet : BINDER/GUTZWILLER, (2013), 85 *et seq*, 92 ; HAUSMANN/BECHTOLD-ORTH (2013), 234 ; KURER/KURER, BSK-OR II (2016), art. 680, N 7; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 42 N 1.

⁹⁹⁶ En détail *infra*, troisième partie, chapitre 2 section IV 2.

A. Les limites du champ d'application personnel

Les obligations de voter et de communiquer sont tout d'abord limitées en ce qui concerne le champ d'application personnel.⁹⁹⁷ L'art. 22 al. 1 ORAb limite le cercle des destinataires aux institutions de prévoyance soumises à LFLP. Par cette loi, sont visées toutes les institutions de prévoyance de droit privé ou de droit public enregistrées selon l'art. 48 LFLP qui, sur la base de leur règlement, accordent un droit de prestations à leurs assurés lorsqu'ils atteignent la limite d'âge prévue ou en cas de décès ou d'invalidité (art. 1 al. 2 LFLP). En raison du principe de territorialité et du champ d'application de la LFLP, seules les institutions de prévoyance suisses sont concernées.⁹⁹⁸

Inversement, le champ d'application personnel tel que défini à l'art. 22 al. 1 ORAb implique nécessairement l'exclusion des obligations de voter et de communiquer de toute une série d'institutions.⁹⁹⁹ Il en va ainsi, notamment, des fonds de compensation AVS/AI/APG qui ne constituent pas des institutions de prévoyance au sens de la LFLP dans la mesure où ils ne se financent pas selon le principe de la contribution.¹⁰⁰⁰ Bien que les fonds de compensation AVS/AI/APG ne soient pas visés par les art. 22 et 23 ORAb, force est de constater que leur règlement interne stipule qu'ils comptent exercer leurs droits de vote auprès de toutes les sociétés suisses dont les actions sont cotées en Suisse ou à l'étranger.¹⁰⁰¹

B. Les limites matérielles

Sur le plan matériel, même si les art. 22 et 23 ORAb ne le mentionnent pas explicitement, les obligations de voter et de communiquer se limitent aux actions qui entrent dans le champ d'application de l'ORAb, tel que défini à son article 1^{er}, alinéa 1.¹⁰⁰²

⁹⁹⁷ Les champs d'application des art. 22 et 23 ORAb sont identiques ; voir BAHAR/KARAMETAXAS, CR CO II, art. 23 N 3 ; SPILLMANN, GesKR Kommentar VegüV (2014), art. 23 N 1.

⁹⁹⁸ BOHRER, BSK-VegüV (2015), art. 22 N 9 ; SPILLMANN, GesKR Kommentar VegüV (2014), art. 22 N 2.

⁹⁹⁹ SPILLMANN, GesKR Kommentar VegüV (2014), art. 22 N 3 ; APPENZELLER/MÜLLER, Praxiskommentar VegüV (2014), art. 22 N 20.

¹⁰⁰⁰ Voir WOHLMANN (2013), 463 ; SPILLMANN, GesKR Kommentar VegüV (2014), art. 22 N 2 ; APPENZELLER/MÜLLER, Praxiskommentar VegüV (2014), art. 22 N 22 ; BOHRER, BSK-VegüV (2015), art. 22 N 10 ; MALACRIDA/SPILLMANN (2013), 505. Sur la délimitation des fonds de compensation AVS/AI/APG par rapport aux institutions de prévoyance professionnelle, *supra* première partie, chapitre 3, section IV 1 A e.

¹⁰⁰¹ Fonds de compensation AVS/AI/APG, Règlement du Conseil d'administration relatif à l'exercice des droits de vote, document 2200, mars 2010, préambule.

¹⁰⁰² SPILLMANN, GesKR Kommentar VegüV (2014), art. 22 N 4 ; BOHRER, BSK-VegüV (2015), art. 22 N 11 ; APPENZELLER/MÜLLER, Praxiskommentar VegüV (2014), art. 22 N 22 ; MALACRIDA/SPILLMANN (2013), 505.

a) *Les actions des sociétés anonymes suisses cotées en bourse*

Premièrement, on peut constater que seules les actions des sociétés anonymes suisses cotées auprès d'une bourse en Suisse ou à l'étranger font l'objet d'une obligation de voter et de communiquer. Cette restriction découle également d'une interprétation systématique de la base constitutionnelle qui vise explicitement les sociétés anonymes suisses cotées en bourse en Suisse (art. 95 al. 3 Cst.).¹⁰⁰³

b) *Les actions détenues de manière directe*

Deuxièmement, une interprétation littérale de l'art. 22 al. 1 ORAb peut mener à l'interprétation que l'obligation de voter s'applique uniquement aux actions que les institutions de prévoyance détiennent directement.¹⁰⁰⁴ Au contraire, cela implique concrètement que les obligations de voter et de communiquer ne s'appliquent pas aux droits de vote rattachés aux actions détenues par l'intermédiaire d'un fonds ou d'une fondation de placement. Selon le Conseil fédéral, l'obligation de voter dans l'intérêt des assurés implique qu'ils aient des intérêts directement identifiables, raison pour laquelle elle ne saurait être étendue aux institutions qui n'ont pas d'assurés directs comme les fonds de compensation de l'AVS, de l'AI, de l'APG et aux fondations de placement.¹⁰⁰⁵ Dans son message relatif à la transposition des dispositions de l'ORAb au niveau de la loi formelle, le Conseil fédéral signale en outre que dans le cas des fondations de placement, les difficultés d'identifier les intérêts des assurés sont exacerbées par leur hétérogénéité, étant donné que « *les institutions de prévoyance parties n'ont souvent pas de lien entre elles* »¹⁰⁰⁶ et qu'elles sont en réalité uniquement liées « *par le but de leurs placements* ». ¹⁰⁰⁷

Il n'est toutefois pas impossible qu'une institution de prévoyance puisse prévoir contractuellement ou dans le règlement de placement que les droits de vote détenus indirectement seront exercés selon sa politique de vote et en conformité avec les exigences de l'ORAb.¹⁰⁰⁸ Établir une convention entre l'institution de prévoyance et la direction de fonds ou la SICAV ou encore accorder à l'institution de prévoyance une procuration pour l'exercice des droits de vote dans le sens de sa politique pourraient être d'autres manières

¹⁰⁰³ MALACRIDA/SPILLMANN (2013), 505.

¹⁰⁰⁴ Rapport explicatif AP-ORAb (2013), 28 ; voir également BOHRER, BSK-VegüV (2015), art. 22 N 15.

¹⁰⁰⁵ Message du Conseil fédéral concernant la modification du code des obligations (Droit de la société anonyme) du 23 novembre 2016, FF 2017 FF 402.

¹⁰⁰⁶ *Ibid.*

¹⁰⁰⁷ *Ibid.*

¹⁰⁰⁸ KOHLER/SIERRO (2015), 524 ; Rapport additionnel ORAb (2013), 12 ; SFAMA, information spécialisée (2012), N 5.

d'appliquer la politique de vote de l'institution de prévoyance aux actions détenues par un véhicule de placement collectif.¹⁰⁰⁹

La délimitation matérielle aux actions détenues de manière directe est toutefois problématique car elle permettrait à une institution de prévoyance d'échapper aux obligations de voter et de communiquer en plaçant sa fortune dans un placement collectif dont elle est le seul investisseur. Si la constitution d'un fonds à investisseur unique est permise en droit suisse pour autant qu'il s'agisse d'un investisseur au sens des art. 10 al. 3 let. b ou c LPCC¹⁰¹⁰ (art. 7 al. 3 LPCC en lien avec l'art. 5 al. 4 OPCC), elle donne lieu à un conflit entre l'obligation de voter et de communiquer de l'ORAb et le régime de propriété de la LPCC. En effet, lorsqu'une institution de prévoyance détient des actions par le biais d'un fonds à investisseur unique, c'est la direction du fonds, respectivement la SICAV, qui est titulaire des droits de vote (art. 23 al 1 LPCC), dans la mesure où les actifs appartiennent au placement collectif.¹⁰¹¹

Si le Conseil fédéral dans le rapport additionnel de l'ORAb¹⁰¹² ainsi que la SFAMA,¹⁰¹³ ont proposé d'étendre les obligations de voter et de communiquer au cas particulier d'un fonds à investisseur unique, l'ASIP¹⁰¹⁴ et de nombreux auteurs,¹⁰¹⁵ se sont prononcés en faveur d'une interprétation restrictive selon laquelle la détention indirecte par le biais d'un fonds à investisseur unique n'entraîne pas une obligation de voter au sens de l'ORAb. Or, si l'on admettait cette option, la constitution d'un tel fonds permettrait à une institution de prévoyance de contourner l'obligation voter et de communiquer et ainsi de vider les art. 22 ss ORAb de leur sens. Selon nous, le risque que les obligations de voter et de communiquer soient contournées par la création d'un fonds à investisseur unique justifie une modification de la réglementation des placements collectifs. Le projet de la LPP qui élèvera l'art. 22 ORAb au niveau de la loi formelle, confirme et renforce cette interprétation en mentionnant explicitement que les institutions de prévoyance exercent également les droits de vote lorsqu'elles contrôlent le fonds (art. 71a al. 1 P-LPP).

¹⁰⁰⁹ KOHLER/SIERRO (2015), 524.

¹⁰¹⁰ C'est à dire une assurance soumise à une surveillance, une corporation de droit public ou une institution de prévoyance professionnelle dont la trésorerie est gérée à titre professionnel.

¹⁰¹¹ KOHLER/SIERRO (2015), 523.

¹⁰¹² Rapport additionnel ORAb, 12.

¹⁰¹³ SFAMA, information spécialisée (2012), N 5.

¹⁰¹⁴ ASIP, Recommandation n° 98 (2014), 2.

¹⁰¹⁵ SPILLMANN, GesKR Kommentar VegüV (2014), art. 22 N 6 ; BOHRER, BSK-VegüV (2015), art. 22 N 16 ; KOHLER/SIERRO (2015), 524 (reconnaissant toutefois que dans le cas d'une détention indirecte par le biais d'un fonds à investisseur unique, l'institution de prévoyance « *aura, en pratique et par souci de cohérence, intérêt à ce que les droits de vote de ces actions soient exercés selon la politique qu'elle aura défini pour les actions qu'elle détient directement* »).

Un autre argument en faveur d'une extension du champ d'application matériel des art. 22 et 23 ORAb aux actions détenues par un fonds à investisseur unique est fondé sur le devoir de loyauté. Ce dernier exige que les droits de vote soient exercés dans l'intérêt des bénéficiaires. Lorsqu'un fonds est entièrement détenu par une institution de prévoyance, il paraît évident que les intérêts des assurés au sens de l'art. 20 al. 1 let. a et 23 al. 1 LPCC convergent avec les intérêts des assurés de l'institution de prévoyance de l'art. 22 al. 2 et 4 ORAb. Par conséquent, il convient de considérer que l'obligation d'exercer les droits de vote dans l'intérêt des assurés s'étend également au cas où l'investisseur unique détient entièrement l'institution de prévoyance, dans la mesure où ils ont en fin de compte le même cercle de bénéficiaires.

c) Les propositions soumises au vote entrant dans le domaine de l'ORAb

Troisièmement, l'obligation de voter est limitée en ce qui concerne les propositions soumises au vote de l'assemblée générale. En effet, l'art. 22 al. 1 ORAb fournit un catalogue exhaustif limitant les obligations de voter et de communiquer aux points à l'ordre du jour liés à l'objet de l'ordonnance. Ceci veut dire que les élections des membres du conseil d'administration, du président du conseil d'administration, des membres du comité de rémunération et du représentant indépendant (let. a) ; les dispositions statutaires requises selon l'art. 12 ORAb (let. b), à savoir l'adoption et la modification des dispositions portant principalement sur les tâches et la compétence des organes dirigeants ; ainsi que les votes sur la rémunération selon les art. 18 et 31 ch. 3 ORAb. Par conséquent, pour tous les autres points inscrits à l'ordre du jour, aucune obligation de voter et de communiquer n'existe.

L'étendue de l'obligation de voter des institutions de prévoyance est également limitée par l'objectif que les objets à l'ordre du jour doivent permettre aux actionnaires de se faire une idée des décisions à prendre et de se préparer pour l'assemblée générale.¹⁰¹⁶ Ainsi, sachant que seules les propositions qui ont été dûment portées à l'ordre du jour peuvent faire l'objet d'une décision de l'assemblée générale (art. 700 al. 3 CO), l'art. 22 al. 3 ORAb ne s'applique pas aux objets qui n'ont pas été annoncés par le conseil d'administration, ni à celles qui ont été déposés par un actionnaire dans le but de convoquer une assemblée générale extraordinaire, d'instituer un contrôle spécial ou d'élire un organe de révision.

¹⁰¹⁶ DUBS (2008), N 17 ; MAIZAR (2012), 239.

C. La possibilité de l'abstention au vote

La limitation la plus importante de l'obligation de voter est la possibilité de l'abstention au vote, admise explicitement à l'art. 22 al. 3 ORAb, si cette abstention reflète l'intérêt des assurés.

Signalons d'abord que l'abstention ne peut pas être mise sur un pied d'égalité avec la renonciation anticipée au vote, autorisée dans la version de l'avant-projet de l'ORAb (art. 22 al. 3 AP-ORAb) pour libérer les institutions de prévoyance de charges administratives supplémentaires que cela implique. Une abstention doit être le fruit d'une décision rationnelle et consciente, prise au cas par cas, et pour chaque objet individuellement.¹⁰¹⁷ Il est dès lors interdit qu'un organe suprême d'une institution décide par avance et de manière systématique de s'abstenir à exercer ses droits de vote.

Cela signifie concrètement que les institutions de prévoyance peuvent, en principe, s'abstenir de voter lorsqu'il n'existe aucun motif significatif pour approuver ou refuser la proposition en question.¹⁰¹⁸ En prenant la décision de s'abstenir, les membres de l'organe suprême doivent toutefois tenir compte du fait que dans les sociétés dans lesquelles l'assemblée générale prend ses décisions à la majorité absolue une abstention au vote revient, dans les faits, au même résultat qu'un rejet de la proposition.¹⁰¹⁹ Ce n'est que dans les sociétés dont les statuts dérogent à la majorité absolue de l'art. 703 CO, que l'abstention au vote n'aura pas de répercussions sur le résultat du vote.¹⁰²⁰ Dans les autres cas, l'organe suprême qui s'apprête à s'abstenir doit s'interroger si l'intérêt de ses assurés sous-entend le rejet de la proposition plutôt qu'un comportement passif.

D. La transparence relative du devoir de communiquer

Le devoir de communiquer est limité par le fait que l'art. 23 al. 2 ORAb exige une communication détaillée seulement lorsque les institutions de prévoyance s'écartent des propositions du conseil d'administration ou si elles s'abstiennent de voter. Il en résulte *a fortiori* que pour tous les objets à l'ordre du jour approuvés, les organes responsables des institutions de prévoyance peuvent limiter leur communication à une représentation sous forme de tableau

¹⁰¹⁷ Rapport additionnel ORAb (2013), 12 ; voir également SPILLMANN, GesKR Kommentar VegüV (2014), art. 22 N 9.

¹⁰¹⁸ Rapport explicatif AP-ORAb (2013), 29.

¹⁰¹⁹ APPENZELLER/MÜLLER, Praxiskommentar VegüV (2014), art. 22 N 57; HUBACHER (2014), N 31.

¹⁰²⁰ Voir à ce sujet PETER/CAVADINI, CR-CO II (2017), art. 704 N 7 : La majorité qualifiée au sens de l'art. 704 al. 1 CO se calcule non pas sur la base des voix exprimées mais des voix présentes ou représentées. Dès lors, les voix nulles et les abstentions sont prises en compte et donc considérées comme votant contre la décision proposée.

contenant des réponses de type oui/non pour les objets soumis au vote. Cela signifie que l'ORAb ne prescrit pas une transparence absolue, mais uniquement une transparence liée à la stratégie poursuivie dans l'exercice des droits de vote. Il suffit alors d'indiquer les raisons sous-jacentes justifiant une abstention ou une opposition aux propositions du conseil d'administration.¹⁰²¹

Le choix du législateur de renoncer à instaurer une transparence absolue nous paraît regrettable. Il est vrai que la charge administrative supplémentaire d'une transparence absolue pourrait s'opposer à l'intérêt des assurés de garder les coûts de gestion bas, surtout si l'on tient compte du fait que ces derniers ne peuvent pas, en principe, quitter l'institution s'ils sont mécontents avec sa gestion.¹⁰²² En même temps, et cela est la raison pour laquelle nous nous prononçons en faveur d'une transparence absolue, une divulgation limitée à la stratégie de vote, comporte le risque que le doute par rapport à un objet soumis au vote, bénéficie au conseil d'administration, étant donné que les institutions tendent à approuver davantage les propositions du conseil d'administration.¹⁰²³ Or, comme le rappellent pertinemment STOFFEL et PERRIARD, une telle incitation de voter de manière systématique en faveur des propositions du conseil d'administration était déjà une préoccupation avec la représentation des actionnaires par la banque dépositaire (art. 689d al. 2 CO), prohibée depuis l'entrée en vigueur de l'ORAb pour les sociétés cotées en bourse (art. 11 ORAb).¹⁰²⁴

E. La limitation de l'information communiquée aux assurés

L'étendue de l'obligation de communiquer est en outre limitée par le fait que l'information requise par l'art. 23 ORAb ne s'adresse qu'aux assurés. Autrement dit, les institutions de prévoyance ne sont pas tenues de diffuser publiquement les informations requises, même si cela reste possible, sachant que l'art. 23 ORAb ne pose que les exigences minimales de la communication.¹⁰²⁵

¹⁰²¹ BOHRER, BSK-VegüV (2015), art. 23 N 10 ; SPILLMANN, GesKR-Kommentar VegüV (2014), art. 23 N 3 ; PHILIPPIN (2014), 322 ; *contra*: APPENZELLER/MÜLLER, Praxiskommentar VegüV (2014), art. 23 N 13 ; HUBACHER (2014), N 34 qui estiment qu'une explication du comportement de vote n'est pas nécessaire.

¹⁰²² En ce sens : Rapport additionnel ORAb (2013), 4 ; APPENZELLER/MÜLLER, Praxiskommentar VegüV (2014), art. 23 N 4 ; WOHLMANN/BOSSY (2012), N 15.

¹⁰²³ Cette crainte a notamment été évoquée par SPILLMANN, GesKR Kommentar VegüV (2014), art. 23 N 2 ; voir également STOFFEL/PERRIARD (2016), 474.

¹⁰²⁴ STOFFEL/PERRIARD (2016), 474.

¹⁰²⁵ La limitation de l'étendue du cercle des destinataires de la communication suscite des interrogations quant à l'efficacité de la transparence, voir à ce sujet *infra*, troisième partie, chapitre 2, section III 4.

F. Les exigences de l'ORAb comme standards minimaux

À la lumière de ce qui précède, il apparaît que la bonne pratique prévoit des exigences plus élevées que les dispositions impératives de l'ORAb. Le fait que les actions détenues indirectement par une institution de prévoyance n'entrent pas dans le champ d'application matériel de l'obligation de voter au sens de l'art. 22 ORAb, ne signifie pas que les institutions de prévoyance ne devraient pas, au niveau de la bonne pratique, faire usage de leur possibilité d'influence en exprimant leurs préférences concernant les objets à l'ordre du jour soumis au vote.

Section III La transparence et la communication du vote

L'amélioration de la transparence par l'introduction des devoirs de divulgation du comportement de vote est la mesure la plus souvent préconisée pour responsabiliser les investisseurs institutionnels et pour protéger les bénéficiaires finaux.¹⁰²⁶

1. Les mérites de la transparence

D'une manière générale, l'objectif des devoirs de divulgation est de corriger les effets délétères de l'asymétrie d'information entre les organes décisionnels au sein des institutions et les bénéficiaires et, le cas échéant, protéger ces derniers contre les abus des premiers. Dans ce contexte, la transparence et la communication de vote sont censées permettre aux bénéficiaires de veiller constamment si les investisseurs institutionnels agissent effectivement conformément à leurs intérêts et qu'ils s'impliquent dans le contrôle des sociétés cotées. En effet, il est difficilement concevable d'imaginer les institutions dans un rôle d'investisseurs responsables s'ils ne doivent pas rendre de comptes et communiquer comment ils remplissent cette fonction. Le principal objectif des devoirs de divulgation est ainsi d'informer les bénéficiaires et d'assurer un minimum de reddition de comptes (*accountability*). Les devoirs de transparence facilitent en outre la gestion de conflits d'intérêts réels ou potentiels que soulève l'engagement des investisseurs institutionnels et constituent, dès lors, un moyen de garantir leur indépendance.

On peut d'ailleurs admettre que les investisseurs institutionnels qui sont tenus de divulguer leur comportement de vote se voient incités à s'engager davantage dans le contrôle des sociétés,¹⁰²⁷ ce qui permettrait idéalement

¹⁰²⁶ Voir par exemple DAVIS, *in* : Hawley *et al.* (2015), 471.

¹⁰²⁷ HAUSMANN/BECHTOLD-ORTH (2013), 238 *et seq.*

d'augmenter le taux de participation au vote des assemblées générales et, en fin de compte, de réduire le coûts d'agence.¹⁰²⁸

2. L'inefficacité des forces du marché et les coûts de la transparence

L'introduction des obligations de transparence et de communication du vote apporte également son lot de problèmes et de défis. Avant tout, la divulgation d'information implique des coûts, coûts qui seront en fin de compte reportés sur les bénéficiaires. Il n'est donc pas surprenant que les devoirs de divulgation imposés aux investisseurs institutionnels étaient pendant longtemps considérés d'un œil critique par la doctrine. Tout en contestant l'efficacité et l'utilité de la transparence, les voix critiques invoquent une hausse exorbitante des coûts engendrés par de telles obligations. BUXBAUM, par exemple, qualifiait le fait d'imposer des obligations de transparence aux investisseurs institutionnels de « *bureaucratic power-exercise problem* ». ¹⁰²⁹ En préconisant que la communication du vote devrait être facultative, ces auteurs misent sur les seules forces du marché pour prétendre que les investisseurs votent dans l'intérêt des bénéficiaires. Ces derniers peuvent, selon eux, toujours emprunter la voie d'*exit* s'ils estiment que leur intérêt n'est pas suffisamment pris en compte.¹⁰³⁰

En ce qui concerne la divulgation obligatoire des votes en droit européen, SCHMOLKE avait exprimé des doutes sérieux sur le fait que les forces du marché arrivent à rendre les gestionnaires des investisseurs institutionnels plus attentifs aux préférences des bénéficiaires.¹⁰³¹ Il argumente que les bénéficiaires ne sont, en règle générale, pas en mesure de changer librement et aisément leur institution de prévoyance et qu'ils n'ont souvent pas choisi eux-mêmes l'institution à laquelle ils sont affiliés. Quant aux bénéficiaires des fonds de placements, ils disposent de plus de possibilités pour se départir de leurs fonds en cas de désaccord, mais si l'on tient compte de la grande asymétrie d'information, il faut reconnaître que même pour ces bénéficiaires *exit* se révèle plutôt être une option théorique qu'un choix réel.

Par rapport au droit américain, c'est le même raisonnement qui a conduit PALMITER à se déclarer favorable à une transparence obligatoire du vote, dans la mesure où les devoirs fiduciaires des investisseurs institutionnels représentent

¹⁰²⁸ CHABLOZ (2012), N 668 (par rapport à la transparence de la rémunération des dirigeants). Sur les conflits d'agence dans la société anonyme et les coûts d'agence, voir *supra*, première partie, chapitre 2, section II 1.

¹⁰²⁹ BUXBAUM (1991), 47; dans le même sens : STAPLEDON, *in* : Parkinson *et al.* (2000), 36.

¹⁰³⁰ *Ibid.*

¹⁰³¹ SCHMOLKE (2006), 811: « [...] *it seems doubtful that market forces, that is, the entrance-exit option of investors, make investment managers sufficiently responsive to investor preferences* ».

selon lui des « *incitatifs juridiques illusoire*s »¹⁰³² pour assurer que les investisseurs institutionnels votent dans l'intérêt des bénéficiaires.

Il apparaît donc que la principale préoccupation a trait aux coûts que la transparence relative au vote engendre. STOFFEL et PERRIARD illustrent de manière concrète les importantes implications pratiques de la mise en œuvre du devoir de communiquer des institutions de prévoyance soumises au devoir de communiquer de l'art. 23 ORAb : pour chaque assemblée générale, les institutions de prévoyance doivent établir un rapport qui revêt la forme d'un tableau dans lequel une première colonne indique les points à l'ordre du jour soumis au vote et une deuxième colonne dévoile le comportement de vote adopté pour chaque objet (approbation, rejet ou abstention). Une troisième colonne est réservée à la communication plus détaillée en cas de rejet de la proposition ou en cas d'abstention au vote (art. 23 al. 2 ORAb).¹⁰³³ Lorsque l'institution de prévoyance a utilisé les recommandations d'un *proxy advisor*, elle réserve généralement en plus une colonne pour la position de vote du *proxy advisor* consulté, ce qui permet, pour chaque objet à l'ordre du jour, de comparer la recommandation du *proxy advisor* et le comportement de vote réellement adopté. Certaines institutions indiquent dans une dernière colonne prévue à cet effet le taux auquel chaque objet avait approuvé ou rejeté.¹⁰³⁴

Alors que le volume du rapport dépend du nombre de sociétés cotées dans lesquelles l'institution en question détient des participations, dans la mesure où il y a lieu d'établir un tableau pour chaque assemblée générale, STOFFEL et PERRIARD signalent que le rapport synthétique relatif à l'exercice des droits de vote, lorsqu'il est publié en annexe au rapport annuel de l'institution, peut comporter plus d'une centaine de pages.¹⁰³⁵ L'effort que les institutions de prévoyance doivent déployer augmente également avec le nombre de contestations et d'abstentions, dans la mesure où une brève explication est exigée dans ces cas. Face à ces charges considérables, la majorité des institutions de prévoyance délèguent la rédaction et la conception des rapports synthétiques aux *proxy advisors*, notamment en ce qui concerne les explications à donner en cas de rejet et d'abstention.¹⁰³⁶

Bien qu'une communication complète et continue représente *a priori* des surcoûts importants pour les investisseurs institutionnels, la pratique a montré que, du moins en ce qui concerne les grandes et moyennes institutions de

¹⁰³² Traduction par l'auteur. Version originale en anglais de PALMITER (2002), 1472 : « [...] *these legal incentives may be illusory* ».

¹⁰³³ STOFFEL/PERRIARD (2016), 474.

¹⁰³⁴ Voir par exemple le rapport relatif à l'exercice des droits de vote aux assemblées générales des sociétés cotées suisses de la CPEG pour l'année 2015 du 16 janvier 2016.

¹⁰³⁵ STOFFEL/PERRIARD (2016), 474, en indiquant à titre d'exemple que le rapport annuel 2015 de la caisse de pension de la Poste comprenait 163 pour un total de 80 sociétés cotées et celui de la Caisse de prévoyance de l'État du Valais (CPVAL) comprenait 53 pages pour 26 sociétés cotées (n 64).

¹⁰³⁶ STOFFEL/PERRIARD (2016), 474.

prévoyance, les efforts et les coûts engendrés par la communication du vote ne les ont pas dissuadés de s'engager volontairement à assurer la transparence nécessaire à l'exercice de leurs droits de vote. Citons, à titre d'exemple, la caisse de pension Publica qui communique publiquement sur son site internet depuis le 1^{er} janvier 2014, soit depuis l'année qui précède l'entrée en vigueur de l'obligation de communiquer, la manière dont elle exerce ses droits de vote.¹⁰³⁷ Aux États-Unis, une observation similaire avait amené PALMITER à constater en 2002, c'est à dire dans l'année qui précède l'adoption de l'obligation de transparence des votes par la SEC, que des grands fonds de pension, dont le TIAA-CREF et CalPERS, communiquaient déjà des informations extensives sur leur comportement de vote via leurs sites internet.¹⁰³⁸ En fin de compte, il semblerait que pour les grands investisseurs institutionnels, les bénéfices de la transparence et d'une stratégie active peuvent l'emporter sur les coûts liés à la communication de la stratégie et du comportement de vote.¹⁰³⁹

3. La transparence comme corollaire nécessaire des devoirs fiduciaires

Il est fort probable que la grande majorité des bénéficiaires ne profiteront pas immédiatement des informations divulguées. Tout d'abord, en ce qui concerne les bénéficiaires qui n'existent pas encore parce qu'ils font partie d'une génération future, l'information divulguée n'a aucune utilité directe. Quant aux bénéficiaires existants, il faut partir du principe que la majorité d'entre eux ne déploie pas les efforts nécessaires pour analyser les informations complexes qui sont divulguées.¹⁰⁴⁰

Considérant le grand effort et le faible nombre d'assurés qui se livrent réellement à la lecture fastidieuse de ces rapports volumineux, il est légitime de s'interroger sur l'utilité des exigences de transparence relatives à l'exercice des droits de vote. Comme il sera exposé en détail ci-dessous, les bénéficiaires n'ont en fait que de très modestes possibilités de s'exprimer sur leurs préférences à l'égard de l'exercice des droits de vote.¹⁰⁴¹ S'ajoute à cela le fait que leurs moyens de tenir les organes décisionnels pour responsables en ce qui concerne l'exercice des droits de vote sont également extrêmement limités.¹⁰⁴² Si ces constatations sont valables pour toutes les catégories d'investisseurs institutionnels, pour les institutions de prévoyance l'exigence de transparence est de surcroît une

¹⁰³⁷ Voir le site internet de Publica : <https://publica.ch/fr/placements/investir-de-maniere-responsable> (consulté le 3 septembre 2019).

¹⁰³⁸ PALMITER (2002), 1478 *et seq.*

¹⁰³⁹ *Idem*, 1479 *et seq.*

¹⁰⁴⁰ HELLERINGER, *in* : Mathis (2015), 195 ; voir également COFFEE (1984), 717.

¹⁰⁴¹ Voir *infra*, troisième partie, chapitre 3, section III.

¹⁰⁴² Voir *infra*, troisième partie, chapitre 3, section IV.

conséquence logique du devoir de voter, étant donné que sans une communication minimale, aucun contrôle du devoir de voter ne peut être effectué.¹⁰⁴³

Une raison importante des exigences de transparence est leur potentiel d'améliorer la prise de décisions de vote en termes qualitatifs. Nous partageons l'avis de SCHMOLKE à cet égard, comme quoi la simple conscience de la visibilité du comportement de vote incite les gestionnaires de fortune et les membres responsables de l'exercice des droits de vote d'être plus certains dans leurs prises de décisions ce qui permet finalement d'améliorer la qualité de l'engagement actionnarial des investisseurs institutionnels.¹⁰⁴⁴ En résumé, on peut dire que les exigences relatives à la transparence et à la communication des intentions de vote rappellent les personnes responsables de la décision de vote continuellement leur rôle d'intermédiaires et leur responsabilité fiduciaire.¹⁰⁴⁵

4. L'étendue de la transparence et les destinataires de l'information divulguée

L'efficacité de la transparence et de la communication du vote dépend de l'étendue des destinataires à qui l'information divulguée est adressée. Nous l'avons évoqué plus haut, les institutions de prévoyance ne sont pas obligées de divulguer publiquement les informations relatives à l'exercice des droits de vote, bien qu'elles demeurent libres de le faire dans la mesure où l'art. 23 ORAb ne pose que les exigences minimales.¹⁰⁴⁶ À notre avis, une mise à disposition publique de l'information serait cependant souhaitable compte tenu de l'objectif de la base constitutionnelle de l'ORAb qui est « *de protéger l'économie, la propriété privée et les actionnaires* », ainsi que « *d'assurer une gestion d'entreprise durable* » (art. 95 al. 3 Cst.).¹⁰⁴⁷ Une communication publique enverra bien entendu un signal plus fort aux sociétés émettrices dans la mesure où la pression sur les dirigeants sera plus forte.

Une diffusion publique se justifie d'autant plus pour les très grands investisseurs institutionnels ayant la qualité de propriétaires universels (*universal owners*)¹⁰⁴⁸ du fait de la transversalité de leur présence dans l'économie

¹⁰⁴³ Voir *supra*, troisième partie, chapitre 2, section III 1.

¹⁰⁴⁴ SCHMOLKE (2006), 806: « [...] *investment managers, aware of the visibility of their voting behaviour, will most likely make their voting decisions more deliberately.* »; dans le même sens: PALMITER (2002), 1490 et DAVIS, in: Hawley *et al.* (2015), 471.

¹⁰⁴⁵ En ce sens : PALMITER (2002), 1490.

¹⁰⁴⁶ *Supra*, troisième partie, chapitre 2, section II, 4 E.

¹⁰⁴⁷ En ce sens MALACRIDA/SPILLMANN (2013), 507.

¹⁰⁴⁸ Sur la propriété universelle des investisseurs institutionnels, voir *supra*, deuxième partie, chapitre 1^{er}, section I ; sur la propriété universelle comme motif justifiant les stratégies d'investissement responsable, voir *infra* troisième partie, chapitre 3, section I 3 B b.

et de l'impact potentiel de leur engagement actionnarial. De même, pour les investisseurs institutionnels dont le cercle des bénéficiaires n'est pas clairement défini, comme par exemple les fonds souverains, une transparence absolue semble particulièrement opportune.

Section IV La mise en œuvre de la responsabilité des institutions de prévoyance

En cas de manquement à leurs obligations, les membres des organes des institutions de prévoyance engagent leur responsabilité sur le plan civil et pénal.

1. La responsabilité des organes de l'art. 52 LPP

A. La nature particulière de la responsabilité de l'art. 52 LPP

Sur le plan civil, les organes des institutions de prévoyance engagent leur responsabilité contractuelle, car leur activité repose sur un contrat.¹⁰⁴⁹ Selon l'art. 52 al. 1 LPP, les personnes chargées de la gestion, de l'administration ou du contrôle de l'institution de prévoyance peuvent être tenus responsables d'un dommage subi par l'institution de prévoyance lorsqu'ils ont violé un de leurs devoirs, intentionnellement ou par négligence, et lorsqu'un lien de causalité adéquat entre la violation du devoir et le dommage peut être établi.¹⁰⁵⁰ Le droit de la prévoyance professionnelle a ainsi instauré un régime de responsabilité contractuelle spécifique, conférant aux autres normes sur la responsabilité contractuelle un caractère subsidiaire.¹⁰⁵¹ Dans la mesure où la responsabilité de l'art. 52 LPP présuppose la violation d'un contrat, il est question d'établir l'existence d'un rapport contractuel. Cependant, le Tribunal fédéral a retenu qu'un comportement contraire au droit de la personne responsable peut également donner lieu à une responsabilité au sens de l'art. 52 LPP.¹⁰⁵²

¹⁰⁴⁹ KIESER, Commentaire Stämpfli LPP (2010), art. 52 N 1.

¹⁰⁵⁰ Le champ d'application de la responsabilité de l'art. 52 LPP s'étend sur toutes les institutions de prévoyance enregistrées au sens de l'art. 48 al. 2 LPP, indépendamment de leur forme juridique (fondation de droit privé ou institution de droit public). Selon l'art. 89^{bis} al. 6 ch. 6 CC, elle s'applique aussi aux fondations de prévoyance du personnel.

¹⁰⁵¹ Comme le précise KIESER, les autres régimes de responsabilité contractuelle servent par exemple à définir l'étendue de la diligence nécessaire et les obligations déterminantes. Selon l'état de fait, il convient de se référer aux dispositions du droit du travail (art. 321e CO), du droit du mandat (art. 398 CO) ou du droit des obligations général (art. 97 ss CO) ; KIESER, Commentaire Stämpfli LPP (2010), art. 52 N 4.

¹⁰⁵² ATF 138 V 235 (consid. 4.1); ATF 128 V 124 (consid. 4a) ; voir commentaire critique sur l'ATF 128 V 124, RIEMER (2003), 368 ss pour qui le Tribunal fédéral a transformé la responsabilité contractuelle en responsabilité de nature délictuelle.

Outre les violations des obligations contractuelles, la responsabilité des organes des institutions de prévoyance peut aussi découler des violations des obligations de l'organe telles que définies dans la loi, dans des règlements, dans l'acte de fondation et de ses règlements, des décisions du conseil de fondation, des directives de l'autorité de surveillance, ainsi que des comportements contraires aux devoirs généraux de diligence et de fidélité.¹⁰⁵³

Dans l'ATF 131 V 57, le Tribunal fédéral a été amené à constater que le comportement incriminé consiste presque toujours en une violation des dispositions en matière de placement au sens des art. 49 ss OPP 2. Par conséquent, comme le précise KIESER, pour établir le critère de violation du contrat, il faut d'une part qu'une disposition légale ou réglementaire sur les placements soit violée (soit le cas principal de responsabilité) et, d'autre part, que la personne concernée ait l'obligation contractuelle de garantir le respect de la disposition de prévoyance professionnelle en question.¹⁰⁵⁴ La nature particulière de la responsabilité de l'art. 52 LPP semble être due au fait que les fonctions des organes de l'institution de prévoyance sont en grande partie définies de manière impérative dans la loi et les ordonnances, ce qui laisse qu'une place restreinte aux statuts et règlements de l'institution et, de fait, au contrat conclu entre celle-ci et l'organe en question.¹⁰⁵⁵

B. La qualité pour défendre

Il ressort du libellé de l'art. 52 LPP que la légitimation passive est rattachée à la fonction d'organe.¹⁰⁵⁶ Les personnes visées par cette disposition sont ainsi les membres du conseil de fondation, les membres d'un éventuel organe de gestion qui lui est subordonné, les organes de contrôle et les experts en prévoyance professionnelle. Selon la doctrine et la jurisprudence, la responsabilité peut également découler d'une fonction d'organe exercé dans les faits,¹⁰⁵⁷ ce qui est notamment le cas lorsque l'institution de prévoyance délègue des tâches à des prestataires de services externes leur permettant ainsi de participer effectivement et d'une manière déterminante à la prise de décision.¹⁰⁵⁸

Dans le contexte qui nous préoccupe ici, à savoir la violation du devoir de voter ou de communiquer, l'action est dirigée contre les personnes responsables de l'exercice des droits de vote au sein de l'institution. L'art. 22 al. 4 ORAb confère à l'organe suprême de l'institution la tâche inaliénable de définir les principes qui précisent l'intérêt des assurés en relation avec l'exercice du droit

¹⁰⁵³ TRIGO TRINDADE, *in*: Trigo Trindade *et al.* (2006), 148 *et seq.*

¹⁰⁵⁴ KIESER, Commentaire Stämpfli LPP, art. 52 N 11.

¹⁰⁵⁵ TRIGO TRINDADE, *in*: Trigo Trindade *et al.* (2006), 150.

¹⁰⁵⁶ KIESER, Commentaire Stämpfli LPP, art. 52 N 11.

¹⁰⁵⁷ ATF 128 V 126, consid. 4; ATF 137 V 446; KIESER, Commentaire Stämpfli LPP, art. 52 N 11; VETTER-SCHREIBER (2013), art. 52 N 4.

¹⁰⁵⁸ VETTER-SCHREIBER (2013), art. 52 N 4.

de vote, mais la disposition reste silencieuse quant à la question des organes chargés de l'exercice même des droits de vote. Il est donc possible, voire préférable vu la diversification des portefeuilles de titres, que les décisions de vote particulières soient déléguées dans le cadre des principes fixés par le règlement, notamment à la direction ou à un comité de placement. Dans le cadre d'une éventuelle action en responsabilité, la délégation aura pour effet que la légitimation passive revient aux personnes qui ont exercé les droits de vote ou qui auraient dû l'exercer dans le cas particulier.¹⁰⁵⁹

2. La responsabilité pénale de l'art. 25 ORAb

La violation du devoir de voter et de communiquer des institutions de prévoyance peut avoir des conséquences pénales pour les personnes influençant les décisions de vote : l'art. 25 ORAb prévoit une peine pécuniaire de 180 jours-amende au plus pour un membre d'un organe suprême ou une personne chargée de la gestion d'une institution de prévoyance ayant violé sciemment une de ses obligations prévues aux art. 22 et 23 ORAb.¹⁰⁶⁰ Cependant, seules les violations intentionnelles ou par dol direct peuvent tomber sous le coup de l'art. 25 ORAb, à l'exclusion d'une violation par négligence ou par dol indirect.¹⁰⁶¹

Le projet de révision du droit de la société anonyme du Conseil fédéral du 23 novembre 2016 qui vise, entre autres, à transposer le contenu de l'ORAb au niveau légal, prévoit d'intégrer le contenu de l'actuel art. 25 ORAb à l'art. 76 LPP.¹⁰⁶² Avec ce passage au niveau de la loi fédérale, les doutes exprimés en doctrine quant à la compétence du Conseil fédéral d'édicter des dispositions pénales en vertu de l'art. 95 al. 3 Cst.¹⁰⁶³ en relation avec l'art. 197 ch. 10 Cst à la lumière du principe de légalité (art. 1 CP) seront levés.

¹⁰⁵⁹ STOFFEL/PERRIARD (2016), 475.

¹⁰⁶⁰ L'art. 25 ORAb constitue ainsi une contravention au sens de l'art. 103 CP. Pour la fixation de la peine, les principes généraux prévus à l'art. 34 CP seront appliqués. Étant donné que le jour-amende peut s'élever jusqu'à 3000.- au plus (art. 34 al. 2 CP), le montant maximal peine pécuniaire est de 540'000.-. En cas de concours d'infractions, la sanction peut s'élever jusqu'à 270 jours-amende (art. 49 al. 1 CP), ce qui correspond à 810'000.- au plus ; pour plus de détails relatifs à la fixation de la peine, voir HÄUSERMANN/SCHMITZ, *in* : Schmitz *et al.* (2015), 47.

¹⁰⁶¹ PHILIPPIN (2014), 327 ; DONATSCH/STOFFEL, BSK-VegüV (2015), art. 25 N 2-4 ; BAHAR/KARAMETAXAS, CR-CO II (2017), art. 25 N 1. Sur la portée pratique limitée de l'art. 25 ORAb, voir *infra*, troisième partie, chapitre 3, section IV 2.

¹⁰⁶² Message du Conseil fédéral concernant la modification du code des obligations (droit de la société anonyme) du 23 novembre 2016, FF 2017 595. À noter que l'art. 76 al. 2 P-LPP exclura les cas de dol éventuel plutôt que de restreindre la punissabilité au cas de dol direct (BAHAR/KARAMETAXAS, CR-CO II (2017), art. 25 N 6.

¹⁰⁶³ PHILIPPIN (2014), 32 ; HEINIGER (2015), 66 ss.

A. La qualité d'auteur

En raison des principes de proportionnalité et de légalité, le cercle des personnes punissables selon l'art. 25 ORAb est restreint. Pour pouvoir devenir l'auteur de l'infraction, la personne doit avoir été impliquée elle-même dans la décision sous-jacente à la violation du devoir. La violation du devoir de voter ou de communiquer constitue dès lors une infraction propre pure que seules les personnes ayant une compétence de décision au sein de l'institution peuvent commettre à titre principal.¹⁰⁶⁴ Il s'agit ainsi en premier lieu des membres de l'organe suprême de prévoyance. De plus, les personnes chargées formellement de la gestion au sein de l'institution, notamment les membres du conseil de fondation, peuvent avoir la qualité d'auteur. C'est à eux qu'est confiée formellement la prise de décisions de vote.¹⁰⁶⁵

Les personnes n'ayant pas la qualité de membre formel d'un des organes susmentionnés peuvent néanmoins être punissables à titre d'instigateur ou de complice (art. 24 et 25 CP). Il s'agit des individus considérés comme étant des organes de fait, c'est à dire qui ont une compétence durable, propre et indépendante de prendre ou d'influencer significativement des décisions qui relèvent de la compétence des membres de l'organe formel.¹⁰⁶⁶

Lorsque l'infraction est le fruit d'une décision collective d'un comité, seuls les membres du comité ayant approuvé la décision en question engagent leur responsabilité pénale,¹⁰⁶⁷ ce qui rend une tenue soignée des procès-verbaux particulièrement importante.¹⁰⁶⁸

B. Les actes punissables

a) La violation du devoir de voter

La violation du devoir de voter peut se traduire par les actions ou les omissions suivantes : premièrement, lorsque les droits de vote relatifs à un des points mentionnés à l'art. 22 al. 1 ch. 1 à 3 ORAb n'ont pas été exercés ou lorsqu'ils ont été exercés dans un sens contraire à l'intérêt des assurés.¹⁰⁶⁹ Deuxièmement, l'infraction peut être réalisée lorsque les personnes en charge se

¹⁰⁶⁴ RICHERS, Praxiskommentar VegüV, art. 25 N 3; HEINIGER (2015), 71.

¹⁰⁶⁵ WOHLERS, GesKR Kommentar VegüV (2014), 206; HÄUSERMANN/SCHMITZ, *in*: Schmitz *et al.* (2015), 45.

¹⁰⁶⁶ Cette définition de l'organe de fait est issue de l'ATF 136 III 14, consid. 2.4 qui concernait un cas de responsabilité mettant l'accent sur l'implication de l'organe de fait dans la survenance du dommage ; PHILIPPIN (2014), 328 ; WOHLERS, GesKR Kommentar VegüV (2014), art. 25 N 3.

¹⁰⁶⁷ DONATSCH/STOFFEL, BSK-VegüV (2015), art. 25 N 2-4; WOHLERS, GesKR Kommentar VegüV (2014), 207.

¹⁰⁶⁸ PHILIPPIN (2014), 328.

¹⁰⁶⁹ Sur les points soumis au vote entrant dans le domaine de l'ORAb, voir *supra*, troisième partie, chapitre 2, section II 4 B c.

sont abstenues, alors qu'il aurait été dans l'intérêt des assurés de s'exprimer. Un troisième cas de figure est l'omission d'adopter un règlement relatif à l'exercice des droits de vote ou le fait de contrevenir intentionnellement à un règlement existant.¹⁰⁷⁰

b) La violation du devoir de communiquer

Une violation du devoir de communiquer peut être réalisée dans trois cas : premièrement, lorsque la manière dont les droits de vote ont été exercés n'a pas été publiée dans un rapport synthétique. Deuxièmement, lorsque les assurés n'ont pas pu accéder à l'information à temps. Ce serait le cas si la publication du rapport synthétique n'a pas eu lieu avant la fin de l'année civile suivant l'assemblée générale en question. Troisièmement, lorsque la divulgation était lacunaire, c'est à dire un rapport qui omet de fournir une information requise.¹⁰⁷¹

C. Les conséquences de l'obligation de voter sur les incitations des institutions de prévoyance

Lors de l'entrée en vigueur de l'ORAb, certains auteurs ont soulevé la crainte que l'introduction des nouveaux chefs de responsabilité inciterait les membres des organes suprêmes à adopter une attitude moins critique pendant l'assemblée générale, c'est-à-dire qu'ils auraient davantage tendance à approuver les propositions du conseil d'administration.¹⁰⁷² Cette opinion s'appuie sur l'hypothèse selon laquelle, dans le cadre d'une éventuelle poursuite pénale, le vote en faveur des propositions du conseil d'administration rendrait la tâche plus difficile pour les autorités pénales, dans la mesure où ils devraient prouver que la proposition du conseil d'administration ne reflète pas l'intérêt des assurés.¹⁰⁷³

À présent, soit quatre ans après l'entrée en vigueur de l'art. 25 ORAb, nous ne pouvons pas confirmer que ce scénario se soit réalisé, bien qu'il soit trop tôt pour écarter cette possibilité avec certitude. Citons à titre d'exemple les positions de vote d'Éthos, sur lequel de nombreuses institutions de prévoyance suisses s'appuient pour l'exercice de leurs droits de vote (dont notamment la CPEG) : selon le rapport d'analyse d'Éthos, le taux d'approbation des propositions du conseil de vote était légèrement plus faible en 2015, soit après l'entrée en vigueur des exigences de l'ORAb, que cela n'était le cas en 2013 et

¹⁰⁷⁰ HÄUSERMANN/SCHMITZ, *in*: Schmitz *et al.* (2015), 46.

¹⁰⁷¹ *Ibid.*

¹⁰⁷² HÄUSERMANN/SCHMITZ, *in*: Schmitz *et al.* (2015), 48; WOHLERS, *GesKR Kommentar VegüV* (2015), 209.

¹⁰⁷³ *Ibid.*

2014.¹⁰⁷⁴ À titre anecdotique, nous pouvons également relever l'exemple de la CPEG pour qui l'entrée en vigueur des sanctions pénales ne semble pas avoir changé les pratiques internes en matière d'exercice des droits de vote et de divulgation. Selon Christian MORARD, responsable de la division financière auprès de la CPEG, l'adaptation au régime de l'ORAb était plutôt une formalité, dans la mesure où la caisse remplissait déjà les exigences en matière des droits de vote avant l'entrée en vigueur de l'ORAb en termes de bonne pratique.¹⁰⁷⁵

Section V Les règles de conduite des directions de fonds ou de la SICAV

En matière de placements collectifs de capitaux, la dissociation entre la propriété juridique et la propriété économique est particulièrement marquée : tandis que la propriété juridique des actifs détenus par un fonds appartient généralement à un groupe financier contrôlant l'entité qui gère les actifs du fonds, la propriété économique revient aux porteurs des parts du fonds.¹⁰⁷⁶ En tant qu'ayant droits économiques, ces derniers participent à l'évolution du portefeuille global du fonds et subissent de ce fait les conséquences positives et négatives de l'investissement, alors que la qualité d'actionnaire, et par là, le droit de participer à la prise de décisions, appartient au véhicule de fonds qui détient la multitude de titres de manière collective.

Dans la mesure où l'investisseur d'un fonds de placement contractuel ou d'une SICAV n'est pas le propriétaire des actifs du placement collectif, il dispose uniquement d'un droit au remboursement de ses parts à la valeur nette d'inventaire (art. 8 al. 2 LPCC). Dès lors, l'investisseur final d'un placement collectif de capitaux est soumis au bon vouloir des décisions des entités responsables de la gestion du fonds, à savoir la direction de fonds ou la SICAV.

1. Les règles de conduite générales

Dans l'objectif de renforcer la position des investisseurs finaux face à la direction de fonds ou la SICAV, le droit des placements collectifs de capitaux impose à ces derniers une série de règles de conduite. Le comportement de la direction de fonds ou de la SICAV doit reposer sur les trois principes de base

¹⁰⁷⁴ Le taux d'approbation des propositions du conseil d'administration était de 85% en 2013 et de 84% en 2014, alors qu'en 2015 il est descendu à 83% ; voir les rapports d'analyse d'Ethos pour les années 2013, 2014 et 2015 disponible dans les archives sur <https://www.ethosfund.ch> (consulté le 9 septembre 2019).

¹⁰⁷⁵ Entretien avec Monsieur Christian Morard à la CPEG à Genève le 1^{er} septembre 2016.

¹⁰⁷⁶ EDELMAN/THOMAS/THOMPSON (2014), 132; IFFLAND/HERZOG (2015), 231.

consacrés par l'art. 20 al. 1 LPCC : il s'agit du devoir de loyauté (let. a) ; du devoir de diligence (let. b) et du devoir d'information (let. c).¹⁰⁷⁷ Le devoir d'agir dans l'intérêt des investisseurs découle principalement du devoir de loyauté qui stipule explicitement que les titulaires et leurs mandataires doivent agir « *de manière indépendante et exclusivement dans l'intérêt des investisseurs* ».

2. Les règles de conduite relatives à l'exercice des droits d'actionnaires des placements collectifs

A. L'exercice des droits d'actionnaires dans l'intérêt des investisseurs

Le devoir de loyauté exige des directions de fonds et des SICAV que les droits de vote soient exclusivement exercés dans l'intérêt des investisseurs (art. 23 al. 1 LPCC). Le libellé de l'art. 23 al. 1 LPCC indique clairement que le devoir de loyauté implique un devoir d'impartialité dont l'objectif est d'assurer l'indépendance nécessaire à la gestion collective et d'éviter que les conflits d'intérêt portent atteinte aux intérêts des investisseurs.¹⁰⁷⁸ Lors de la prise de décision de vote, la direction de fonds et la SICAV doivent ainsi se laisser uniquement guider par l'intérêt des investisseurs, ce qui signifie qu'ils doivent faire abstraction de tout autre lien juridique, économique ou personnel, notamment celui qui les lie à des groupes financiers.¹⁰⁷⁹ Si elles délèguent l'exercice des droits de vote à un tiers, elles doivent donner des instructions précises.¹⁰⁸⁰ Selon l'art. 32b OPCC, il appartient aux directions de fonds et à la SICAV de prendre les mesures organisationnelles et administratives efficaces pour identifier, prévenir, régler et surveiller les conflits d'intérêts. La même disposition prévoit également qu'un conflit d'intérêt qui s'avère inévitable doit être porté à la connaissance des investisseurs.

Selon l'art. 30 let. d LPCC, la direction gère le fonds pour le compte des investisseurs, de façon indépendante et en son propre nom en exerçant tous les droits relevant du fonds, ce qui comprend également l'exercice des droits de vote. Étant donné que le fonds ne dispose pas d'une intelligence propre qui lui permette de prendre lui-même des décisions, la direction délègue des tâches liées à la gestion des fonds ou à d'autres activités à des tiers, plus précisément à

¹⁰⁷⁷ Le champ d'application des règles de conduite de l'art. 20 al. 1 LPCC est vaste puisque tous les intervenants mentionnés à l'art. 13 al. 2 LPCC, y compris les distributeurs et les représentants sont également visés, voir LOMBARDINI (2012), 661.

¹⁰⁷⁸ Plus en détail sur les exigences d'indépendance dans la gestion collective, voir D'AMELIO (2011), 190 ss.

¹⁰⁷⁹ PFENNIGER, BSK-KAG (2016), art. 23 N 5.

¹⁰⁸⁰ PFENNIGER, BSK-KAG (2016), art. 23 N 5; KOHLER/SIERRO (2015), 515.

des gestionnaires de placements collectifs (art. 31 al. 1 LPCC).¹⁰⁸¹ Ces derniers doivent ainsi prendre toutes les décisions de placement et de vote du fonds de manière indépendante et dans l'intérêt des investisseurs finaux. Cela conduit inévitablement à une situation dans laquelle les décisions de placement et de vote ne sont prises ni par les ayants droits économiques, ni par le propriétaire juridique des actions, mais par des tiers.¹⁰⁸² Il en résulte que les droits attachés aux actions sont répartis en trois éléments: le véhicule de fonds est le propriétaire juridique des actions ; l'investisseur de fonds est l'ayant droit économique et le gestionnaire du fonds est la personne qui a effectivement la possibilité d'exercer les droits de vote liés aux actions du véhicule du fonds.

B. Le devoir d'information

La sauvegarde de l'intérêt des investisseurs finaux suppose également qu'ils puissent accéder aux informations nécessaires pour s'assurer que les droits de vote ont effectivement été exercés dans leur intérêt. Pour réduire l'asymétrie des informations entre les investisseurs et les directions de fonds ou les SICAV, l'ordonnance d'application en la matière impose aux directions de fonds et aux SICAV d'informer les investisseurs de manière appropriée sur l'exercice des droits d'actionnaire, de sorte à ce qu'ils puissent « *reconstituer les modalités de cet exercice* » (art. 34 al. 3 OPCC). Les détails relatifs aux mesures organisationnelles et à la communication doivent faire l'objet de directives internes, comme le précisent les Règles de conduite de la SFAMA,¹⁰⁸³ à savoir l'autoréglementation en la matière que la FINMA a reconnue comme un standard minimal.¹⁰⁸⁴

Si, en pratique, les investisseurs des placements collectifs sont principalement protégés par leur droit de sortie, qui leur permet de vendre leurs parts ou d'en demander le rachat,¹⁰⁸⁵ les investisseurs ont également le droit de demander à la direction ou à la SICAV des informations détaillées sur l'exercice des droits de vote (art. 84 al. 2 LPCC). Bien que peu utilisé en pratique, ce droit individuel peut être exercé en tout temps, sans que l'investisseur n'ait besoin de justifier un intérêt légitime pour obtenir les informations, il suffit en effet qu'il prouve sa participation au fonds de placement contractuel.¹⁰⁸⁶ Notons cependant que l'investisseur n'a pas le droit direct à l'information de la part de

¹⁰⁸¹ D'AMELIO (2011), 208 ; GERICKE/BAUM (2014), 347.

¹⁰⁸² GERICKE/BAUM (2014), 347 *et seq* ; arrêt du Tribunal fédéral du 29 juin 2013 2C_98/2013, consid. 6.

¹⁰⁸³ Règles de conduite SFAMA (2014), N 42.

¹⁰⁸⁴ Les Règles de conduite SFAMA (2014) ont été reconnues par la FINMA comme un standard minimal au sens de la Circulaire FINMA 02/10.

¹⁰⁸⁵ Voir LOMBARDINI (2012), N 463.

¹⁰⁸⁶ SIERRO, Commentaire Stämpfli LPCC (2012), N 197.

la banque dépositaire, mais seulement de la part de la direction ou de la SICAV.¹⁰⁸⁷

Les fonds de placement répondent à des exigences moins rigoureuses et moins précises que les institutions de prévoyance, comme ils n'ont pas de mandat constitutionnel d'exercer leurs droits de vote et qu'ils ne répondent pas à la même fonction sociétale.¹⁰⁸⁸ En outre, les investisseurs finaux d'un placement collectif, bien qu'ils soient également dépendants des décisions d'investissement et de l'administration de la direction de fonds ou de la SICAV, n'ont pas l'obligation de cotiser au placement collectif et peuvent plus facilement se départir du contrat. L'art. 23 LPCC n'évoque pas la question de savoir si les directions de fonds et les SICAV doivent exercer les droits d'actionnaires de façon active, voire systématique, ou si un comportement passif – lorsque l'intérêt des investisseurs ne s'y oppose pas – est également admissible.¹⁰⁸⁹ Pour clarifier ce point, les règles de conduite de la SFAMA demandent aux établissements concernés de prévoir dans leur directive interne comment elles exercent leurs droits de vote et les situations dans lesquelles ils peuvent y renoncer.¹⁰⁹⁰ Contrairement aux institutions de prévoyance, la renonciation à l'exercice des droits de vote ou la délégation (par exemple à une banque dépositaire ou à un tiers) est permise pour ce qui est des affaires quotidiennes.¹⁰⁹¹ La direction de fonds ou la SICAV doivent toutefois exercer elles-mêmes le droit de vote ou donner des instructions explicites, « *pour tout autre point susceptible d'affecter durablement les intérêts des investisseurs, notamment lors de l'exercice des droits de sociétaire et de créancier revenant aux établissements LPCC en tant qu'actionnaires ou créanciers de la banque dépositaire ou d'autres personnes juridiques qui leur sont proches* ». ¹⁰⁹²

Hormis les Règles de conduite, la SFAMA propose une interprétation reflétant les meilleures pratiques de l'industrie des fonds en matière d'exercice des droits attachés à la qualité de sociétaire ou de créancier dans une information spécialisée.¹⁰⁹³ Dans un document intitulé « *Information spécialisée* » relative à l'exercice des droits attachés à la qualité de sociétaire ou de créancier, la SFAMA reprend essentiellement les termes des Règles de conduite : seulement pour les points soumis au vote affectant durablement les intérêts des

¹⁰⁸⁷ *Ibid.*

¹⁰⁸⁸ Sur la fonction macro-économique et sociétale des investisseurs institutionnels en général et des caisses de pension en particulier, *supra*, deuxième partie, chapitre 1^{er}, section I.

¹⁰⁸⁹ SIERRO, Commentaire Stämpfli LPCC (2012), 83; PFENNINGER, BSK-KAG (2009), art. 23 N 2.

¹⁰⁹⁰ Règles de conduite SFAMA (2014), N 51.

¹⁰⁹¹ Règles de conduite SFAMA (2014), N 52.

¹⁰⁹² Règles de conduite SFAMA (2014), N 53.

¹⁰⁹³ SFAMA, Information spécialisée du 27 juillet 2012, Exercice des droits attachés à la qualité de sociétaire ou de créancier. Notons que ce document est dépourvu de tout effet contraignant et ne constitue pas un standard minimal au sens de la Circulaire FINMA 2008/10.

investisseurs la direction de fonds ou la SICAV doit exercer les droits de vote ou donner des instructions expresses à un tiers. L'information spécialisée omet toutefois de préciser de quels points exacts il s'agit.¹⁰⁹⁴ Dès lors, selon les recommandations de la SFAMA, il appartient à chaque direction de fonds ou à chaque SICAV d'explicitier dans une politique générale quels sont les cas affectant durablement les intérêts de leurs investisseurs. L'information spécialisée précise toutefois qu'il s'agit en principe des intérêts financiers des investisseurs,¹⁰⁹⁵ mais en ce qui concerne l'étendue et le contenu des directives internes, les véhicules de placement collectifs demeurent libres. Ainsi, pour satisfaire à l'exigence légale de l'art. 34 al. 3 OPCC, il est en principe suffisant que les investisseurs soient en mesure de comprendre comment les titulaires d'autorisation comptent exercer leurs droits de vote au moyen des règles de conduite internes.¹⁰⁹⁶ Par conséquent, une communication *ex post* portant sur le comportement de vote, telle qu'exigée pour les institutions de prévoyance, n'est pas nécessaire pour satisfaire les exigences légales en matière de placements collectifs.

3. Le lien entre le devoir de loyauté et le devoir de diligence en droit des placements collectifs

L'exercice des droits d'actionnaires des investisseurs institutionnels relève essentiellement du devoir de loyauté. Cependant, la portée du devoir de loyauté n'est pas entièrement dissociable du devoir de diligence (art. 20 al. 1 let. b LPCC), étant donné que la sauvegarde des intérêts des investisseurs implique nécessairement une prise de mesures organisationnelles à l'exécution irréprochable de l'activité.

Dans l'objectif de mettre les investisseurs à l'abri d'une concentration excessive des risques sur un seul émetteur, le principe de la répartition des risques prévu à l'art. 57 LPCC, limite la capacité de la direction de fonds ou de la SICAV d'investir auprès du même débiteur ou de la même entreprise à un certain pourcentage de la fortune collective. Sauf en cas de dérogation de la FINMA, l'acquisition d'actions du même émetteur, y compris les instruments financiers dérivés, est limitée à 10% de la fortune collective (art. 78 al. 1 OPCC).

De surcroît, l'acquisition d'actions est restreinte en fonction des droits de vote. Selon l'art. 84 al. 1 LPCC, la direction de fonds ou la SICAV ne peuvent acquérir des droits de participation représentant plus de 10% du total des droits

¹⁰⁹⁴ SFAMA, Information spécialisée du 27 juillet 2012, N 4.

¹⁰⁹⁵ SFAMA, Information spécialisée du 27 juillet 2012, N 10 ; sur l'interprétation des intérêts des bénéficiaires, voir la section III de cette partie.

¹⁰⁹⁶ PFENNIGER, BSK-KAG (2016), art. 23 N 9.

de vote ou leur permettant d'exercer une influence notable sur la gestion de l'émetteur. Néanmoins, l'art. 84 al. 2 OPCC autorise la FINMA, en tant qu'autorité de surveillance des placements collectifs, de prévoir des dérogations et de dépasser le seuil des 10% pour autant que la direction de fonds ou la SICAV démontrent qu'elles n'exercent pas une influence notable sur la gestion de l'émetteur.

La notion de l'influence notable est un élément de contrôle et vise à empêcher la direction de fonds ou la SICAV d'exercer une activité entrepreneuriale ayant une emprise sur les sociétés émettrices.¹⁰⁹⁷ Il s'agit en particulier d'éviter une prise d'influence sur la gestion des sociétés émettrices par les placements collectifs à travers l'exercice des droits de vote, eu égard à la séparation entre le risque économique et pouvoir de vote dans les placements collectifs.¹⁰⁹⁸ De ce point de vue, il n'est pas surprenant que le législateur ait conçu les fonds en valeurs mobilières comme des investisseurs passifs.¹⁰⁹⁹ L'art. 23 al. 1 LPCC, en revanche, prône plutôt une attitude active en matière d'exercice des droits de vote, si cela est dans l'intérêt des investisseurs finaux. On relève ici une incohérence dans le texte légal.¹¹⁰⁰ En effet, eu égard à la croissance de l'investissement des placements collectifs en actions, il faut considérer que l'exercice de la fonction de contrôle et de gouvernance sur les dirigeants des sociétés émettrices par le biais de l'exercice des droits de vote peut tout à fait refléter l'intérêt des investisseurs finaux et constituer, dès lors, un élément essentiel dans l'accomplissement du devoir de loyauté de la direction de fonds et de la SICAV envers leurs investisseurs finaux. De ce point de vue, la passivité ou l'adhésion systématique aux propositions du conseil d'administration semblerait incompatible avec l'art. 23 al. 1 LPCC.

L'interprétation de la notion d'influence notable est cruciale pour déterminer comment les directions de fonds et la SICAV peuvent exercer leurs droits de vote dans l'intérêt de leurs bénéficiaires lorsque leur participation dans la société émettrice dépasse le seuil de 10 %. La réglementation en vigueur s'abstient de fournir une définition du terme de l'influence notable et jusqu'à présent, la FINMA n'a pas eu l'occasion de se prononcer sur le contenu exact de cette notion. D'autres législations, par exemple le droit bancaire (art. 3 al. 2 let.c bis LB) ou le droit sur l'infrastructure des marchés financiers (art. 9 al. 4 LIMF), se réfèrent à la notion d'influence notable, sans apporter une définition quelconque. Il en va de même en droit européen où la directive sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières fait référence au terme

¹⁰⁹⁷ KOHLER/SIERRO (2015), 516; FRIZ/GOTSCHKEV, BSK-KAG (2016), art. 57 N 3.

¹⁰⁹⁸ FRIZ/GOTSCHKEV, BSK-KAG (2016), art. 57 N 3.

¹⁰⁹⁹ Par rapport à l'ancienne LFP, voir SPILLMANN (2004), 133 et OLIGATI/KINDLER (2002), 1069.

¹¹⁰⁰ Dans ce sens : MAIZAR (2012), n 651.

« d'influence notable sur la gestion d'un émetteur »,¹¹⁰¹ sans décrire plus précisément cette notion et sans instaurer un quelconque seuil.¹¹⁰²

Pour combler cette lacune, KOHLER et SIERRO ont établi une définition générale : « l'influence notable est la faculté de participer aux décisions opérationnelles ou financières de l'entité émettrice ». ¹¹⁰³ La notion doit être interprétée en tenant compte du fait que l'exercice des droits sociaux peut constituer un élément essentiel dans l'accomplissement du devoir de loyauté de la direction de fonds et de la SICAV envers leurs investisseurs finaux. Si la détention d'une participation représentant plus de 10 % des droits de vote doit être présumée constitutive d'une influence notable (art. 84 al. 1 OPCC), l'interprétation *a contrario* suppose qu'une participation inférieure à ce seuil peut représenter une influence notable sur la gestion lorsqu'un des scénarios suivants est réalisé : lorsque la direction de fonds ou la SICAV est représentée au sein du conseil d'administration ou de l'organe de direction de la société émettrice ; lorsqu'elle participe aux décisions relatives aux distributions des bénéfices et autres distributions ou dans « toute autre situation où l'intervention de la direction de fonds ou la SICAV serait [...] significative dans le processus de décision au sein de l'émetteur ». ¹¹⁰⁴ On peut en déduire, dès lors, que l'influence notable au sens de l'art. 84 al. 1 OPCC présuppose pour le moins la possibilité d'une relation de dépendance personnelle et financière entre la personne influencée et la personne influente. ¹¹⁰⁵

En revanche, KOHLER et SIERRO révèlent, et nous adhérons pleinement à ce point de vue, que « l'usage des droits sociaux par une direction de fonds ou la SICAV n'entraîne pas de facto une influence notable ». ¹¹⁰⁶ Certes, l'exercice des droits de vote, la participation à l'assemblée générale, la demande d'inscription d'un objet à l'ordre du jour ou la convocation d'une assemblée générale extraordinaire permettent à la direction de fonds ou à la SICAV d'exercer une influence sur les décisions qui relèvent du champ de compétence de l'assemblée générale et peuvent, par ce biais, affecter indirectement les décisions du conseil d'administration et de la direction. Mais de telles démarches ne permettent pas pour autant à la direction de fonds ou à la SICAV de participer aux décisions opérationnelles ou financières de la société émettrice et ne témoignent, de ce fait,

¹¹⁰¹ Art. 56 §1 al. 1 Directive 2009/65/CE du Parlement Européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), JO L 302 du 17 novembre 2009.

¹¹⁰² KOHLER/SIERRO (2015), 516.

¹¹⁰³ KOHLER/SIERRO (2015), 517.

¹¹⁰⁴ *Ibid.*

¹¹⁰⁵ Dans ce sens, par rapport à l'interprétation du terme d'« influence notable sur la gestion » dans l'exigence de garantie d'une activité irréprochable de l'art. 9 al. 4 LIMF : MONTANARI, Kommentar FinfraG (2017), art. 85 N 15. Par rapport à la notion d'« influence notable » sur la gestion de la banque (art. 3 al. 2 let. c^{bis} LB), voir KLEINER/SCHWOB, Kommentar BankG (2015), art. 3 N 250.

¹¹⁰⁶ *Ibid.*

pas de l'exercice d'une influence notable. Il en est également ainsi lorsque les droits de vote ont été exercés dans un sens opposé aux propositions du conseil d'administration et lorsque la direction de fonds ou la SICAV a exercé ses droits sociaux en se concertant avec d'autres actionnaires.

Nous pouvons ainsi conclure que le devoir de loyauté ne saurait être considéré indépendamment du devoir de diligence. Comme l'illustre le principe de la répartition des risques des placements collectifs, il existe une certaine tension entre les deux devoirs. Ce champ de tension s'articule de manière particulièrement marquante autour des règles sur la diversification dans l'investissement en actions qui ont le potentiel d'influencer l'étendue dans laquelle les droits de vote peuvent s'exercer dans l'intérêt des investisseurs finaux.¹¹⁰⁷

Section VI Les devoirs relatifs aux droits d'actionnaires des fonds souverains

Les responsabilités des fonds souverains, y compris leurs devoirs en tant que propriétaires des actifs détenus, sont régies par les droits nationaux des États dans lesquels ils sont incorporés. Il en résulte que la situation des fonds souverains n'est pas uniforme, raison pour laquelle nous n'approfondissons pas cet aspect dans cette thèse.

Dans la mesure où il n'existe aucun fonds souverain suisse, le droit suisse ne prévoit aucune règle visant à instaurer un devoir de protéger les intérêts des bénéficiaires des fonds souverains. Les investissements des fonds souverains étrangers dans les sociétés suisses ne sont soumis à aucune règle spécifique et sont traités comme des investissements étrangers.¹¹⁰⁸ Notre examen se limite dès lors aux recommandations des bonnes pratiques internationales en la matière.

Les principes et pratiques généralement acceptées (PPGA),¹¹⁰⁹ plus connus sous le terme de Principes de Santiago, constituent le seul ensemble de bonnes pratiques spécifiquement établies à l'égard des fonds souverains. Il s'agit d'un cadre normatif non contraignant édicté en 2008 par un groupement de fonds

¹¹⁰⁷ Voir de manière plus générale GUYATT, in : Hawley *et al.* (2015), 323: « *The principle of diversification has evolved as a well-entrenched industry norm, but it has also the potential to distort the interpretation of fiduciary duty, investment decision-making and consequently investment outcomes for pension fund members* ».

¹¹⁰⁸ Voir notamment SENN (2009), 154 *et seq* ; sur la situation juridique des investissements des fonds souverains étrangers en Suisse voir également Économiesuisse (2008) ; voir également *supra*, première partie, chapitre 3, section IV, 2 A.

¹¹⁰⁹ Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices – Santiago Principles, International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG), octobre 2008.

souverains sous l'égide du FMI auquel les fonds souverains peuvent se soumettre.

1. L'exercice des droits d'actionnaires

Le principe 21 des Principes de Santiago traite de l'activisme actionnarial considéré comme étant acceptable : « [t]out fonds souverain qui décide d'exercer ses droits de propriété doit le faire de manière compatible avec sa politique d'investissement et de façon à protéger la valeur financière de ses placements ». ¹¹¹⁰ On peut par conséquent affirmer que les Principes de Santiago n'évoquent pas explicitement que les fonds souverains doivent agir dans le meilleur intérêt de leurs bénéficiaires. ¹¹¹¹ Au lieu de cela, le Principe 21 se limite à déclarer que les droits de vote doivent viser à protéger la valeur financière des investissements. À notre sens, toutefois, le devoir des fonds souverains d'agir dans l'intérêt à long terme des bénéficiaires découle indirectement du Principe 21, étant donné que le fait de protéger la valeur financière des investissements implique que les droits d'actionnaires soient exercés dans l'intérêt des bénéficiaires finaux. Cette interprétation est renforcée par le commentaire explicatif du Principe 21 : « *SWFs' demonstrated ability to contribute to the stability of global financial markets results in part from their ability to invest on a long-term, patient basis. The exercise of voting rights is seen to be important by some SWFs for their capacity to hold assets and preserve value rather than becoming a forced seller and, by definition, a shorter-term investor* ». ¹¹¹²

2. L'exigence de transparence

De façon similaire aux obligations de transparence imposées aux autres catégories d'investisseurs institutionnels, les Principes de Santiago préconisent au principe 21 que « *le fonds souverain doit rendre publique son approche générale de la sélection de titres d'entités cotés en bourse, notamment les facteurs clés qui guident l'exercice de son droit de propriété* ».

Le libellé vague du principe 21 laisse une grande liberté à chaque fonds pour décider de l'étendue de la divulgation en matière de droits d'actionnaires. Il

¹¹¹⁰ Traduction de l'anglais par le FMI, disponible via le site web du European Corporate Governance Institute (ECGI) : http://www.ecgi.org/codes/documents/iwg_santiago_principles_oct2008_fr.pdf (consulté le 3 septembre 2019).

¹¹¹¹ Sur la nature abstraite des bénéficiaires des fonds souverains, *infra*, troisième partie, chapitre 3, section II 4.

¹¹¹² Annexe des Principes de Santiago : IWG-SWF, Discussion of the GAPP (2008), 22 *et seq.* Mise en évidence par l'auteur.

n'est dès lors pas surprenant que le degré de transparence varie considérablement d'un fonds souverain à un autre. Il s'agit d'un point qui ressort également de l'étude de cas de la partie précédente de deux fonds souverains (GIC Singapore et le NGPF-Global) ayant deux approches diamétralement opposées en ce qui concerne la transparence.¹¹¹³ Dans l'ensemble, la divulgation de leur pratique de vote par les des fonds souverains reste à un niveau superficiel, comme il ressort d'une étude empirique conduite en 2009 par MEHRPOUYA, HUANG et BARNETT.¹¹¹⁴ L'assiduité avec laquelle les fonds souverains divulguent des informations relatives à l'exercice de leurs droits d'actionnaires dépend donc d'une éventuelle exigence légale du droit national par lequel ils sont régis et, d'autre part, de la volonté du fonds souverain en question. L'attitude hésitante des Principes de Santiago en ce qui concerne les devoirs de transparence est notamment critiquée par DIXON qui plaide en faveur d'une consécration explicite des devoirs de divulgation dans les Principes de Santiago.¹¹¹⁵

Si nous sommes d'accord avec le fait que les exigences de transparence des Principes de Santiago manquent de précision, il faut tout de même relever que la conformité (*compliance*) avec les Principes de Santiago reposera toujours sur la bonne volonté de ses adhérents, comme c'est le cas avec toutes les normes volontaires.¹¹¹⁶ En même temps, il est important, selon nous, de considérer que l'établissement des Principes de Santiago ne vient pas d'une impulsion des fonds souverains (certains d'entre eux se montraient même réticents à l'idée de la création d'un cadre normatif international),¹¹¹⁷ mais constitue plutôt une réaction aux craintes exprimées par les États hôtes des investissements des fonds souverains et un instrument visant à tempérer la prise de mesures protectionnistes des États hôtes.¹¹¹⁸ Dans ce contexte, comme le précise NORTON à juste titre, les Principes de Santiago ne doivent pas être compris comme un produit final, mais plutôt comme un point de départ pour un dialogue continu sur le rôle élargi des fonds souverains dans le système financier et économique international.¹¹¹⁹ Dans le même esprit, HSU relève pertinemment que le point

¹¹¹³ *Supra*, deuxième partie, chapitre 3, section II et III.

¹¹¹⁴ MEHRPOUYA/HUANG/BARNETT (2009), 27 à 32 ; dans la même ligne de pensée (et en se référant également à l'étude précitée de MEHRPOUYA/HUANG/BARNETT), voir SANDOR (2015), 967 *et seq.* : « *Compliance with disclosure obligations is generally weak* ».

¹¹¹⁵ DIXON (2014), 584.

¹¹¹⁶ En ce sens : SANDOR (2015), 970. Pour une analyse du rôle et de la valeur des codes non contraignants en droit international, voir GUZMAN (2002), 1879 *et seq.*

¹¹¹⁷ ROSE (2008), 111 *ss.*; SENN (2009), 4; HSU, *in* : Bassan (2015), 100; SANDOR (2015), 954 *ss.*

¹¹¹⁸ En ce sens NORTON, *in* : Cottier *et al.* (2012), 123 ; HSU, *in* : Bassan (2015), 101. En ce qui concerne les inquiétudes des États hôtes que les investissements des fonds souverains reposent sur des motivations politiques, voir *supra*, première partie, chapitre 3, section IV 2 A.

¹¹¹⁹ Traduction par l'auteure. Version originale de NORTON, *in* : Cottier *et al.* (2012), 124: « [...] *the GAPP should not be considered a final product, but rather a starting point in an ongoing dialogue concerning SWFs and their role in the international financial and economic systems* ».

fort des Principes de Santiago réside dans la souplesse de leur application et leur faiblesse dans la généralité des termes employés et dans leur inexécutabilité.¹¹²⁰ Enfin, force est de reconnaître que l'exigence de transparence du Principe 21 PPGA ne doit nullement être comprise comme une règle rigide, mais plutôt comme une indication qui vise à encourager les gestionnaires des fonds souverains à divulguer des informations concernant l'exercice de leurs droits d'actionnaires.

Section VII Synthèse

Une conclusion préliminaire que l'on peut tirer de cet aperçu des normes applicables aux investisseurs institutionnels dans leur rôle de fiduciaires est que la responsabilité fiduciaire se décline de multiples façons selon les différentes catégories d'investisseurs. Tandis que les devoirs des institutions de prévoyance et des placements collectifs de capitaux sont réglementés de manière approfondie en droit suisse, les fonds souverains échappent à des règles contraignantes, étant donné qu'il n'existe pas de fonds souverain suisse.

Nonobstant les différences significatives, il existe des constantes : le fait de gérer et de contrôler les actifs mis à disposition par les bénéficiaires constitue pour les personnes responsables des décisions au sein des institutions naturellement une tentation de favoriser leurs propres intérêts. Pour contrer ce problème, le devoir de loyauté, qui oblige les organes décisionnels à considérer le seul intérêt des bénéficiaires, remplit une importante fonction de prévention.

Or, le devoir de loyauté en soi n'offre pas une garantie suffisante pour assurer que les investisseurs agissent dans l'intérêt des bénéficiaires. Ce n'est que par la mise en place des outils de gouvernance et de responsabilité que le devoir de loyauté prend forme et vie. Les devoirs de transparence et de reddition de comptes forment la clé de voûte du système. Bien qu'ils génèrent des coûts importants, ils permettent de garantir, dans une certaine mesure, la durabilité et la qualité des décisions de vote. Ainsi, la transparence des informations sur l'exercice des droits de vote ne constitue pas une fin en soi, mais plutôt une mesure nécessaire pour atténuer l'asymétrie d'informations entre investisseurs institutionnels et bénéficiaires. Un point d'interrogation demeure : qui doit pouvoir accéder à l'information divulguée ? Contrairement à ce que prévoient les conditions minimales de l'ORAb, il ressort de l'analyse qu'une divulgation allant au-delà du cercle des assurés semble opportune par rapport au mandat constitutionnel des institutions de prévoyance de protéger, entre autres, l'économie dans son ensemble et d'assurer une gestion d'entreprise

¹¹²⁰ Traduction par l'auteur. Version originale de Hsu, in: Bassan (2015), 101: « *The strength of these Principles lay in their flexible implementation; their weakness lies in their generality of terms and unenforceability* ».

durable. Une divulgation publique des informations relatives à l'exercice des droits de vote est également indiquée pour les fonds souverains du fait que leur cercle des bénéficiaires n'est pas clairement défini.

Pour conclure, les analyses effectuées dans ce chapitre nous amènent à faire une observation plus globale. Dans une perspective plus large, on peut constater que la prolifération et le développement des normes applicables aux investisseurs institutionnels en tant que fiduciaires témoignent d'un changement de paradigme dans lequel l'accent est davantage mis sur le mandat des investisseurs institutionnels d'agir dans l'intérêt de leurs bénéficiaires et moins sur leur rôle d'actionnaire dans la gouvernance d'entreprise.¹¹²¹

¹¹²¹ Voir notamment AUTENNE (2017), 158 ss.

Chapitre 3 : Les intérêts des bénéficiaires

S'il ne peut pas être contesté que les investisseurs institutionnels doivent agir dans le meilleur intérêt de leurs bénéficiaires, une incertitude existe quant au contenu et à l'étendue de ces intérêts. De manière globale, l'intérêt des bénéficiaires est un intérêt économique à la préservation ou à l'augmentation des actifs confiés à l'institution, mais une telle définition générale et abstraite ne permet pas d'aboutir à définir une pratique d'investissement et, finalement, à une décision de vote concrète. Ce chapitre détermine l'étendue des devoirs fiduciaires en mettant en exergue la nature évolutive de la notion des intérêts des bénéficiaires et en dessinant les contours de cette notion telle qu'elle devrait être comprise aujourd'hui.

Section I L'interprétation des intérêts des bénéficiaires

La notion de l'intérêt des bénéficiaires doit continuellement être réinterprétée, sachant qu'il n'existe pas de règle précise quant à ce qui relève du meilleur intérêt des bénéficiaires.

1. Les restrictions des investissements et standards comportementaux

En Angleterre au début du 18^{ème} siècle, la crise des marchés financiers provoquée par l'éclatement de la bulle des mers du sud a amené les tribunaux à restreindre les investissements des *trustees* à des obligations gouvernementales et à des prêts hypothécaires, considérés comme étant plus sûrs que les investissements en actions.¹¹²²

Outre-Atlantique, la jurisprudence a adopté une autre approche : la décision *Harvard College v Amory*,¹¹²³ datant de 1830, s'est éloignée de l'approche qui visait à exclure certains investissements considérés comme étant trop incertains en définissant pour la première fois des normes comportementales objectives, axées sur les devoirs de prudence et de loyauté, tout en reconnaissant les risques inhérents aux décisions d'investissement.¹¹²⁴ Le spectre des placements admissibles par les *trustees* couvrait désormais tous ceux qu'un homme prudent aurait choisi s'il gérait ses propres affaires (*prudent man standard*). En 1868, la

¹¹²² HAWLEY/JOHNSON/WAITZER (2011), 6.

¹¹²³ *Harvard College v Amory*, 26 Mass. (9 Pick) 446 (1830).

¹¹²⁴ HAWLEY/JOHNSON/WAITZER (2011), 6.

décision *King v Talbot* a marqué le retour vers une approche plus conservatrice dans la mesure où l'investissement en actions était de nouveau considéré comme étant imprudent.¹¹²⁵

2. La maximisation du retour sur investissement

À partir des années 1970, d'abord dans les régimes de la *common law* et, plus tard également, dans les systèmes à tradition civile, l'interprétation des devoirs fiduciaires était fortement marquée par la théorie moderne du portefeuille (*Modern Portfolio Theory*; MPT). Développée par l'économiste Harry MARKOWITZ en 1952,¹¹²⁶ la MPT avait été largement reconnue comme l'approche dominante à la fin du XX^{ème} siècle en matière d'investissement de portefeuille et de gestion de risques.¹¹²⁷ De plus, en 1992, l'ouvrage du *American Law Institute* (*Restatement of the Law Third, Trusts*) a déclaré la MPT comme servant de base à la composition du portefeuille d'un investisseur prudent.¹¹²⁸ L'idée sous-jacente à la MPT est de démontrer, en termes mathématiques, comment un investisseur peut minimiser le risque de son portefeuille à l'aide de la diversification. Selon cette théorie, il convient de ne pas évaluer les investissements de manière isolée, mais plutôt de les observer dans leur globalité, c'est-à-dire en tenant compte de leur contribution à la performance et au profil de risque de l'ensemble du portefeuille.¹¹²⁹

La MPT constitue la base pour une interprétation qui assimile l'intérêt des bénéficiaires à la pure maximisation du retour sur investissement à court ou à moyen terme. Selon cette conception, le seul paramètre à prendre en compte lors de la détermination de l'intérêt des bénéficiaires est la réalisation d'un bénéfice maximal ajusté au risque de l'investissement. Telle est la position soutenue notamment par les adeptes de l'école de Chicago qui mettent les devoirs fiduciaires des investisseurs institutionnels sur le même niveau que le devoir de rechercher un rendement maximal. Ainsi, selon LANGBEIN et POSNER: « *The duty of prudent investing [...] reinforces the duty of loyalty in forbidding the trustee to invest for any object other than the highest return consistent with the preferred level of portfolio risk* ». ¹¹³⁰ La principale conclusion de LANGBEIN et POSNER était l'interdiction pour les investisseurs institutionnels d'intégrer des critères extra-financiers dans leurs décisions d'investissement si cela occasionne des coûts

¹¹²⁵ *King v Talbot*, 40 N.Y.C 76 (1869).

¹¹²⁶ MARKOWITZ (1952).

¹¹²⁷ HAWLEY/JOHNSON/WAITZER (2011), 5; pour plus de détails sur les origines et l'évolution de la théorie moderne du portefeuille voir BROIHANNE/MERLI/ROGER (2006).

¹¹²⁸ American Law Institute (1992) § 171; HALBACH (1991-1992), 1154 *et seq.*

¹¹²⁹ Commission européenne, Resource Efficiency and Fiduciary Duties of Investors (2014), 37.

¹¹³⁰ LANGBEIN/POSNER (1980), 98.

supplémentaires: « [...] *both the duty of loyalty and the prudent man rule would be violated if a fiduciary were to make an “investment decision based on other objectives, [...]”*. *Social factors may be brought in only if it is costless to do so* ». ¹¹³¹

De nos jours, les investisseurs institutionnels classiques et leurs gestionnaires d'actifs continuent d'appuyer leurs stratégies d'investissement sur la MPT, toujours considérée comme étant la référence dans le secteur en matière d'évaluation des investissements. ¹¹³² Par conséquent, la MPT s'est imposée comme la théorie qui sous-tend la composition des indices boursiers sur lesquels la grande majorité des fonds de placements (autant des fonds indiciels gérés passivement que des fonds activement gérés) sont basés. ¹¹³³ Ainsi, comme le précise LYDENBERG, la performance des investisseurs institutionnels est presque universellement mesurée en fonction des indices de référence reposant sur le cours des titres. ¹¹³⁴

La MPT n'est pas exempte de lacunes. Ses postulats fondamentaux partent du principe que les marchés sont pleinement efficaces, que toute information pertinente est répercutée sur le prix des titres et que les investisseurs agissent de manière purement rationnelle. ¹¹³⁵ Or, ces principes ne correspondent pas à la réalité. Les marchés peuvent être défaillants, en raison, par exemple, des bulles ou des risques non prévisibles. À cela s'ajoute, comme nous l'avons précédemment relevé, ¹¹³⁶ que les investisseurs ne disposent jamais de la totalité de l'information pertinente pour évaluer les risques et les performances de leurs investissements et n'agissent pas toujours de manière rationnelle. ¹¹³⁷

En somme, bien que la MPT ne soit pas critiquable en elle-même, il faut reconnaître qu'elle ne reflète pas la complexité des marchés financiers, dans la mesure où elle est fondée sur un idéal qui ne parvient pas à établir justement l'ensemble des facteurs susceptibles d'influencer le portefeuille. L'hypothèse d'efficacité des marchés sous-jacente à la MPT conduit à l'adoption des stratégies d'investissement passives portant sur les indices pondérés en fonction des capitalisations boursières, qui ne tiennent pas compte des scénarios

¹¹³¹ *Ibid.*

¹¹³² Commission européenne, *Resource Efficiency and Fiduciary Duties of Investors* (2014), 37; OCDE (2017), 22; LYDENBERG (2007), 472.

¹¹³³ Commission européenne, *Resource Efficiency and Fiduciary Duties of Investors* (2014), 39.

¹¹³⁴ Traduction de l'auteure. Version originale, LYDENBERG (2007), 472: « *The performance of institutional investors is almost universally measured against benchmarks based on the market price of securities. Market price is assumed to be a rational benchmark under the efficient market hypothesis* ».

¹¹³⁵ Pour une vue d'ensemble des postulats de la MPT, voir HAWLEY/JOHNSON/WAITZER (2011), 5.

¹¹³⁶ Sur les limites de la prémisse de base de l'*homo oeconomicus* en tant qu'individu purement rationnel, voir *supra*, première partie, chapitre 2, section I 1.

¹¹³⁷ Commission européenne, *Resource Efficiency and Fiduciary Duties of Investors* (2014), 37; Investment Leaders Group (ILG), *The Value of Responsible Investment – The moral, financial and economic case for action* (2014), 19.

possibles pour l'avenir.¹¹³⁸ C'est pourquoi des voix contraires se sont élevées pour exiger des investisseurs institutionnels d'aller au-delà d'une analyse économétrique des risques et performance dans l'accomplissement de leur devoir de diligence et de considérer également l'impact de l'investissement sur les intérêts des bénéficiaires finaux dans la vie réelle. Nous pouvons citer notamment HAWLEY qui déplore qu'une trop grande influence par la MPT risque de résulter en une certaine déconnexion entre les pratiques d'investissement et l'idée fondamentale de la responsabilité fiduciaire.¹¹³⁹ Dans la mesure où la MPT tourne le regard vers ce qui s'est déjà produit, on pourrait dire, en forçant quelque peu le trait, que la MPT est inadéquate comme base pour l'investisseur institutionnel à long terme.

3. L'intérêt des investisseurs institutionnels à la poursuite des stratégies d'investissement responsable

Au cours de la dernière quinzaine d'années, la conception de l'intérêt des bénéficiaires a évolué vers une approche plus large. L'investissement responsable est devenu une pratique courante en 2006 grâce à l'introduction des UN-PRI,¹¹⁴⁰ dont l'annexe stipule explicitement que les UN-PRI sont fondés sur les axiomes que « *les questions ESG peuvent affecter la performance financière en matière d'investissement* ». ¹¹⁴¹ En particulier dans le sillage de la crise financière de 2008, il s'est avéré que si une gestion des risques qui est exclusivement orientée vers la diversification permet d'éviter des placements spéculatifs, elle ne parvient pas forcément à saisir la situation globale des bénéficiaires.¹¹⁴²

Si, du point de vue actuel, il ne subsiste aucun doute que l'intérêt des bénéficiaires consiste en la préservation et en la maximisation durable du retour sur investissement, la question de savoir comment cet objectif doit être atteint demeure sujette à interprétation. Selon une étude de la *Global Sustainable Investment Alliance* (GSIA), la majorité des grands investisseurs institutionnels en Europe ont adoptés une forme de politique d'investissement et de vote

¹¹³⁸ Investment Leaders Group (2014), 19.

¹¹³⁹ Traduction par l'auteure. Version originale, HAWLEY, *in*: Hawley *et al.* (2015), 2 : « [...] *This has fostered an institutional investment approach that is confined almost exclusively to econometric analyses of risk and performance against artificially constrained benchmarks that do not reflect a full measure of their impacts on, and in alignment with, the interests of end beneficiaries in the real world* ». Plus loin dans sa critique, LYDENBERG fait remarquer que les concepts de la finance moderne, sous l'influence principale de la MPT, ont tenté de diriger les investisseurs institutionnels vers un comportement « *rationnel* » tout en les éloignant d'un comportement « *raisonnable* ». Traduction par l'auteure. Version originale, LYDENBERG (2014), 367: « *MPT directed fiduciaries toward what can be viewed as a rational, rather than a reasonable, approach to investment* ».

¹¹⁴⁰ HAWLEY, *in*: Hebb *et al.* (2016), 19.

¹¹⁴¹ UN-PRI (2006), « questions fréquemment posées ».

¹¹⁴² HAWLEY/JOHNSON/WAITZER (2011), 11.

durable. Les chiffres parlent d'eux-mêmes : en 2012, environ 49% des actifs gérés sur le marché européen étaient soumis à une forme de stratégie d'investissement durable, et, en 2014, ce taux s'élevait déjà à 59%.¹¹⁴³ Cette part a encore augmenté au cours des deux dernières années, en particulier depuis que la Commission européenne a dévoilé sa stratégie de finance durable en mai 2018.¹¹⁴⁴ Aujourd'hui, l'investissement responsable n'est plus une niche, mais une pratique communément admise que les investisseurs institutionnels, en tout cas sur le marché européen, ne peuvent plus ignorer.¹¹⁴⁵

A. Panorama des stratégies d'investissement responsables

L'investissement responsable est un mouvement hétérogène qui peut être mis en œuvre de différentes manières. Une analyse complète et détaillée des stratégies d'investissement responsable dépasserait le cadre de la présente thèse, raison pour laquelle nous nous contenterons ici d'une brève présentation des principales démarches qui visent à intégrer de façon systématique l'analyse des critères ESG dans la gestion d'actifs financiers.¹¹⁴⁶

a) La sélection négative et positive

À ses débuts dans les années 1980, l'investissement responsable s'est traduit essentiellement par la sélection négative (*negative screening*), soit l'approche par laquelle les investisseurs institutionnels s'engageaient à exclure de leur portefeuille les titres des sociétés opérant dans un secteur qu'ils considéraient comme étant irresponsable, immoral ou inapproprié (typiquement le tabac, l'alcool, la pornographie, l'armement, l'industrie du jeu et l'industrie nucléaire).¹¹⁴⁷ Une autre forme de sélection négative est l'exclusion des titres des sociétés qui ne respectent pas les normes ou les conventions internationales, surtout en matière de protection de l'environnement ou de droits humains. La caractéristique essentielle et commune des approches de sélection négative est une prise de décision fondée sur des paramètres non-financiers.¹¹⁴⁸

Par la suite, on a vu l'émergence des fonds basés sur une approche de sélection positive (*positive screening*). Ne se limitant plus aux critères d'exclusion,

¹¹⁴³ Global Sustainable Investment Alliance (2014), 7.

¹¹⁴⁴ Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au comité des régions, Plan d'action : financer la croissance durable, Bruxelles le 8 mars 2018, COM [2018] 97 final.

¹¹⁴⁵ Eurosif (2018), 16.

¹¹⁴⁶ Pour un descriptif des différentes stratégies d'IR, voir notamment PEREZ (2002), 134 ; SULLIVAN/MACKENZIE, in : Sullivan *et al.* (2006), 150 ss; SANDBERG/JURAVLE/HEDESSÖM/HAMILTON (2009), 519; HAWLEY, in: Hebb *et al.* (2016), 16 ss; RICHARDSON, in: Sjøfjell *et al.* (2015), 233; GARY (2018), 736 ss.

¹¹⁴⁷ Voir notamment RICHARDSON, in : Sjøfjell *et al.* (2015), 233 ; GARY (2018), 736.

¹¹⁴⁸ Voir LANGBEIN/POSNER (1980), 85.

les institutions ont commencé à investir davantage dans des sociétés obtenant les meilleurs résultats en termes de durabilité et de gouvernance d'entreprise. La sélection positive, qui introduit donc un élément d'évaluation des performances sociales des entreprises, peut revêtir plusieurs formes, à savoir la sélection des meilleurs émetteurs au sein de leur secteur d'activité (*best-in-class*) ou la sélection des meilleurs émetteurs indépendamment de leur secteur d'activité (*best-in-universe*).

b) L'intégration des critères ESG

De nos jours, la stratégie dominante en matière d'IR est l'engagement actionnarial avec comme outil principal l'intégration des considérations ESG dans les décisions d'investissement et de vote.¹¹⁴⁹ À travers un dialogue continu et direct, l'exercice des droits de vote ou l'inscription des objets à l'ordre du jour, les investisseurs institutionnels exigent que les sociétés cotées se conforment à certains standards en matière environnementale, sociale et de gouvernance. Dans son rapport dédié à la gouvernance des investissements, l'OCDE définit l'intégration des critères ESG comme « *la reconnaissance par l'investisseur institutionnel, dans sa politique ou ses principes d'investissement, que les facteurs ESG peuvent avoir une incidence sur le rendement des portefeuilles et, partant, également sur sa capacité de s'acquitter de ses obligations, de même que la prise en considération de l'analyse de ces incidences dans les décisions d'allocation des actifs et dans les modèles d'évaluation des titres* ». ¹¹⁵⁰

L'idée fondamentale qui sous-tend cette stratégie est de combiner des éléments du type E, S ou G pertinents avec les paramètres de l'analyse financière classique.¹¹⁵¹ En guise de précision, les « facteurs E » se réfèrent à l'engagement des entreprises quant à l'intendance environnementale, notamment à la gestion de pollution, de l'eau et de l'usage énergétique et, globalement, à leurs efforts de contribuer à la transition vers une économie à faible intensité carbonique. Les « critères S » renvoient à la relation entre les entreprises et les communautés civiles dans lesquelles elles opèrent, particulièrement, à leurs pratiques en matière de droits humains et de droit du travail (à savoir les conditions et les rémunérations des salariés) ou encore à la diversité parmi les employés. Finalement, les « facteurs G » se rapportent aux thèmes classiques de la gouvernance interne des entreprises, comme les régimes de rémunération des organes dirigeants, l'élection et la composition du conseil d'administration, la

¹¹⁴⁹ UNCTAD (2011), 34.

¹¹⁵⁰ Traduction par l'auteure. Version originale de l'OCDE (2017), 7 : « *We define ESG integration as: The recognition in the institutional investor's investment policy or principles that ESG factors may impact portfolio performance and so affect the investor's ability to meet its obligations; and [u]sing analysis of those impacts to inform asset allocation decisions and securities valuation models (or employing third parties to do so)* ».

¹¹⁵¹ GARY (2018), 6.

transparence envers les actionnaires et le public, mais également à des sujets comme la cyber sécurité, la protection des données, la transparence fiscale et les efforts de lutte contre la corruption.¹¹⁵²

L'intégration des critères ESG fait l'objet d'un consensus croissant parmi les investisseurs institutionnels, respectivement parmi leurs gestionnaires. Les résultats d'un sondage de 2015 mené par le CFA Institute auprès d'environ 1300 gestionnaires d'actifs membres de cet institut en témoignent : 73% des participants au sondage affirment tenir compte des sujets ESG dans leurs analyses d'investissements et cela principalement dans le but de limiter les risques d'investissement.¹¹⁵³

D'un point de vue réglementaire, l'intérêt croissant pour les sujets ESG va de pair avec le besoin d'améliorer le *reporting* et la transparence. Afin de mener à bien la mission d'intégrer des considérations ESG dans les décisions d'investissement et de vote, les investisseurs doivent disposer des informations pertinentes relatives au comportement en matière ESG des sociétés émettrices. Simultanément, comme évoqué plus haut, les exigences de transparence sont le corollaire nécessaire des devoirs fiduciaires.¹¹⁵⁴ Telle est la raison pour laquelle au niveau réglementaire l'intégration des critères ESG se traduit par des obligations de communication et de transparence imposées aux investisseurs institutionnels d'une part et, d'autre part, aux sociétés émettrices.¹¹⁵⁵

B. Les justifications de l'investissement responsable

Les motivations qui animent les investisseurs institutionnels à poursuivre des stratégies d'investissement responsable reposent sur une combinaison de motifs moraux, financiers et économiques qui sont interconnectés et qui se superposent partiellement.¹¹⁵⁶

¹¹⁵² Pour une vue d'ensemble des sujets ESG les plus importants, voir le site internet des UN-PRI : <https://www.unpri.org/esg-issues> (consulté le 4 septembre 2019).

¹¹⁵³ CFA Institute, Environmental, Social and Governance (ESG) Survey (2015), 5 *et seq.*

¹¹⁵⁴ Voir *supra*, troisième partie, chapitre 2, section III 3.

¹¹⁵⁵ Voir principe V des Principes de gouvernance d'entreprise du G20 et de l'OCDE de septembre 2015. Sur les obligations de divulgation des sociétés émettrices, voir notamment OCDE (2017), 17: « *Institutional investors cannot undertake stewardship activities or integrate ESG factors into their investment analysis unless they have information about the ESG-related behavior and business exposure of investee companies* ».

¹¹⁵⁶ Voir notamment Investment Leaders Group (ILG), *The Value of Responsible Investment – The moral, financial and economic case for action* (2014), 12: « *Connecting the dots, one can see an interplay between moral values, financial valuation, social outcomes and business interests* ».

a) La responsabilité fiduciaire

L'investissement responsable est étroitement lié à la responsabilité fiduciaire des investisseurs institutionnels, mais les deux concepts ne peuvent être mis sur un pied d'égalité. Selon les différents points de vue et en fonction du contexte économique et social, la responsabilité fiduciaire est considérée incompatible avec une approche d'investissement responsable ou, inversement, permet de la justifier.¹¹⁵⁷

En 2005, un rapport rédigé par un groupement de gérants de fortune organisés sous l'égide de l'*Initiative financière du Programme des Nations Unies pour l'environnement* (PNUE-FI; ou, en anglais *United Nations Environment Programme Finance Initiative*; UNEP-FI) en collaboration avec l'étude d'avocats *Freshfields Bruckhaus Deringer*, marqua un tournant dans la conception étroite de la responsabilité fiduciaire selon laquelle les pratiques d'investissement responsable s'opposent à l'objectif primordial d'une caisse de pension de verser les pensions aux assurés.¹¹⁵⁸ Ce rapport intitulé « *A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment* », plus connu sous l'appellation « rapport Freshfields », arriva à la conclusion que la responsabilité fiduciaire n'oblige pas les caisses de pension à limiter leurs considérations aux purs critères financiers: « *l'intégration des considérations ESG dans une analyse d'investissement afin de prévoir de façon plus fiable les performances financières est parfaitement acceptable et peut même être requise dans toutes les juridictions* ». ¹¹⁵⁹ Dans ce contexte, les UN-PRI disposent que la considération des questions ESG fait partie de la réalisation d'une meilleure rentabilité ajustée en fonction des risques¹¹⁶⁰ et en 2009, le *Asset Management Working Group* (AMWG) du PNUE-FI constata qu'il est désormais généralement reconnu que les caisses de pension ont même le devoir de considérer des facteurs ESG.¹¹⁶¹

Dans le cadre d'une réflexion sur les intérêts des bénéficiaires, la question de la considération des critères ESG comme partie intégrante des devoirs fiduciaires est centrale, raison pour laquelle elle sera approfondie dans une sous-section à part.¹¹⁶²

¹¹⁵⁷ Rapport Freshfields (2005), 100.

¹¹⁵⁸ En ce sens : AUTENNE (2017), 163.

¹¹⁵⁹ Traduction française reprise du rapport BIT (2013), 6; version originale dans le rapport Freshfields (2005), 13: « [...] *integrating ESG considerations into an investment analysis so as to more reliably predict financial performance is clearly permissible and is arguably required in all jurisdictions* ». Plus en détail sur les conclusions du rapport Freshfields, *infra*, troisième partie, chapitre 3, section I C.

¹¹⁶⁰ UN-PRI (2006), « questions fréquemment posées » : « *[les questions ESG] sont fermement enracinées dans un cadre fiduciaire que doivent respecter les investisseurs* ».

¹¹⁶¹ PNUE-FI (2009), 45.

¹¹⁶² Voir *infra*, troisième partie, chapitre 3, section I 3.

b) *La propriété universelle*

Pour certains investisseurs, l'incitation de se livrer à des pratiques d'investissement durable et responsable obéit à des raisons économiques. Il s'agit des investisseurs dits « universels » (*universal owners*), dont les portefeuilles de titres hautement diversifiés ont atteint un tel volume qu'ils représentent une part de l'économie globale.¹¹⁶³ Dans la mesure où ils détiennent une grande partie du marché mondial, les propriétaires universels sont plus vulnérables à l'état général de l'économie.

La théorie de la propriété universelle (*universal owner theory*), établie par MONKS et MINOW,¹¹⁶⁴ et développée par HAWLEY et WILLIAMS,¹¹⁶⁵ décrit d'une part le comportement de certains investisseurs institutionnels et suggère, d'autre part, comment l'ensemble des investisseurs institutionnels devraient se comporter.¹¹⁶⁶ L'idée sous-jacente de cette théorie est qu'un investisseur universel aura davantage tendance à poursuivre des stratégies d'investissement responsable, étant donné qu'il place ses actifs dans l'ensemble du marché de capitaux, ce qui expose son portefeuille inévitablement aux coûts des dommages environnementaux, sociaux ou économiques causés par les entreprises.¹¹⁶⁷ Or, les propriétaires universels n'ont pas intérêt à ce qu'une entreprise spécifique externalise ses coûts au détriment d'une autre parce qu'ils ne peuvent pas échapper aux externalités négatives. Autrement dit, en empruntant les mots de MONKS (2001): «*An ordinary domestic investor may choose to invest in a corporation that externalizes the brunt of the harm that it is doing. But importantly, nothing is external to a global shareowner. Institutions having investments in all countries have virtually no incentive to permit environmental and hiring practices in the poorest countries that can only have the impact of competing with their own investments elsewhere* ».¹¹⁶⁸ HAWLEY illustre le propos de MONKS à l'aide d'un exemple simplifié : l'entreprise A pollue par son activité une rivière et engendre de ce fait des coûts de dépollution pour l'entreprise B qui se situe en aval de la rivière. À supposer que les deux entreprises soient détenues par les mêmes investisseurs, l'utilité d'une compensation payée à l'entreprise B sera anéantie, étant donné que le gain de l'entreprise A représente une perte pour l'entreprise B.¹¹⁶⁹

¹¹⁶³ Voir LYDENBERG (2007), 467; HEBB/ZANGLEIN *in*: Hawley *et al.* (2015), 116; PNUE-FI (2011), 3; Eurosif (2011), 9; UNCTAD (2011), 31 *et seq.*

¹¹⁶⁴ MONKS/MINOW (1995), 400 ; voir également LYDENBERG (2007), 470.

¹¹⁶⁵ HAWLEY/WILLIAMS (2000), xvii.

¹¹⁶⁶ RICHARDSON (2013b), 323.

¹¹⁶⁷ *Ibid.*

¹¹⁶⁸ MONKS (2001), 105 (mise en évidence dans l'original).

¹¹⁶⁹ HAWLEY, *in*: Hebb *et al.* (2016), 19.

Il résulte de ces éléments que les investisseurs universels sont essentiellement de très grands fonds de pension et certains fonds souverains. La théorie de propriété universelle met en relief le rôle public de certains investisseurs institutionnels en suggérant qu'ils ont une responsabilité de considérer des facteurs ESG, de par le fait que les externalités ESG négatives constituent un risque financier.¹¹⁷⁰ Par ailleurs, les très grands portefeuilles de titres sont réputés favorables aux stratégies d'investissement axées sur le long terme, étant donné que les risques ESG se matérialisent souvent au fil du temps.¹¹⁷¹ En conséquence, on peut s'attendre à ce que les propriétaires universels aient une vision plus complète des prix des externalités, ce qui les amène à allouer leurs ressources de façon à encourager un fonctionnement efficace des marchés et une économie prospère.¹¹⁷²

La théorie de la propriété universelle reste une façon très abstraite et incomplète de justifier l'investissement responsable. À notre connaissance, sa pertinence n'a jusqu'à présent jamais été démontrée de façon empirique, sachant que les éléments démontrant une corrélation positive entre une approche d'investissement responsable et la performance financière sont très difficiles à distinguer, surtout lorsqu'il s'agit d'un très grand portefeuille de titres.¹¹⁷³ Une autre critique, avancée par RICHARDSON, porte sur le fait que la théorie de la propriété universelle transmet une image erronée d'un investisseur qui opère sur l'ensemble du marché.¹¹⁷⁴ Or, en réalité, la gestion des portefeuilles de titres est, en tout cas chez les très grands investisseurs institutionnels, répartie sur différentes sociétés de gestion d'actifs. Ainsi, les portefeuilles dits « universels » sont, en effet, beaucoup plus restreints et se concentrent notamment sur une région géographique ou sur une industrie en particulier.¹¹⁷⁵

La nature abstraite de la théorie de la propriété universelle se manifeste aussi par le fait que seuls quelques rares investisseurs institutionnels s'y réfèrent explicitement pour justifier leur approche d'investissement responsable. Un des investisseurs qui dérive sa stratégie d'investissement de sa qualité d'investisseur universel et qui le mentionne explicitement est le fonds souverain français *Fonds de Réserve pour les Retraites* (FRR). Dans ses stratégies d'investissement responsable, le FRR signale « *que les contraintes de diversification le conduisent à être présent sur toutes les classes d'actifs, secteurs, zones géographiques,*

¹¹⁷⁰ OCDE (2017), 24 ; PNUE-FI (2011), 8 *et seq* ; CADMAN/MARASENI, *in* : Hawley *et al.* (2015), 453 ; Investment Leaders Group (2014), 32.

¹¹⁷¹ RICHARDSON/LEE, *in*: Bassan (2015), 393 ; LYDENBERG (2007), 471.

¹¹⁷² OCDE (2017), 24.

¹¹⁷³ SANDBERG, *in*: Hawley *et al.* (2015), 303.

¹¹⁷⁴ RICHARDSON (2013b), 326.

¹¹⁷⁵ *Ibid.*

*etc.»¹¹⁷⁶ et qu'il est « par conséquent de son intérêt que l'ensemble du système se comporte bien dans la durée».¹¹⁷⁷ Ainsi, le FRR estime que « le rendement à long terme de ses investissements est étroitement lié à la croissance de l'économie et dépend donc des externalités – positives et négatives – engendrées par les entreprises dans lesquelles il investit ».¹¹⁷⁸ D'autres investisseurs institutionnels qui se conçoivent explicitement comme des investisseurs universels sont le fonds souverain norvégien (NGPF-G); CalPERS, le *Canada Pension Plan Investment Board* (CPPIB) et le fonds souverain de la Nouvelle Zélande (NZSF).*

c) L'équité intergénérationnelle

L'équité intergénérationnelle vise à assurer une répartition équilibrée et juste des ressources et des charges entre les générations.¹¹⁷⁹ La responsabilité de la génération actuelle envers les générations futures a été reconnue par de nombreux accords internationaux, principalement liés à la protection de l'environnement et du patrimoine culturel.¹¹⁸⁰ Dans le domaine de l'investissement institutionnel et de la gestion d'actifs, le concept de l'équité intergénérationnelle se traduit par l'idée que les investisseurs institutionnels contribuent au maintien d'un système économique viable sur le long terme.¹¹⁸¹

La responsabilité envers les générations futures découle du devoir de loyauté qui comprend également un devoir d'impartialité, exigeant des investisseurs institutionnels de trouver un équilibre entre les considérations à court et à moyen terme et les objectifs à long terme. Cela implique un devoir de gérer de façon impartiale les conflits qui peuvent exister entre les différents bénéficiaires, y compris entre les différentes générations.¹¹⁸² Un investissement axé uniquement sur la diversification de son portefeuille risque de négliger l'aspect du devoir de loyauté qui commande une allocation équitable des bénéfices entre la génération actuelle et les générations futures.¹¹⁸³ L'exemple le plus parlant à cet égard est la perception du changement climatique comme facteur menaçant la stabilité économique à long terme et le fait que la pollution

¹¹⁷⁶ FRR, *Stratégie d'investissement responsable pour 2013-2017*, 2 *et seq.*

¹¹⁷⁷ *Ibid.* (mise en évidence par l'auteur).

¹¹⁷⁸ FRR, *Stratégie d'investissement responsable pour 2008-2012*, 6.

¹¹⁷⁹ BEDER, *in* : Murray *et al.* (2012), 131.

¹¹⁸⁰ Voir, par exemple : UNESCO Déclaration de responsabilité des générations présents envers les générations futures, 1997 ; Déclaration de Stockholm de 1972 ; Déclaration de Rio de 1992 ; Convention internationale pour la réglementation de la chasse à la baleine de 1946 ; Convention concernant la protection du patrimoine mondial culturel et naturel du 16 novembre 1972 ; Convention-cadre des Nations Unies sur les changements climatiques du 9 mai 1992. Sur la nature juridique du concept de l'équité intergénérationnelle en droit international public, voir MOLINARI, *in* : Viñuales (2015) 139 ss.

¹¹⁸¹ MOLINARI, *in* : Viñuales (2015), 149.

¹¹⁸² Rapport Freshfields (2015), 113 ; voir également LYDENBERG (2014), 375.

¹¹⁸³ HAWLEY/JOHNSON/WAITZER (2011), 4; LYDENBERG (2014), 365.

environnementale pèse continuellement sur la productivité économique. Comme le signalait un rapport de la société-conseil Mercer en 2011, les risques liés au changement climatique ne peuvent pas être évités ou mitigés par une diversification selon les catégories d'actifs, mais seulement par des stratégies qui visent à diversifier les différentes sources de risque.¹¹⁸⁴

Le juste équilibre de ressources et, de ce fait, la gestion de conflits intergénérationnels, semblent d'autant plus importants si l'on considère le vieillissement démographique croissant qui s'accroît au cours des trente prochaines années dans les économies industrialisées.¹¹⁸⁵ Il n'est dès lors pas surprenant que l'argument intergénérationnel soit souvent invoqué pour justifier les pratiques d'IR des pourvoyeurs de capitaux à très long terme, à savoir des caisses de pension et des fonds souverains, étant donné que ces derniers se sont engagés à verser des rentes sur plusieurs générations ou – dans le cas des fonds souverains – à faire bénéficier des générations futures de l'investissement.¹¹⁸⁶ À titre d'exemple, citons CalPERS pour qui l'objectif d'assurer la sécurité des rentes pour les générations futures est le principal argument d'adopter des stratégies d'IR : « *Our overriding investment priority is to grow our portfolio in a way that ensures we meet our commitments to our beneficiaries – not just today – but when the graduates of today retire in 40 years' time. This is why sustainability matters to our fund [...]* ». ¹¹⁸⁷

En ce qui concerne les fonds souverains, l'équité intergénérationnelle constitue surtout un pilier fondamental pour la catégorie spécifique des fonds souverains ayant été conçus comme des fonds d'épargne,¹¹⁸⁸ dont la vocation est de gérer les ressources provenant de matières premières non renouvelables dans le but de générer des flux de revenus destinés aux générations futures.¹¹⁸⁹ Vu sous cet angle, les fonds d'épargne constituent des véhicules de transfert de richesse d'une génération à l'autre.¹¹⁹⁰ Pour atteindre cet objectif, ils doivent s'efforcer de réduire leurs externalités intergénérationnelles qui apparaissent lorsque les activités des sociétés engendrent des coûts qui risquent de se répercuter sur les générations futures.¹¹⁹¹ Le cas de figure le plus flagrant à ce sujet est la dégradation environnementale, notamment la pollution due à l'augmentation de la concentration de gaz à effet de serre et le réchauffement

¹¹⁸⁴ MERCER (2011), 1: « *To manage climate change risks, institutional investors need to think about diversification across sources of risk rather than across traditional asset classes* ».

¹¹⁸⁵ Voir OFS (2015).

¹¹⁸⁶ HAWLEY, *in*: Hebb *et al.* (2015), 27.

¹¹⁸⁷ CalPERS (2012), 4.

¹¹⁸⁸ The Worldwatch Institute (2014), 87.

¹¹⁸⁹ IFSWF (2014), 11 ; voir la typologie des fonds souverains proposée par le FMI, FMI-SWF (2008), 5.

¹¹⁹⁰ FMI-SWF (2008), 4; URWIN, *in*: Hawley *et al.* (2014), 278.

¹¹⁹¹ CAPPELLEN/URWIN (2012), 3: « *[...] intergenerational externalities are the unintended consequences on future generations of decisions made today* ».

climatique qui en découle, qui sera supportée principalement par les générations futures. Comme le précisent BUISINE, JOURJON et MALAPERT, l'idée étant de « *remplacer une réserve d'hydrocarbures – ou de minerais – qui ne procure un revenu qu'une fois dans le temps, par une réserve d'actifs financiers qui procure des revenus réguliers* ». ¹¹⁹²

La dimension intergénérationnelle suscite une réflexion sur la finalité des différentes institutions. Tandis que l'objectif immédiat d'un fonds de pension ou d'un fonds souverain est de générer un retour sur investissement, leur objectif sous-jacent est de permettre à leurs bénéficiaires de maintenir leur niveau de vie pendant la retraite et de garantir aux générations futures un certain niveau de vie lorsque les réserves en carburants fossiles seront épuisées. Dans cette perspective, il apparaît que l'ambition de générer toujours plus de rendement n'est pas une fin en soi pour la société, mais plutôt un moyen par lequel l'humanité peut maintenir et augmenter son bien-être, raison pour laquelle les intérêts financiers des investisseurs et bénéficiaires finaux ne peuvent être dissociés de cette finalité plus large. ¹¹⁹³ À ce propos, nous pouvons nous référer de nouveau aux termes du rapport Freshfields: « [...] *many people wonder what good an extra percent or three of patrimony are worth if the society in which they are to enjoy retirement and in which their descendants will live deteriorates. Quality of life and quality of the environment are worth something, even if not, or particularly because, they are not reducible to financial percentages* ». ¹¹⁹⁴

En droit américain, la dimension intergénérationnelle du devoir d'impartialité avait été explicitement reconnue par la jurisprudence en ce qui concerne les caisses de pension assujetties à ERISA. Dans l'affaire *Withers v Teachers' Retirement System*, la Cour de district fédéral (*Federal District Court*) de New York avait considéré qu'un fonds de pension doit être géré pour répondre aux obligations futures et présentes: « *Their obligation, plainly, was to manage the fund so as to enable it to meet its obligations not only to current retirees, but also to those scheduled to retire in the future [...]* ». ¹¹⁹⁵ L'affaire *Varity v Howe*, qui portait également sur un fonds de pension, amena la Cour Suprême à reconnaître que le devoir de préserver les actifs pour assurer les besoins des générations futures faisait partie de la *common law* en matière de fiducie: « *[T]he common law of trusts recognizes the need to preserve assets to satisfy future, as well as present, claims and requires a trustee to take impartial account of the interest of all beneficiaries* ». ¹¹⁹⁶ La jurisprudence américaine laisse ainsi entendre que l'investissement responsable et axé sur le long terme est un moyen pour sécuriser les bénéfices futurs en

¹¹⁹² BUISINE/JOURJON/MALAPERT (2012), 16.

¹¹⁹³ Investment Leaders Group (2014), 12.

¹¹⁹⁴ Rapport Freshfields (2005), 3.

¹¹⁹⁵ *Withers v Teachers' Retirement System*, 44 F. Supp. 1248 (S.D.N.Y. 1978), 1257-1258.

¹¹⁹⁶ *Varity Corp. v Howe et al.*, 94-1471, 514 US Supreme Court (1996).

termes de retours financiers, même si cela implique une réduction de la rentabilité pour les bénéficiaires actuels. Comme le précisent HAWLEY, JOHNSON et WAITZER, cela implique une pesée des intérêts dans la prise de décisions d'investissements qui va au-delà de la considération des critères financiers : « [f]iduciaries must ensure that their decision-making process balance allocation of capital between near-term and future wealth creation and consider the potential transfer of risks between participant generations. Intergenerational wealth maximization requires active consideration of a range of factors beyond narrow financial criteria ». ¹¹⁹⁷

En raison de sa nature abstraite et complexe, il n'est pas aisé de traduire l'argument intergénérationnel dans une pratique d'investissement concrète. ¹¹⁹⁸ Il est d'ailleurs extrêmement difficile, voire impossible, de déterminer si le devoir juridique de répartir les ressources et charges de manière équilibrée et juste parmi les générations a été respecté ou violé. Ainsi, avec une portée pratique limitée, l'équité intergénérationnelle agit plutôt à titre de guide moral et éthique pour l'établissement de stratégies des investisseurs institutionnels.

d) La performance financière

La justification des pratiques d'investissement responsable le plus souvent fournie est celle de leur impact sur la performance financière. ¹¹⁹⁹ D'un point de vue économique, il s'agit de la principale question en jeu, dans la mesure où elle est controversée.

Les nombreuses recherches empiriques n'ont pas abouti à des résultats clairs et univoques. Au départ, les données sur l'interaction de l'investissement responsable et la performance financière étaient limitées et peu comparables. En 2001, OESCH a qualifié les résultats empiriques tentant d'établir un lien entre le rendement et les critères non-financiers de « [p]eu solides et souvent ambigus », ¹²⁰⁰ ce qui l'avait amené à conclure prudemment que « la prise en compte des considérations sociales et écologiques ne paraît pas automatiquement entraîner un rendement inférieur comme le prédit la théorie financière orthodoxe », mais qu'« il n'est guère possible de répondre à la question [de savoir s'il existe un conflit d'intérêt réel entre le rendement et la durabilité] ». ¹²⁰¹

Depuis lors, les études empiriques sur la question se sont multipliées : en 2003, ORLITZKY, SCHMIDT et RYNES ont conclu qu'il existe une relation positive

¹¹⁹⁷ HAWLEY/JOHNSON/WAITZER (2011), 8.

¹¹⁹⁸ URWIN, *in*: Hawley *et al.* (2014), 278.

¹¹⁹⁹ Voir notamment THORNTON (2008), 401; RICHARDSON (2013b), 321; BARNETT/SALOMON (2006), 1101; KREANDER/GRAY/POWER/SINCLAIR (2005), 1465; GARY (2018), 14.

¹²⁰⁰ OESCH, *in*: Pasquier-Dorthe *et al.* (2001), 172.

¹²⁰¹ *Idem*, 174.

entre la performance sociale et la performance financière, quoique les résultats de leur méta-analyse ne soient pas parfaitement clairs à cet égard.¹²⁰²

L'étude de KEMPF et OSTHOFF (2007), qui se concentre sur l'impact financier des stratégies de *screening* (négative, positive et *best-in-class*) sur la performance du portefeuille de titres des sociétés Standard & Poor's 500 (S&P 500) et Domini 400 Social Index (DS 400) entre 1992 et 2004, aboutit au constat que les stratégies de *screening* positive et *best-in-class* peuvent être associées à des performances financières élevées, mais que la question de savoir à quoi cette situation est due demeure incertaine.¹²⁰³

La méta-analyse de MARGOLIS, ELFENBEIN et WALSH (2009) combine les résultats de 251 études sur la question de la relation entre la performance sociale et la performance financière des entreprises. Si, dans 59% des cas, il n'existe pas de relation significative entre la performance sociale et financière, ils arrivent à démontrer que la corrélation positive est bien plus élevée que la corrélation négative : de ce fait, dans 28% des cas, il existe une relation positive, contre seulement 2%, pour les cas de corrélation négative.¹²⁰⁴

Une autre méta-analyse portant sur la question de l'effet de l'IR sur la performance financière est celle de REVELLI et VIVIANI (2012). Fondée sur un échantillon de 85 études empiriques conduites entre 1972 et 2012, l'analyse parvient à la conclusion « *qu'il n'existe pas de lien significatif entre l'ISR et la performance* ». ¹²⁰⁵ Autrement dit, selon REVELLI et VIVIANI, le choix de poursuivre une stratégie d'IR ne génère ni coût, ni bénéfice financier pour l'investisseur. ¹²⁰⁶

Parmi les études récentes, celle de FRIEDE, BUSCH et BASSEN semble être la plus vaste et la plus complète. Publiée en 2015, cette méta-analyse réunit les résultats de 2'200 études empiriques menées entre 1978 et 2015, portant sur l'interaction entre l'intégration des critères ESG et la performance financière. ¹²⁰⁷ L'élément le plus important pour conduire l'analyse sur la considération des critères ESG et les devoirs fiduciaires qui suit, réside dans la conclusion que 90% des études empiriques examinées révèlent une corrélation positive entre l'intégration ESG et la performance financière. ¹²⁰⁸

¹²⁰² ORLITZKY/SCHMIDT/RYNES (2003), 427.

¹²⁰³ KEMPF/OSTHOFF (2007), 921: « *Overall, our results suggest that past SRI ratings are a valuable information for investors. A simple trading strategy based on this publicly available information leads to high abnormal returns. This immediately raises the question of where this extra profit stems from. Does it result from a temporary mispricing in the market or does it compensate for an additional risk factor? Answering this question seems to be a promising avenue for future research* ».

¹²⁰⁴ MARGOLIS/ELFENBEIN/WALSH (2009), 21.

¹²⁰⁵ REVELLI/VIVIANI (2012), N 67.

¹²⁰⁶ *Ibid.*

¹²⁰⁷ FRIEDE/BUSCH/BASSEN (2015), 210.

¹²⁰⁸ FRIEDE/BUSCH/BASSEN (2015), 226.

Les résultats de ces études doivent être interprétés avec précaution, car elles portent sur des stratégies d'IR et des cadres temporels différents.¹²⁰⁹ Enfin, comme le souligne GARY, plus l'horizon temporel est court, plus les résultats sont problématiques, dans la mesure où les critères ESG ont plus d'impact sur le rendement à long terme que sur le rendement à court terme.¹²¹⁰

Si les études empiriques conduites à ce jour ne débouchent pas sur les mêmes conclusions, il en ressort clairement qu'adopter une stratégie d'IR n'implique pas nécessairement une baisse des rendements ajustés au risque. En d'autres termes, l'intégration des critères ESG dans la composition du portefeuille de titres ou dans les décisions, de même que la poursuite d'une autre stratégie d'IR, n'est pas en soi incompatible avec le devoir fiduciaire des investisseurs institutionnels de placer les actifs dans l'intérêt financier de leurs bénéficiaires.¹²¹¹ Bien qu'il soit difficile de conclure à une relation directe de cause à effet, il se dégage un consensus croissant que l'IR en général, et l'intégration des critères ESG en particulier, ont une incidence positive sur la performance financière.¹²¹²

e) Les raisons éthiques

L'investissement responsable peut également reposer sur un choix moral. La dimension éthique de l'IR suppose que les investisseurs ont, de par leur capacité de pouvoir influencer les sociétés cotées, les marchés de capitaux et, de ce fait, l'économie dans son ensemble, une responsabilité morale de contribuer avec leur activité d'investissements au développement durable.¹²¹³ Si l'objectif général des partisans de l'IR est d'amener les organes dirigeants des sociétés à adopter un comportement conforme à leurs exigences en matière ESG, l'approche éthique vise à orienter les sociétés cotées vers des valeurs morales spécifiques, souvent qualifiés comme extra-financières.¹²¹⁴ Cela peut couvrir une vaste gamme de préoccupations, telles que la lutte contre les discriminations raciales ou sexuelles, l'interdiction du travail des enfants, la production ou la promotion de certains produits considérés comme immoraux

¹²⁰⁹ OCDE (2017), 30.

¹²¹⁰ Traduction par l'auteur. Version originale GARY (2018), 14: « *The studies that cover short time frames can be problematic because ESG factors affect long-term performance more than short-term performance* ».

¹²¹¹ Plus en détail, voir *infra*, troisième partie, chapitre 3, section I 3 C.

¹²¹² AUTENNE (2017), 164; OCDE (2017), 30; KRÜGER/SAUTNER/STARKS (2019), 16.

¹²¹³ BIEDERMANN (2001), 157 ; THORNTON (2008), 396 ; RICHARDSON (2013b), 321.

¹²¹⁴ Dans le passé, on considérait les facteurs ESG comme étant des préoccupations extra-financières. Selon cette vision, les facteurs ESG sont perçus comme des externalités de l'entreprise ne faisant pas partie de sa valeur. Or, au fil du temps, une prise en compte des facteurs ESG est censé réduire les risques pour les investisseurs et créer de la valeur. HEBB, *in* : Hebb *et al.* (2016), 3 ; HAWLEY *in* : Hebb *et al.* (2016), 20 ; SANDBERG (2011), 143 ; RICHARDSON, *in* : Sjøfjell *et al.* (2015), 232 *et seq*; RICHARDSON/LEE, *in* : Bassan (2015), 392. Certains auteurs continuent toutefois à se référer au terme de « critères extra-financiers », voir par exemple KOHLER/SIERRO (2015), 512.

ou nocifs pour la santé ou pour l'écologie, etc.¹²¹⁵ Les motifs éthiques ont permis par exemple de justifier la campagne de désinvestissement en Afrique du Sud dans les années 1970 et 1980, un des exemples les plus importants de la dimension éthique de l'IR ayant notamment contribué au renversement du régime de l'apartheid.¹²¹⁶

On observe globalement que l'argument moral, populaire jusqu'au début des années 2000 pour justifier les stratégies d'investissement responsable, a cédé de plus en plus le pas devant l'argument de la gestion des risques. Les motivations éthiques de l'adoption de stratégies d'investissement responsable sont moins développées et les investisseurs institutionnels se montrent souvent plus réticents à les invoquer,¹²¹⁷ car elles comportent un jugement de valeur qui est présumé être subjectif, contrairement à l'objectivité apparente des décisions d'investissement fondées sur des mesures financières. Or, s'il est vrai que les débats de nature morale ou éthique suscitent souvent des controverses, il est néanmoins établi que certaines valeurs fondamentales dont l'universalité fait consensus s'imposent, comme par exemple la protection de l'environnement et le respect des droits de l'homme, dont notamment ceux des travailleurs.

f) *La gestion des risques*

Pour le secteur financier, l'IR relève de la gestion des risques.¹²¹⁸ Selon Eurosif, « *la prise en compte de la durabilité des investissements peut contribuer à améliorer la compréhension par l'investisseur des risques financiers, ainsi que sa capacité à traiter ces risques* ». ¹²¹⁹ En effet, l'opinion publique et l'attention médiatique jouent un rôle non négligeable dans le choix des investisseurs de se diriger vers des pratiques d'investissement responsable. Selon une étude conduite par le FORUM NACHHALTIGE GELDANLAGEN et le SWISS SUSTAINABLE FINANCE (FNG/SSF) portant sur le marché suisse en 2015, le risque lié à la réputation est le deuxième facteur le plus important (après la responsabilité envers les générations futures) pour justifier les stratégies d'investissement visant à protéger l'environnement.¹²²⁰ Avec l'attention des ONG et des médias concentrée sur les effets sociaux et environnementaux des investissements dans les sociétés cotées et une pression grandissante de la société civile, les investisseurs institutionnels s'exposent davantage aux risques de réputation et

¹²¹⁵ KOHLER/SIERRO (2015), 512.

¹²¹⁶ RICHARDSON (2013b), 321; GARY (2018), 3. En détail sur les campagnes de désinvestissement du mouvement anti-apartheid: DOBRIS (1986), 209 ss.

¹²¹⁷ Voir par exemple, Investment Leaders Group (2014), 12.

¹²¹⁸ Eurosif (2011), 10.

¹²¹⁹ Traduction par l'auteure. Version originale d'Eurosif (2011), 10: « *Taking sustainability risks into account can improve an investor's understanding of financial risks and its capacity to deal with these risks* ».

¹²²⁰ FNG/SSF (2016), 12.

aux risques de litiges judiciaires.¹²²¹ Dans l'objectif d'atténuer ces risques, les investisseurs auront tendance à éviter les placements dans des sociétés perçues comme inacceptables ou irresponsables.¹²²²

Une récente étude quantitative réalisée par GIBSON BRANDON et KRÜGER étaye l'hypothèse que la durabilité réduit le risque.¹²²³ En mesurant la stratégie globale des institutions, leur étude est parvenue à la conclusion que les portefeuilles qui ont une empreinte environnementale moindre présentent un risque moins élevé et génèrent même des rendements supérieurs à long terme.¹²²⁴ GIBSON BRANDON et KRÜGER expliquent cette meilleure performance ajustée au risque par les fluctuations de cours moins importants des placements ESG.¹²²⁵

La gestion des risques comme argument en faveur d'une stratégie d'IR est particulièrement pertinente en ce qui concerne les risques (et les opportunités) associés au changement climatique.¹²²⁶ Avec des résultats scientifiques qui ne laissent pas de doutes sur les effets catastrophiques du changement climatique,¹²²⁷ de nombreux investisseurs institutionnels y reconnaissent des conséquences financières sans précédent.¹²²⁸ En effet, les risques climatiques pourraient potentiellement avoir un impact sur les sociétés cotées qui, à leur tour, transmettent ces risques à leur actionnariat institutionnel, ce qui affecte le rendement des investissements pour leurs bénéficiaires.¹²²⁹ Il convient de noter à ce sujet que les risques ne résultent non seulement des effets physiques du changement climatique, mais également des potentielles demandes de réparation par des victimes de sinistres liés aux effets du changement climatique (risques de responsabilité), ainsi qu'au différents risques de transition. Font partie de cette catégorie les réponses réglementaires (qui peuvent entraîner de fortes réévaluations des actifs et affecter donc la stabilité financière), technologiques et sociétales (se manifestant par une pression concurrentielle provenant notamment du secteur des énergies renouvelables).¹²³⁰

¹²²¹ En ce sens, notamment : SULLIVAN/HACHEZ, *in* : Mares (2012), 221 ; voir également OCDE (2017), 9.

¹²²² SCHOLTENS (2006), 19 *et seq* ; Eurosif (2011), 9 ; BIT (2013), 8.

¹²²³ GIBSON BRANDON/KRÜGER (2018), 41.

¹²²⁴ *Ibid.*

¹²²⁵ *Idem*, 31.

¹²²⁶ OCDE (2017), 30.

¹²²⁷ Voir notamment les conclusions du groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC ou, en anglais le Intergovernmental Panel on Climate Change, IPCC) des Nations Unies dans le rapport « Changements climatiques 2013 – Les éléments scientifiques » du 27 septembre 2013, ainsi que les conclusions du rapport spécial du GIEC sur les conséquences d'un réchauffement planétaire de 1.5°C du 8 octobre 2018.

¹²²⁸ BARKER *et al.* (2016), 214.

¹²²⁹ KRÜGER/SAUTNER/STARKS (2019), 1.

¹²³⁰ Voir notamment: Commission européenne, Resource Efficiency and Fiduciary Duties of Investors (2014), 69; BARKER *et al.* (2016), 214; OCDE (2017), 32 ss; GARY (2018), 33; KRÜGER/SAUTNER/STARKS (2019), 3.

Le sujet étant trop vaste et complexe pour être traité dans le cadre de ce travail, nous soulignons ici seulement que la gestion des risques, y compris notamment les mesures de mise en œuvre à prendre en vue de l'Accord de Paris sur le climat,¹²³¹ ont un potentiel d'impact notable sur la valorisation des actifs et l'évaluation des risques des investisseurs institutionnels.¹²³²

C. La considération des critères ESG comme partie intégrante des devoirs fiduciaires

La perception des critères ESG comme paramètre essentiel dans l'accomplissement de la responsabilité fiduciaire soulève la question de savoir si l'intérêt à long terme des bénéficiaires implique une prise en compte des critères ESG. Autrement dit, la considération des critères ESG est-elle impérative pour les investisseurs institutionnels à long terme ?

a) L'admissibilité des critères ESG

Avant de traiter cette question, un examen de l'évolution de l'interprétation des intérêts des bénéficiaires s'impose. La vision traditionnelle et étroite des devoirs fiduciaires selon laquelle le seul paramètre à prendre en compte pour évaluer l'intérêt des bénéficiaires devrait être la maximisation du retour sur investissement à court ou à moyen terme avait été consolidée en 1984 dans un arrêt de principe anglais. Dans l'affaire *Cowan v Scargill*, le juge MEGARRY V.C. a établi que les fiduciaires ne peuvent pas faire passer leurs valeurs éthiques avant les intérêts financiers de leurs bénéficiaires.¹²³³ Au cœur de ce litige se trouvait une division au sein du conseil de *trustees* du *National Coal Board Pension Scheme* sur la question d'investir dans une société pétrolière sud-africaine. Bien que cet investissement fût considéré par les *trustees* comme étant le plus profitable, ils l'ont rejeté au motif qu'il se trouvait en concurrence avec l'industrie du charbon à laquelle appartenait le fonds et que l'investissement dans le régime de l'apartheid de l'Afrique du Sud était contraire à leur éthique.¹²³⁴

Sur le plan pratique, l'affaire *Cowan v Scargill* a eu des répercussions bien au-delà de la Grande-Bretagne. *Cowan v Scargill* est réputé avoir poussé les

¹²³¹ Nations Unies, Convention-cadre sur les changements climatiques du 12 décembre 2015, Paris (ci-après « Accord de Paris sur le climat »).

¹²³² Pour plus de détails sur les différents risques associés au changement climatique et leurs effets sur les portefeuilles des investisseurs institutionnels, voir OCDE (2017), 32 ss ; KRÜGER/SAUTNER/STARKS (2019) ont conduit une recherche quantitative sur les risques climatiques pour les investisseurs institutionnels en réalisant un sondage auprès d'un échantillon représentatif d'investisseurs institutionnels permettant d'évaluer leur perception des risques climatiques.

¹²³³ *Cowan v Scargill* [1985] Ch 270. Pour un résumé de l'arrêt *Cowan v Scargill*, voir CLARK in : Hawley *et al.* (2014), 268-269 et IBARRA GARZA (2013), 69 *et seq.*

¹²³⁴ Sur la dichotomie des représentants des salariés dans l'organe suprême dans l'affaire *Cowan v Scargill*, voir *infra*, troisième partie, chapitre 3, section III, 3.

investisseurs à se focaliser sur le rendement financier à court et à moyen terme en négligeant les aspects d'investissement responsable.¹²³⁵ La tendance générale était donc que la considération des critères ESG dans la sélection et la gestion des investissements se trouve en conflit avec les devoirs fiduciaires qui commandent tout simplement une maximisation du retour sur investissement.

Ce n'est qu'en 2005, dans le cadre du rapport Freshfields, que l'interprétation par la doctrine de l'affaire *Cowan v Scargill* avait été remise en cause: « *Megarry's decision has been distorted by commentators over time to support the view that it is unlawful for pension fund trustees to do anything but seek to maximise profits for their beneficiaries* ». ¹²³⁶ Face à ce constat, le rapport Freshfields s'est penché sur la question de savoir si l'intégration des critères ESG est compatible avec la responsabilité fiduciaire des investisseurs institutionnels. Les principales conclusions de ce rapport peuvent être résumées comme suit :

- Choisir des investissements en tenant compte des facteurs ESG est **admissible** lorsque ceux-ci présentent des caractéristiques financières équivalentes.¹²³⁷
- La considération des facteurs ESG est réputée **obligatoire** lorsqu'ils s'avèrent financièrement pertinents et lorsque l'on peut raisonnablement présumer que les bénéficiaires finaux les supportent de manière unanime.

En somme, selon les conclusions du rapport Freshfields, la mission primordiale des investisseurs institutionnels de dégager un rendement des fonds investis par les bénéficiaires ne devrait pas se faire au détriment de tous les autres facteurs.

En dépit de l'importance du rapport Freshfields pour l'interprétation de la responsabilité fiduciaire des investisseurs institutionnels, le rapport laisse relativement peu de place à la promotion de l'investissement responsable dans la mesure où toute une série de questions restent ouvertes. SANDBERG relève à juste titre qu'il est peu probable que les membres d'un organe décisionnel se trouvent confrontés à une situation où deux ou plusieurs investissements présentent des caractéristiques financières équivalentes, étant donné qu'une multitude de facteurs entrent en jeu lors de la prise de décision

¹²³⁵ SANDBERG (2011), 144.

¹²³⁶ Rapport Freshfields (2005), 9.

¹²³⁷ *Ibid.*

d'investissement.¹²³⁸ En outre, rappelons qu'il n'est pas aisé d'évaluer la considération des critères ESG en termes financiers.¹²³⁹

Dix ans après la publication du rapport Freshfields, le PNUE-FI déclara dans son rapport de suivi intitulé « *Fiduciary Duty in the 21st Century* » que les devoirs fiduciaires ne constituent pas un obstacle en soi pour l'intégration des critères ESG dans l'investissement institutionnel. Le rapport Freshfields de 2015 va jusqu'à prétendre que le fait d'ignorer les leviers de création de valeur à long terme revient à un manquement des devoirs fiduciaires : « *failing to consider long-term investment value drivers [...] is a failure of fiduciary duty* ». ¹²⁴⁰

Force est de constater que les rapports Freshfields apportaient certes de nouvelles impulsions pour une interprétation large de la responsabilité fiduciaire incluant une perspective d'investissement responsable. Cependant, pour que l'IR puisse devenir un véritable levier de l'investissement institutionnel, l'introduction des devoirs positifs de considérer des critères ESG s'avèrent nécessaires.¹²⁴¹

b) *Le devoir positif de considérer des critères ESG*

Partant du constat que l'intégration des critères ESG est conciliable avec l'accomplissement des devoirs fiduciaires, il se pose la question de savoir si et dans quelle mesure les organes décisionnels des institutions doivent tenir compte de facteurs tels que le degré d'émissions de gaz carbonique ou des violations des droits de l'homme par les entreprises desquelles ils détiennent des participations.

Bien que l'idée de la durabilité de l'investissement institutionnel soit évoquée au niveau du droit contraignant et non contraignant,¹²⁴² il n'existe à ce jour en droit suisse pas de devoir positif explicite de considérer des critères ESG dans le processus de composition de portefeuille de titres, ni dans le processus d'exercice des droits de vote. Le droit suisse n'est pas un cas isolé : dans les textes réglementaires et législatifs relatifs à la gouvernance des investissements

¹²³⁸ SANDBERG (2011), 149: « *The central question in this context is how likely it is that investors will find themselves in situations where the financial characteristics of two or more investments are equal in the sense encoded in the law. [...] it actually seems rather unlikely that investors with adequate skills in modern financial analysis will find themselves in such situations – or, at least, that they will do so very often.* » (Mise en évidence dans l'original).

¹²³⁹ Voir *supra*, troisième partie, chapitre 3, section I, 3 C iv ; voir également SANDBERG (2011), 150.

¹²⁴⁰ PNUE-FI (2015), 9.

¹²⁴¹ SANDBERG (2011), 150 ; AUTENNE (2017), 164.

¹²⁴² Art. 22 al. 4 ORAb dispose que les institutions de prévoyance doivent veiller à assurer la prospérité *durable* de l'institution. Le deuxième principe des LDII préconise aux investisseurs institutionnels de se laisser guider lors de l'exercice des droits d'actionnaires par *une vision à long terme et durable*. Voir *infra*, troisième partie, chapitre 3 section II 1 et 2.

des pays membres de l'OCDE, il est, en effet, rarement fait référence explicite aux thématiques ESG, même si les choses commencent à changer,¹²⁴³ notamment grâce à une volonté politique et une pression publique d'exploiter le potentiel important des investisseurs institutionnels pour atteindre les objectifs fixés dans des accords mondiaux tels que l'Accord de Paris sur le climat ou les Objectifs de développement durable (ODD) de l'ONU.¹²⁴⁴

Il existe toutefois deux exceptions récentes à cette tendance générale, la première provenant du droit français. Suite aux négociations de la COP21, conférence des Nations Unies sur le climat, débouchant sur l'Accord de Paris en décembre 2015, la France a franchi une étape réglementaire majeure marquant un tournant en matière de transparence extra-financière.¹²⁴⁵ Entré en vigueur en 2016, l'art. 173-VI de la Loi relative à la transition énergétique pour la croissance verte (LTECV)¹²⁴⁶ et son décret d'application¹²⁴⁷ exigent des investisseurs institutionnels une déclaration annuelle et publique relative à l'intégration des critères ESG et des risques liés au changement climatique. L'ensemble de ces mesures fondées sur le principe *comply or explain* s'inscrit dans l'objectif général d'accroître la transparence et d'inciter les investisseurs à s'approprier des enjeux ESG en permettant leur mise en application flexible.¹²⁴⁸

La seconde exception concerne le droit européen. La version révisée de la Directive relative aux fonds de pension professionnelle (ci-après IRP II),¹²⁴⁹ en vigueur depuis janvier 2017, vise, entre autres, à améliorer la gouvernance des fonds de pension et à promouvoir l'investissement responsable. Ainsi, les institutions de retraite professionnelle ayant au minimum 100 membres, doivent tenir compte des critères ESG dans leurs décisions d'investissement et publier ces informations dans un rapport énonçant les principes de leur politique

¹²⁴³ OCDE (2017), 10.

¹²⁴⁴ L'Accord de Paris vise à limiter la hausse de la température globale à moins de 2° C par rapport à l'époque préindustrielle et enjoint les États signataires à poursuivre des efforts pour limiter l'élévation des températures à 1.5° C (art. 2 al. 1 a Accord de Paris sur le climat). Les 17 objectifs de développement durable définissent des ambitions économiques, sociales et environnementales pour les États membres de l'ONU, voir les ODD sur le site de l'ONU, disponible sur : <https://www.un.org/sustainabledevelopment/fr/objectifs-de-developpement-durable> (consulté le 4 septembre 2019).

¹²⁴⁵ D'autres ordres juridiques prévoient des obligations en matière de divulgations de facteurs ESG, mais selon l'OCDE les exigences de la LTECV sont de portée la plus importante ; pour un aperçu de la réglementation en matière de communication des critères ESG dans différents États membres de l'OCDE, voir le tableau de l'OCDE, OCDE (2017), 15.

¹²⁴⁶ Loi n° 2015-992 du 17 août 2015 relative à la transition énergétique pour la croissance verte.

¹²⁴⁷ Décret n° 2015-1850 du 29 décembre 2015 pris en application de l'article L. 533-22-1 du code monétaire et financier.

¹²⁴⁸ PNUE-FI/Minrova, Article 173 de la Loi relative à la transition énergétique et pour la croissance verte – note d'information destinée aux investisseurs internationaux, 2017, 6.

¹²⁴⁹ Directive 2016/2341/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 décembre 2016 concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle, JO L du 23 décembre 2016. Pour plus de détails concernant la gouvernance des fonds de pension au niveau international et européen et la Directive IRP II, voir notamment AUTENNE (2017), 165 ss.

d'investissement une fois tous les trois ans.¹²⁵⁰ Les États membres avaient jusqu'en janvier 2019 pour transposer ces exigences dans leur législation nationale. Il serait intéressant de voir, dans le cadre de futurs projets de recherche, comment les États membres s'adaptent aux exigences européennes en matière d'investissement responsable en fonction de leurs spécificités nationales. Sachant que l'implication du secteur privé dans la transition vers une économie bas-carbone s'inscrit dans l'agenda politique de nombreux États, mais également au vu de l'interconnexion des marchés financiers mondiaux et de leurs acteurs, on peut s'attendre à ce que les obligations de déclaration inspirées de celles de la LTECV française et de la directive IRP II voient le jour dans d'autres ordres juridiques.¹²⁵¹

Comment la situation se présente-t-elle alors lorsque le droit contraignant n'évoque pas la question de la considération des questions ESG pour les investisseurs institutionnels ? Même lorsque le droit contraignant n'exige pas explicitement des investisseurs institutionnels de considérer des critères ESG dans les décisions d'investissement et de vote, il ne les empêche pas de le faire, pour autant que ces critères soient financièrement pertinents, c'est-à-dire qu'ils aient un impact matériel sur la valeur des portefeuilles. Il appartient ainsi en premier lieu aux organes décisionnels des investisseurs institutionnels de décider si, et dans quelle mesure l'intégration des critères ESG est compatible avec leur devoir de prudence. Comme nous l'avons démontré ci-dessus, la considération des critères ESG fait l'objet d'un consensus croissant et se justifie à plusieurs titres.¹²⁵² Une interprétation actuelle de la gestion diligente des actifs implique dès lors nécessairement d'intégrer une dimension ESG.¹²⁵³

La situation est moins évidente lorsque les critères ESG n'ont pas un impact financier direct sur la valeur de l'investissement. Certes, une stratégie d'investissement mue exclusivement ou principalement par des raisons éthiques ou destinée à générer des bénéfices non-financiers est incompatible avec le devoir de prudence. Or, les externalités ESG négatives se concrétisent souvent au fil du temps. Tel est notamment le cas avec les coûts à long terme liés aux différents risques climatiques.¹²⁵⁴ Si, de prime abord, certaines considérations semblent ne pas avoir de répercussion directe sur la valeur de

¹²⁵⁰ Directive IRP II, consid. 58 et 60.

¹²⁵¹ Sur les obligations des institutions de prévoyance dans l'Union européenne en matière d'intégration des critères ESG, notamment en vue du Plan d'action européen « Financer la croissance durable » (2018), voir KARAMETAXAS (2019). L'impact attendu de ce plan d'action sur le secteur financier suisse a fait l'objet d'une étude de PwC et du WWF: PwC/WWF, *Paradigm shift in financial markets – The economic and legal impacts of the EU Action Plan Sustainable Finance on the Swiss financial sector*, mars 2019.

¹²⁵² *Supra*, troisième partie, chapitre 3, section I 3 B.

¹²⁵³ Dans ce sens : GARY (2018), 41.

¹²⁵⁴ À propos des différents risques liés au changement climatique, voir *supra*, troisième partie, chapitre 3, section I 3 B f.

l'investissement, il est fort probable que ces facteurs aient en fin de compte un impact financier.¹²⁵⁵ En outre, en raison de la vulnérabilité des investisseurs institutionnels de très grande taille (investisseurs universels) vis-à-vis de l'état général de l'économie globale, pratiquement toutes les externalités ESG négatives constituent un risque financier.¹²⁵⁶

Il convient cependant de souligner que l'intégration des critères ESG ne conduit pas automatiquement à un investissement durable et ne parvient pas à elle seule à résoudre les incertitudes que soulève la définition de l'intérêt des bénéficiaires. Quelle que soit la motivation à la base de l'intégration des critères ESG, cette stratégie d'investissement signifie uniquement que des questions ESG ont été analysées durant le processus de prise de décision de vote et d'investissement, mais pas nécessairement que les résultats de ces décisions sont durables. Ce constat démontre les limites des aspects juridiques de l'investissement responsable. Comme le rapport Freshfields l'avait déjà signalé en 2005, le devoir fiduciaire d'agir exclusivement dans l'intérêt des bénéficiaires porte sur le processus de prise de décision d'investissement et de vote, et non pas sur la décision finale. Le fait d'intégrer des critères ESG signifie que de telles critères ont été considérées, mais les personnes en charge de la prise de décision peuvent par la suite arriver à la conclusion qu'elles ne sont pas pertinentes.

Bien que le cadre légal ne constitue pas un obstacle pour l'interprétation de la responsabilité fiduciaire favorisant une approche d'investissement responsable et sans vouloir minimiser l'importance de la durabilité pour l'investissement institutionnel de façon générale, il s'avère qu'une interprétation des devoirs fiduciaires orientée vers l'intégration des critères ESG ne garantit pas que les décisions prises soient effectivement durables. En tout état de cause, décider d'une stratégie d'investissement et gérer les risques qui y sont associés sont à la fois des tâches complexes et uniques à chaque institution et à chaque portefeuille. Elles impliquent nécessairement une évaluation fondée sur la qualité des informations disponibles, ce qui comprend aussi les informations relatives aux critères ESG, mais les organes décisionnels maintiennent le pouvoir discrétionnaire quant à la pertinence de ces facteurs dans le cas d'espèce.

¹²⁵⁵ Voir OCDE (2018), 50.

¹²⁵⁶ Plus en détail sur les investisseurs universels, *supra*, troisième partie, chapitre 3, section I 3 B b.

Section II L'intérêt à long terme des bénéficiaires comme critère normatif

L'interprétation de l'intérêt des bénéficiaires comme étant un intérêt à la préservation et à l'augmentation durable des fonds investis, se reflète aussi dans les principes régissant l'exercice des droits d'actionnaires des investisseurs institutionnels, principalement au niveau des instruments de la *soft law*, mais également au niveau de la réglementation contraignante.

1. La notion de l'intérêt des bénéficiaires dans des instruments réglementaires non contraignants

Autant les LDII que les UN-PRI mettent l'accent sur une énumération des standards comportementaux d'un investisseur dit « responsable », plutôt que de définir l'étendue des intérêts des bénéficiaires. Il est néanmoins possible de dégager une vision des intérêts des bénéficiaires, telle que comprise par ces référentiels.

Les recommandations des LDII disposent que les investisseurs institutionnels doivent se laisser guider lors de l'exercice des droits d'actionnaires « *par une vision à long terme et durable, dans la mesure où les directives de placement n'en disposent pas autrement* »¹²⁵⁷ mais elles restent silencieuses quant à l'étendue de ces intérêts. Si la responsabilité des investisseurs institutionnels selon les LDII s'adresse en premier lieu aux bénéficiaires en leur qualité de *principals*,¹²⁵⁸ il ressort de la lecture du préambule qu'il leur incombe une responsabilité plus large à l'égard de la société, puisqu'il y est stipulé que « *les investisseurs institutionnels [...] sont attentifs au rôle majeur qu'ils jouent en matière de gouvernance d'entreprise à long terme dans les sociétés dont ils détiennent des titres de participation* ».¹²⁵⁹

Les UN-PRI vont un pas plus loin : conformément à leur intention de « *mettre les investisseurs mieux en phase avec les grands objectifs de la société* »,¹²⁶⁰ les UN-PRI reconnaissent explicitement que la considération des risques ESG fait partie du rôle fiduciaire des investisseurs institutionnels d'agir dans les intérêts

¹²⁵⁷ LDII (2013), principe 2.

¹²⁵⁸ BINDER/GUTZWILLER (2013), 88.

¹²⁵⁹ LDII préambule ; en ce sens : BINDER/GUTZWILLER (2013), 88.

¹²⁶⁰ UN-PRI (2006), 1.

à long terme des bénéficiaires, dans la mesure où ils peuvent améliorer la performance des portefeuilles d'investissement.

2. L'intérêt des assurés en droit de la prévoyance professionnelle

Vu l'incertitude qui règne autour de la notion de l'intérêt des bénéficiaires, l'hésitation des législateurs et régulateurs d'apporter une définition juridique complète n'est guère surprenante. À l'instar du terme de l'intérêt social en droit des sociétés, l'intérêt des bénéficiaires d'un investisseur institutionnel se concrétise plus aisément de manière négative.¹²⁶¹ En effet, il est plus difficile de déterminer de manière positive en quoi consiste l'intérêt des bénéficiaires, il est de décrire ce qui ne relève pas de l'intérêt des bénéficiaires : une décision prise dans l'intérêt des membres de l'organe décisionnel de l'institution ou d'une tierce partie ou encore une décision trop risquée et orientée vers le court ou le moyen terme, ainsi qu'une divulgation d'informations insuffisante en ce qui concerne la politique d'investissement et l'exercice des droits de vote.

Face au carcan réglementaire rigide du droit de la prévoyance professionnelle et à l'aune de l'obligation d'exercer les droits de vote, une description positive de la notion de l'intérêt des bénéficiaires s'est imposée, la définition vague et non contraignante de l'intérêt des bénéficiaires des LDII, l'énumération de standards comportementaux ou une définition négative s'avérant insuffisantes. Conscient de cette lacune, le législateur a consacré l'idée de la durabilité à l'art. 22 al. 4 ORAb en définissant l'intérêt des assurés comme le fait de veiller à la prospérité durable de l'institution de prévoyance. En termes plus précis, cette disposition présume que si l'objectif de la prospérité durable est satisfait, l'intérêt des assurés est réputé respecté.¹²⁶² Il apparaît donc que le système de l'ORAb perçoit l'intérêt des bénéficiaires comme étant principalement un intérêt économique à la préservation ou à l'augmentation du capital investi, puisque la tâche primordiale d'une institution de prévoyance est de sécuriser les futures prétentions des assurés dès la survenance du cas de prévoyance.¹²⁶³ Cette approche purement économique était déjà traitée par le rapport explicatif de l'avant-projet de l'ORAb qui stipule que l'exercice des droits de vote doit reposer sur des principes qui veillent « à ce que les bénéfices de l'entreprise soient répartis équitablement et judicieusement entre les actionnaires, de

¹²⁶¹ Sur la difficulté de définir l'intérêt social de manière positive et pour une proposition de définition de l'intérêt social, voir BAHAR (2004), 99 *et seq.*

¹²⁶² BAHAR/KARAMETAXAS, CR CO II (2017), art. 22 N 19 ; dans le même sens : BOHRER, BSK-VegüV (2015), art. 22 N 31 ; SPILLMANN, GesKR Kommentar VegüV (2015), art. 22 N 2.

¹²⁶³ BAHAR/KARAMETAXAS, CR CO II (2017), art. 22 N 19.

sorte que l'institution de prévoyance **puisse utiliser ces liquidités en faveur des assurés et des bénéficiaires de rentes** ». ¹²⁶⁴

La capacité du législateur de définir l'intérêt des assurés des institutions de prévoyance se heurte à des limites significatives puisque, comme le reconnaît le Conseil fédéral dans son message, les principes qui précisent l'intérêt des assurés en relation avec l'exercice du droit de vote « *ne peuvent pas être consignés sous la forme de dispositions légales générales et abstraites* », applicables à toutes les institutions de prévoyance. ¹²⁶⁵ Ces principes doivent être définis en fonction des spécificités de chaque institution, notamment de leur structure et de la structure de leurs fonds. ¹²⁶⁶ Voilà pourquoi la définition de l'art. 22 al. 4 ORAb reste large et confère à chaque organe suprême la tâche intransmissible de déterminer le contenu exact de l'intérêt de ses assurés. Cette liberté de manœuvre ne changera pas non plus avec la transposition des dispositions relatives aux institutions de prévoyance de l'ORAb au niveau légal. D'après le projet que le Conseil fédéral avait présenté au Parlement lors de sa séance du 23 novembre 2016, le nouvel art. 71a al. 2 LPP se rallie essentiellement à la définition de l'art. 22 al. 4 ORAb, à la seule différence près que la définition proposée par le Projet prévoit que « *l'intérêt des assurés est réputé respecté lorsque le vote assure la prospérité à long terme de l'institution de prévoyance* », ¹²⁶⁷ tandis que la version en vigueur, encore plus vague, dispose que le vote doit assurer « *d'une manière durable la prospérité de l'institution de prévoyance* ». ¹²⁶⁸

À première vue, la démarche du législateur de répercuter la tâche de concrétiser l'intérêt des bénéficiaires sur les organes suprêmes de chaque institution peut paraître insatisfaisante. Cependant, la solution ne peut résider dans la quête d'une définition positive pour l'ensemble des institutions de prévoyance car les organes suprêmes des différentes institutions sont les mieux à même de connaître les intérêts spécifiques de leurs bénéficiaires. Enfin, comme évoqué précédemment, la durabilité dans l'exercice des droits de vote, telle qu'elle est exigée à l'art. 22 al. 4 ORAb, ne peut pas être mesurée en simples termes de performance financière, étant donné que les intérêts des bénéficiaires d'un investisseur à long terme vont plus loin et englobent à la fois un environnement socio-économique stable et la préservation des ressources naturelles au bénéfice de la société civile actuelle et future. Ceci suggère que la mission de veiller à la prospérité durable de l'institution de prévoyance consiste non seulement à préserver et à augmenter le capital investi, mais également à

¹²⁶⁴ Rapport explicatif de l'avant-projet de l'ORAb (2013), 29. Mise en évidence rajoutée par l'auteur.

¹²⁶⁵ Message du Conseil fédéral concernant la modification du code des obligations du 23 novembre 2016, FF 2017 393.

¹²⁶⁶ *Ibid.*

¹²⁶⁷ Art. 71a al. 2 P-LPP (mise en évidence par l'auteur).

¹²⁶⁸ Art. 22 al. 4 ORAb (mise en évidence par l'auteur).

évaluer l'impact des facteurs ESG des entreprises dans lesquelles les institutions placent les fonds des bénéficiaires.

3. L'intérêt des investisseurs en droit des placements collectifs

À l'instar des assurés des institutions de prévoyance, l'intérêt des investisseurs d'un placement collectif se caractérise comme un intérêt économique à la préservation et à l'augmentation du capital investi. On peut également présumer qu'il s'agit, sauf dérogation expresse, d'un intérêt à accroître le capital à long terme, bien que cette exigence ne soit pas évoquée de manière explicite par la loi. Ce point s'inscrit dans la lignée de l'information spécialisée de la SFAMA du 27 juillet 2012 qui précise que les cas affectant durablement les intérêts des investisseurs (soit les cas pour lesquels la direction de fonds ou la SICAV est obligée d'exercer les droits de vote¹²⁶⁹) doivent principalement être compris comme les intérêts financiers des investisseurs.¹²⁷⁰

Néanmoins, l'étendue de l'intérêt des investisseurs d'un placement collectif diffère de l'étendue de l'intérêt des assurés d'une institution de prévoyance professionnelle, étant donné que les placements collectifs ne répondent pas à la même fonction sociétale et qu'ils ne sont pas nécessairement censés agir dans une perspective d'équité intergénérationnelle. Par ailleurs, rappelons que leurs bénéficiaires finaux ne sont pas soumis à une obligation d'affiliation et peuvent se départir du contrat de fonds.¹²⁷¹ La durabilité dans l'exercice des droits de vote n'occupe pas la même importance pour les placements collectifs que pour les institutions de prévoyance. Ceci se manifeste aussi par le fait que la SFAMA (à savoir l'organisation professionnelle de l'industrie des fonds et de la gestion de fortune) n'était pas formellement impliquée dans l'élaboration des LDII.¹²⁷²

Cela ne veut pas dire pour autant que l'intérêt des investisseurs d'un placement collectif ne consiste pas aussi en l'application des pratiques d'investissement durable intégrant notamment un ensemble de critères ESG. Si tel est le cas, le placement collectif peut déterminer ces principes dans sa politique d'investissement. L'obligation pour la direction de fonds, la SICAV ou leurs délégataires de respecter des principes d'investissement durable dans

¹²⁶⁹ Règles de conduite SFAMA (2014), N 53.

¹²⁷⁰ SFAMA, Information spécialisée, Exercice des droits attachés à la qualité de sociétaire ou de créancier du 27 juillet 2012, N 4 et 10. Ces cas peuvent entre autres porter sur des objets à l'ordre du jour controversés comme par exemple des restructurations importantes, voir KÜHNE (2015), N 307.

¹²⁷¹ *Supra*, troisième partie, chapitre 2, section V, 2 B.

¹²⁷² Notons toutefois que cela n'exclut bien entendu pas que les placements collectifs adhèrent aux LDII.

l'exercice des droits de vote découlera ainsi du contrat de fonds duquel les investisseurs finaux peuvent se prévaloir du respect de leurs intérêts.¹²⁷³

Un indicateur essentiel quant à la sensibilisation des investisseurs aux risques ESG est la progression de la demande des véhicules d'investissements dits responsables, dont l'objectif est d'intégrer de façon systématique des éléments ESG à la gestion financière.¹²⁷⁴ Une étude conduite par EUROSIF a révélé une croissance importante des fonds thématiques environnementaux, portant notamment sur des sujets tels que les énergies renouvelables ou l'eau, ainsi que des fonds *best-in-class* qui, grâce à un filtrage négatif, sélectionnent les titres des sociétés les mieux notées d'un point de vue extra-financier.¹²⁷⁵ En effet, selon cette étude réalisée en 2014, en Europe entre 2011 et 2013, toutes les stratégies d'investissement responsable ont progressé plus rapidement que le marché européen de la gestion financière dans son ensemble.¹²⁷⁶ Cela indique clairement que la durabilité au sens large représente aussi une voie à suivre pour les investissements des placements collectifs de capitaux.

4. La nature abstraite des bénéficiaires des fonds souverains

Dans le contexte des fonds souverains, définir les intérêts des bénéficiaires finaux s'avère encore plus abstrait que cela n'est le cas pour les bénéficiaires des institutions de prévoyance et les placements collectifs de capitaux, étant donné que le cercle des bénéficiaires des fonds souverains n'est pas clairement défini. En effet, dans la mesure où les fonds souverains sont gérés en fonction des objectifs de placement d'un État souverain, le bénéficiaire final n'est pas un individu, mais le gouvernement central, l'État, le contribuable ou encore les citoyens de la génération actuelle et des générations futures.¹²⁷⁷

Par conséquent, d'un point de vue strict, la conclusion à cela pourrait être que la responsabilité fiduciaire n'est pas applicable aux fonds souverains, sachant qu'aucun individu ne peut faire valoir que le fonds souverain n'a pas

¹²⁷³ KOHLER/SIERRO (2012), 515.

¹²⁷⁴ Sur les différentes stratégies d'investissement responsable, voir *supra*, troisième partie, chapitre 3, section I B.

¹²⁷⁵ Eurosif (2014). Plus précisément, l'étude a indiqué une hausse des fonds thématiques de 22.6% et des fonds *best-in-class* de 91%, alors que la croissance pour l'ensemble du marché européen de la gestion financière ne s'élevait qu'à 21.7%. Sur les différentes stratégies de l'investissement responsable : *supra*, troisième partie, chapitre 3, section I 3 A.

¹²⁷⁶ Communiqué de presse du 9 octobre 2014 d'Eurosif sur la sixième étude réalisée sur le marché européen de l'investissement socialement responsable, accessible via le site web d'Eurosif : <http://www.eurosif.org> (consulté le 15 février 2018).

¹²⁷⁷ MONK (2009), 456 ; COLLIER *in* : Tencati *et al.* (2009), 111.

agi dans son intérêt.¹²⁷⁸ Néanmoins, nous appréhendons ici le concept des devoirs fiduciaires d'une façon plus large, étant donné que les fonds souverains gèrent une partie des actifs de l'État auquel ils sont rattachés. En leur qualité de détenteurs d'actifs de l'État, ils doivent investir les actifs dans le meilleur intérêt des citoyens et des contribuables de l'État.¹²⁷⁹ Ceci s'applique pour la plus importante catégorie de fonds souverains, soit les fonds qui ont été créés avec l'objectif de conserver la richesse pour les générations futures (*saving funds*), notamment en économisant les revenus issus de matières premières pour les temps où les matières premières seront épuisées.¹²⁸⁰

En admettant que les fonds souverains constituent des véhicules de transfert de fortune entre les différentes générations et, dès lors, en considérant que leurs cercles de bénéficiaires s'étendent également sur les générations futures, aucun doute n'est permis sur le fait que les intérêts des bénéficiaires ne peuvent être déterminés qu'en fonction de la performance financière, mais qu'elles doivent aussi être déterminées par la préservation des ressources naturelles et des conditions socio-économiques favorables.

Il reste que le libellé des Principes de Santiago, tel qu'évoqué dans le chapitre précédent,¹²⁸¹ est trop vague en ce qui concerne la responsabilité que les fonds souverains doivent assumer dans l'exercice de leurs droits d'actionnaires. Même si les obligations des fonds souverains envers les bénéficiaires finaux n'étaient pas au cœur des préoccupations ayant conduit à l'établissement des Principes de Santiago,¹²⁸² il s'agit à présent du seul cadre normatif existant à leur égard. Grâce à leur caractère flexible, ils ont été largement reconnus parmi les fonds souverains.¹²⁸³ Pour cette raison, il serait souhaitable d'y prévoir expressément que les fonds souverains signataires sont tenus d'investir les actifs dans le meilleur intérêt à long terme de leurs bénéficiaires finaux.

¹²⁷⁸ Voir notamment ROSE (2008), 154 et n 257 qui précise à juste titre que le concept des devoirs fiduciaires au sens classique du terme s'applique aux fonds souverains et leurs gestionnaires de fortune (« *While there may be similar fiduciary duties between a sovereign and a professional money manager, there is not a fiduciary duty between the sovereign and the ultimate purported beneficiary of the fund—the citizens of the sovereign* »); voir également MONK (2009), 456: « [...] *as the notion of fiduciary duty [...] does not apply* ».

¹²⁷⁹ Sur la nature abstraite du cercle des bénéficiaires finaux des fonds souverains et l'application des devoirs fiduciaires aux fonds souverains, voir KARAMETAXAS, *in* : Adinolfi *et al.* (2017), 275 *et seq*; voir également VAN DER ZEE (2012), n 40; RICHARDSON (2013a), 227.

¹²⁸⁰ Selon le FMI, 40% des fonds souverains font partie de cette catégorie : FMI, *Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda*, www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf du 29 février (consulté le 7 septembre 2010), N 8, sur les différents objectifs des fonds souverains, voir VAN DER ZEE (2012), 143.

¹²⁸¹ *Supra*, troisième partie, chapitre 2, section VI.

¹²⁸² *Supra*, troisième partie, chapitre 2, section VI, 2.

¹²⁸³ En 2018, soit 10 ans après leur adoption, 31 des 44 fonds souverains existants représentant ensemble 80% des actifs gérés par les fonds souverains, ont adhéré aux Principes de Santiago; voir : <http://www.ifswf.org/members> (consulté le 10 janvier 2019).

5. Les récompenses de fidélité pour les investisseurs à long terme

Une approche envisageable pour orienter le comportement des investisseurs institutionnels vers le long terme consisterait à créer, au niveau du droit des sociétés, des mesures incitatives visant à prolonger la durée de détention des actions et à augmenter ainsi la participation à la formation de la volonté sociale dans une perspective à long terme. Groupés sous l'appellation *Loyalty Shares* (ou *L-Shares*), l'idée principale est donc de récompenser l'actionnaire – financièrement ou en droits de vote – pour la détention durable des titres.

Le concept des *Loyalty Shares* trouve ses racines en droit français, où les possibilités de conférer un droit de vote double ou d'attribuer un dividende majoré à un actionnaire qui détient les actions depuis deux ans au moins, est prévu depuis plusieurs décennies par le Code de Commerce.¹²⁸⁴ Depuis quelques années, des débats ont lieu au niveau du droit européen et, plus récemment également en Suisse, sur les mérites et les faiblesses des différents modèles visant à récompenser les actionnaires pour la détention des actions sur une longue durée.¹²⁸⁵

En Suisse, l'idée des *Loyalty Shares* avait notamment été examinée par FORSTMOSER comme un moyen de promouvoir une gestion durable de l'entreprise. Sans entrer ici dans les détails techniques, la proposition de FORSTMOSER consiste essentiellement en la possibilité de prévoir une clause statutaire qui récompense les actionnaires par un dividende majoré d'un certain pourcentage ou un remboursement de réserves issues du capital majoré d'un certain pourcentage, lorsqu'ils sont inscrits dans le registre des actions depuis plus d'un certain nombre d'années, ou inversement, de réduire d'un certain pourcentage le dividende ou le remboursement de réserves issues du capital des actionnaires inscrits au registre des actions depuis moins d'un certain nombre d'années.¹²⁸⁶ Selon FORSTMOSER, une récompense financière serait préférable à une récompense sous forme d'influence sur les droits de vote, une approche que nous soutenons dans la mesure où elle est moins risquée dans sa concrétisation.¹²⁸⁷

Les modalités concrètes des mesures de récompense de fidélité soulèvent de nombreuses interrogations, en particulier en ce qui concerne l'égalité de

¹²⁸⁴ Le droit de vote double est prévu par l'art. L225-123 et le dividende majoré par l'art. L232-14 du Code de Commerce français.

¹²⁸⁵ En droit de l'UE : LENNARTS (2008), 173 ss ; en droit suisse : FORSTMOSER, *in* : Waldburger *et al.* (2015), 175 ss; DAENIKER (2015), 160 ss; NERI-CASTRACANE (2016), 420 *et seq.*

¹²⁸⁶ FORSTMOSER, *in*: Waldburger *et al.* (2015), 181; NERI-CASTRACANE (2016), 421.

¹²⁸⁷ FORSTMOSER, *in*: Waldburger *et al.* (2015), 180 et n 116 qui estime qu'une récompense sous forme de droits de vote créerait des risques d'abus; dans le même sens: NERI-CASTRACANE (2016), 420.

traitement des actionnaires et la délimitation entre droits sociaux et patrimoniaux.¹²⁸⁸ Comme le relève CHENAUX, sur le plan technique, les *Loyalty Shares* se heurtent en outre à la difficulté non négligeable de devoir fixer le montant du bénéfice distribuable en cours de l'assemblée générale.¹²⁸⁹ Ces incertitudes, parmi d'autres, ont amené les participants à la procédure de consultation du projet de révision de 2014, à rejeter la possibilité de prévoir, dans les statuts, que les actionnaires perçoivent un dividende jusqu'à 20% plus ou moins élevé selon que leurs droits de vote sont ou ne sont pas exercés à l'assemblée générale (art. 661 al. 2 ch. 1 et 2 AP-CO).¹²⁹⁰

Si les critiques exprimées lors de la consultation ont conduit à l'abandon de l'idée d'instaurer une forme de *L-Shares* en droit suisse,¹²⁹¹ les risques et les limites des mesures de récompense pour la fidélité méritent d'être explorés plus en détail dans des recherches futures. Pour l'instant, le débat doctrinal à ce sujet s'inscrit principalement dans une perspective de la gestion durable de l'entreprise, les mesures de récompense étant réputées promouvoir la RSE.¹²⁹² Selon nous, il serait judicieux d'examiner cette question du point de vue des investisseurs institutionnels, sachant que les *Loyalty Shares* pourraient également être perçus comme des produits de placements attrayants pour des investisseurs qui définissent leur horizon d'investissement sur le long terme.¹²⁹³

Section III La voix des bénéficiaires

La plus grande incertitude relative à l'interprétation des intérêts des bénéficiaires provient du fait que la volonté subjective des bénéficiaires ne peut pas être identifiée. Identifier l'opinion de la multitude des bénéficiaires finaux serait non seulement une démarche impraticable et inefficace, mais ne refléterait pas non plus leur intérêt, dans la mesure où il leur manque l'expertise en matière d'allocation des actifs et de gestion de portefeuilles. Lorsque le cercle des bénéficiaires n'est pas clairement défini, notamment parce qu'il englobe des personnes qui ne sont pas encore nées, déterminer la volonté subjective des

¹²⁸⁸ NERI-CASTRACANE (2016), 421; FORSTMOSER, *in*: Waldburger *et al.* (2015), 179.

¹²⁸⁹ CHENAUX (2016), 483 *et seq.*

¹²⁹⁰ OFJ, Résultats de la consultation sur l'avant-projet du 28 novembre 2014 de modification du code des obligations (droit de la société anonyme), 25. Les participants à la consultation ont rejeté l'idée d'instaurer des dividendes plus ou moins élevés en invoquant, entre autres, qu'une telle disposition équivaldrait à rendre le vote obligatoire du fait « *d'instaurer dans la loi une fausse peine conventionnelle* » et qu'une « *telle obligation serait contraire à la structure libérale de la SA suisse et entraînerait des inégalités de traitement entre les actionnaires* [...] » et qu'il y a lieu de séparer les droits sociaux des droits patrimoniaux des actionnaires « *sous peine de les inciter à exercer leur droit de vote par des raisons financières plutôt que par intérêt pour les sujets à l'ordre du jour* », voir le Message du Conseil fédéral du 23 novembre 2016, FF 2017 380.

¹²⁹¹ Message du Message du Conseil fédéral du 23 novembre 2016, FF 2017 378.

¹²⁹² Voir notamment NERI-CASTRACANE (2016), 420 ss ; FORSTMOSER, *in* : Waldburger *et al.* (2015), 175 ss.

¹²⁹³ Dans ce sens : FORSTMOSER, *in* : Waldburger *et al.* (2015), 181 ; BOLTON/SAMAMA (2012), 39.

bénéficiaires s'avère carrément impossible. Même dans l'hypothèse improbable où l'on enquêterait sur l'opinion de chacun des bénéficiaires, il n'est pas garanti qu'ils n'aient pas des intérêts divergents et qu'il faudrait donc trancher selon la règle de la majorité, ce qui impliquerait que la minorité devrait se plier à la volonté de la majorité.¹²⁹⁴ La question se pose dès lors de savoir si, et dans quelle mesure, il est opportun de donner une voix aux bénéficiaires finaux.

1. La conciliation des intérêts des bénéficiaires

Eu égard à ce qui précède, il y a lieu de considérer l'intérêt des bénéficiaires comme leur intérêt général, et non pas comme la somme des intérêts particuliers de chacun des bénéficiaires.¹²⁹⁵ Il n'en reste pas moins qu'en ce qui concerne la définition de ce qui représente l'intérêt des bénéficiaires, les organes décisionnels sont confrontés à la difficulté qu'il est improbable que la multitude des bénéficiaires ait des préférences homogènes, mais plutôt qu'ils aient des intérêts contradictoires. Le défi consiste ainsi de trouver un consensus parmi les différentes préférences des bénéficiaires et d'éviter que certains soient favorisés.

En ce qui concerne le droit des institutions de prévoyance, VOGT et BASCHUNG suggèrent que l'organe suprême sera invité à soupeser les divers intérêts en présence.¹²⁹⁶ Pour illustrer ce propos, les auteurs évoquent comme exemple que la sauvegarde des postes de travail des assurés-salariés d'une institution de prévoyance est uniquement dans l'intérêt des assurés lorsqu'elle est conciliable avec les principes de l'administration de la fortune prévue à l'art. 71 al. 1 LPP, dans la mesure où l'institution de prévoyance est tenue de garantir à l'assuré le maintien approprié de son niveau de vie antérieur.¹²⁹⁷ Si nous partageons le point de vue de VOGT et BASCHUNG sur ce principe, il s'agit toutefois de souligner que les cas de collision d'intérêts ne se limitent pas aux intérêts divergents entre assurés-retraités et assurés-salariés. Les sources de conflits entre les différents bénéficiaires du même investisseur sont de nature plus complexe. Lorsque l'horizon de placement s'étend sur plusieurs générations, les conflits résultent généralement d'une collision d'intérêts entre des différents groupes de bénéficiaires : par exemple, les assurés-salariés peuvent être intéressés à ce que leurs postes de travail soient sauvegardés et

¹²⁹⁴ Voir à ce sujet les réflexions sur l'imperfection du vote comme mécanisme de prise de décisions collectives, *supra*, première partie, chapitre 1^{er}, section I.

¹²⁹⁵ En ce sens : KOHLER/SIERRO (2015), 515.

¹²⁹⁶ Traduit par l'auteure. Version originale: « *Im Fall von heterogenen, allenfalls sogar gegensätzlichen Interessen im Kreis der Versicherten ist die Pensionskasse aufgerufen, diese **Interessen gegeneinander abzuwägen.*** », VOGT/BASCHUNG (2012), 24 (mise en évidence dans l'original); dans le même sens: SPILLMANN (2004), 119 ss.

¹²⁹⁷ *Ibid.*

leurs conditions de travail améliorées, tandis que les assurés-retraités visent surtout la maximisation de leurs rentes.

L'un des aspects où les bénéficiaires sont particulièrement susceptibles d'avoir des opinions divergentes concerne l'intégration des critères ESG dans les décisions d'investissement et de vote. Si la sélection ou l'exclusion d'un investissement sur la base des critères ESG est réputée obligatoire lorsqu'il est raisonnable de supposer que l'unanimité des bénéficiaires soutient une telle démarche,¹²⁹⁸ il est en réalité peu probable que l'ensemble des bénéficiaires partage les mêmes préoccupations sociales ou environnementales.¹²⁹⁹ Bien au contraire, les bénéficiaires ont très probablement des préférences et valeurs éthiques distinctes, ce qui se reflète également dans les préférences d'investissement et de vote.

Les préférences des bénéficiaires quant à la considération des critères ESG sont aussi susceptibles de varier en raison de leur appartenance à des générations différentes ; ce qui est typiquement le cas des fonds souverains. C'est en particulier le cas en ce qui concerne l'intégration des critères environnementaux, dans la mesure où la génération actuelle n'est pas exposée de la même manière aux risques associés au changement climatique que les générations futures. Par conséquent, les organes responsables d'un fonds souverain créé pour constituer une épargne au profit des générations futures, doit veiller à ce que sa stratégie d'investissement trouve un équilibre entre les intérêts des différentes générations.

2. La concrétisation dans le règlement d'organisation de l'institution de prévoyance

Rappelons que dans le contexte des institutions de prévoyance, la définition des règles applicables à l'exercice des droits d'actionnaires fait partie des tâches intransmissibles de l'organe suprême (art. 49a al. 2 let. b OPP 2) et qu'il lui incombe notamment d'établir des principes qui concrétisent l'intérêt des assurés en relation avec l'exercice du droit de vote (art. 22 al. 4 ORAb). La plupart des sources préconisent que la concrétisation de l'intérêt des bénéficiaires soit consignée dans le règlement d'organisation de l'institution de prévoyance,¹³⁰⁰ recommandation à laquelle nous ne pouvons qu'adhérer, en particulier en

¹²⁹⁸ RAPPORT FRESHFIELDS (2005), 12 *et seq* ; *supra* troisième partie, chapitre 3, section I, 1 3 C.

¹²⁹⁹ RICHARDSON (2011a), 9 *et seq* ; THORNTON (2008), 419. Voir les résultats de l'étude des sur les différences de préférences des bénéficiaires des caisses de pension suédois, conduite par JANSSON/SANDBERG/BIEL/GÄRLING (2014), 223.

¹³⁰⁰ Rapport additionnel ORAb (2013), 12 ; LDII (2013), principe 4 ; APPENZELLER/MÜLLER, Praxiskommentar VegüV (2014), art. 22 N 41 ; MALACRIDA/SPILLMANN (2013), 506 ; VOGT/BASCHUNG (2012), 24 ; SPILLMANN, GesKR Kommentar VegüV (2015), 198 *et seq* ; HUBACHER (2015), N 20.

regard de l'importance du respect de l'intérêt des bénéficiaires et des conséquences pénales en cas de violation des obligations de voter et de divulguer (art. 25 ORAb).

À cet effet, il est important que les institutions de prévoyance démontrent un degré de précision élevé. La concrétisation de l'intérêt des assurés ne devrait pas se résumer à des seuls principes généraux et à des questions de procédures internes régissant l'exercice effectif des droits de vote, tel qu'il est notamment prévu par les LDII.¹³⁰¹ Dans cette optique, nous estimons qu'une disposition calquée sur le modèle proposé par l'ASIP serait clairement trop générale :

« *Les intérêts des assurés sont considérés comme garantis, si les votes sont effectués, avant tout dans l'intérêt (financier) à long terme des actionnaires de la société. On veillera donc à ce que la valeur de la société concernée puisse être maximisée sur le long terme. En ce qui concerne l'exercice des droits de vote, les décideurs s'orientent par conséquent sur les principes du rendement, de la sécurité des placements, de la solvabilité de l'institution de prévoyance et de sa durabilité (art. 71 LPP ; [...]). Les droits de vote seront exercés dans le sens des propositions du conseil d'administration, si les propositions ne sont pas contraires aux intérêts des assurés et, en particulier, tiennent compte d'un horizon de placement à long terme* ».¹³⁰²

Cette proposition de concrétisation ne précise pas ce que signifie la prospérité durable de l'institution de prévoyance et ne fait, en principe, que de rappeler les principes de l'administration de la fortune qui, en tant que droit impératif, doivent de toute manière être respectée par l'institution de prévoyance.

Les lignes directrices de vote des *proxy advisors* (par exemple les *Lignes directrices de vote 2019 et principes de gouvernement d'entreprise d'Éthos* ou les *Europe Summary Proxy Voting Guidelines 2019 d'ISS*) concrétisent l'intérêt des bénéficiaires de manière plus précise. Pour rappel, ces documents internes aux *proxy advisors* se fondent sur les codes de bonne pratique nationaux et internationaux en matière de gouvernance d'entreprise et d'investissement responsable et répertorient les principaux thèmes sur lesquels les investisseurs sont amenés à se prononcer lors de l'assemblée générale.¹³⁰³ Ainsi, pour autant que l'institution de prévoyance contrôle que le contenu des lignes directrices corresponde effectivement à l'intérêt de ses bénéficiaires, elle peut s'y référer dans son règlement d'organisation.¹³⁰⁴

¹³⁰¹ En ce sens SPILLMAN, GesKR Kommentar VegüV (2015), art. 22 N 15.

¹³⁰² ASIP, Aide à la mise en œuvre de l'ORAb n° 98 du 22 mai 2014, 2.

¹³⁰³ *Supra*, deuxième partie, chapitre 4, section I 2 C.

¹³⁰⁴ En ce sens: APPENZELLER/MÜLLER, Praxiskommentar VegüV (2014), art. 22 N 45.

3. La participation des bénéficiaires à travers la composition paritaire de l'organe suprême

En droit de la prévoyance professionnelle suisse, l'art. 51 al. 1 LPP garantit aux salariés le droit de pouvoir désigner le même nombre de représentants que les employeurs. Sur le plan international, l'octroi d'une influence équivalente des salariés et des employeurs et, dès lors, la représentation des salariés au sein des organes décisionnels des fonds de pension, est consacré par les exigences des normes de l'Organisation internationale du Travail (OIT).¹³⁰⁵

Compte tenu de ces règles, il est parfois avancé que la composition paritaire de l'organe suprême permettrait aux bénéficiaires des institutions de prévoyance d'exprimer leur voix.¹³⁰⁶ L'idée sous-jacente est que les représentants des salariés pourront exprimer le point de vue des assurés de l'institution de prévoyance lorsqu'il s'agit de concrétiser l'intérêt des assurés dans le règlement d'organisation. Nous ne pouvons pas adhérer entièrement à ce point de vue, car en l'étudiant plus attentivement, il faut reconnaître que la représentation des salariés dans l'organe suprême ne permet pas véritablement aux assurés d'exprimer leur opinion. Tout d'abord, force est de constater que la composition paritaire de l'organe suprême est supposée représenter les intérêts des salariés et des employeurs, mais pas spécifiquement ceux des assurés.¹³⁰⁷ Le terme d'assurés au sens de l'art. 51 LPP ne couvre que les salariés-assurés (c'est à dire les membres actifs d'une institution de prévoyance) en excluant donc les assurés-retraités qui sont les bénéficiaires actuels de l'institution de prévoyance.¹³⁰⁸ Par conséquent, les assurés ne peuvent prétendre à une représentation au sein de l'organe suprême selon l'art. 51 al. 1 LPP, dans la mesure où seulement les salariés et les employeurs y sont mentionnés.

Même si les salariés tout au long de leur vie active sont également des assurés de l'institution de prévoyance, il est possible, voire même probable, que leurs intérêts divergent de ceux des membres retraités de l'institution de prévoyance. Comme l'expose SPILLMANN, on peut supposer qu'une personne salariée est intéressée à ce que son poste de travail soit garanti, qu'elle reçoive un salaire élevé et qu'elle bénéficie de bonnes conditions de travail.¹³⁰⁹ Or, une fois arrivée à l'âge de la retraite, la même personne, en sa qualité d'assurée de l'institution de prévoyance, voudra bénéficier d'une rente élevée qu'elle aura

¹³⁰⁵ Art. 72(1) de la convention n°102 concernant la sécurité sociale de l'OIT, 1952.

¹³⁰⁶ APPENZELLER/MÜLLER, *Praxiskommentar VegÜV* (2014), art. 22 N 39 ; MALACRIDA/SPILLMANN (2013), 504 ; OLIGATI/KINDLER (2002), 1068 ; sur la composition paritaire de l'organe suprême, voir STAUFFER (2012), N 1604 ss ; RIEMER/RIEMER-KAFKA (2006), § 2 N 53 ss ; BIT (2013), 9.

¹³⁰⁷ VOGT/BASCHUNG (2012), n 164 ; WOHLMANN/BOSSY (2012), n 145 ; GÄCHTER/GECKELER/HUNZIKER, *Commentaire LPP*, art. 51 N 33.

¹³⁰⁸ GÄCHTER/GECKELER HUNZIKER, *Commentaire LPP* (2010), art. 51 N 33.

¹³⁰⁹ SPILLMANN (2004), 118.

financée avec des contributions aussi basses que possible.¹³¹⁰ Selon l'avis de la doctrine majoritaire, il est possible pour une institution de prévoyance d'accorder, au niveau des statuts ou du règlement interne, à ses retraités un droit d'être représenté au sein de l'organe suprême.¹³¹¹ Toutefois, le cas échéant, la représentation des retraités ne devrait pas se faire au détriment des salariés, afin de ne pas porter atteinte à la règle impérative sur la pleine parité.¹³¹²

En outre, même dans l'hypothèse où les intérêts des salariés devaient s'aligner avec ceux des assurés, il doit être précisé que l'expression de la voix des assurés dans la détermination de leurs intérêts est indirecte et limitée. Comme le souligne RICHARDSON, les représentants des salariés ne sont pas les mandataires des assurés, agissant sur instruction de ces derniers, mais des membres de l'organe décisionnel de l'institution de prévoyance.¹³¹³ En cette qualité, ils doivent toujours agir - et donc également voter - dans l'intérêt de leurs bénéficiaires et, de ce fait, ignorer leurs opinions personnelles.¹³¹⁴ Cela découle clairement de leur devoir général de loyauté « *de servir les intérêts des assurés* » et, à cette fin, de veiller « *à ce que leur situation personnelle et professionnelle n'entraîne aucun conflit d'intérêts* » (art. 51b al. 2 LPP). Le Conseil fédéral, dans son Message, a confirmé ce qui ressort déjà expressément de la loi : « [l'art. 51b al. 2 LPP] énonce une chose qui au fond devrait aller de soi: les organes et les employés d'une institution de prévoyance doivent toujours faire passer les intérêts de cette dernière avant leurs intérêts personnels ». ¹³¹⁵ Par conséquent, il est interdit aux membres de l'organe suprême de poursuivre leurs intérêts personnels dans l'administration et la gestion de l'institution de prévoyance, même lorsqu'il s'agit des intérêts d'ordre moral et que dans les faits ils n'en retirent aucun bénéfice économique.

Cette dichotomie des représentants des salariés dans l'organe décisionnel avait été mise en évidence par la décision de la *High Court* anglaise dans l'affaire *Cowan v Scargill*.¹³¹⁶ Bien que l'investissement dans une société pétrolière sud-africaine fût considéré par les *trustees* comme étant le plus profitable, l'organisme des représentants du syndicat national des mineurs, soit les *National*

¹³¹⁰ *Ibid.*

¹³¹¹ GÄCHTER/GECKELER HUNZIKER, Commentaire LPP (2010), art. 51 N 34; RIEMER/RIEMER-KAFKA (2006), §1 N 62; VETTER-SCHREIBER (2013), art. 51 N 5.

¹³¹² GÄCHTER/GECKELER HUNZIKER, Commentaire LPP (2010), art. 51 N 36.

¹³¹³ En ce sens, RICHARDSON (2011a), 13: « *Being a representative of beneficiaries, however, does not under fiduciary law allow a trustee to consider himself or herself as an **agent** of the beneficiaries, acting only on instructions given.* » (Mise en évidence dans l'original).

¹³¹⁴ En ce sens : HÄUSERMANN (2012b), N 61 ; VOGT/BASCHUNG (2012), 24.

¹³¹⁵ Message du Conseil fédéral concernant la révision de la loi fédérale sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité du 15 juin 2007, FF 2007 5409. Sur le devoir général de loyauté, voir *supra*, troisième partie, chapitre 2, section II 1.

¹³¹⁶ *Cowan v Scargill* [1985] Ch. 270. Sur le rôle important de l'affaire *Cowan v Scargill* dans l'évolution de l'interprétation des devoirs fiduciaires des investisseurs, voir *supra*, troisième partie, chapitre 3 section I 3 C a.

*Union Mineworkers ; NUM) s'était opposé à l'investissement dans une société pétrolière sud-africaine en invoquant que cet investissement était contraire à l'éthique du fonds et se trouvait en concurrence avec l'industrie du charbon à laquelle appartenait leur fonds. Le juge Sir MEGARRY V.C. déclara que les représentants du NUM doivent mettre de côté leurs opinions personnelles lorsqu'il s'agit de prendre des décisions en leur qualité de membres de l'organe décisionnel, faute de quoi ils violaient leurs devoirs fiduciaires : « In considering what investments to make, trustees must put on one side their own personal interests and views. Trustees may have strongly held social or political views. They may be firmly opposed to any investment in South Africa or other countries, or they may object to any form of investment in companies concerned with alcohol, tobacco, armaments or many other things. In the conduct of their own affairs, of course, they are free to abstain from making any such investments. Yet under a trust, if investments of this type would be more beneficial to the beneficiaries than other investments, the trustees must not refrain from making the investments by reason of the views that they hold».*¹³¹⁷

La *High Court* anglaise rejeta par ailleurs l'allégation selon laquelle la décision d'investissement se justifiait au motif qu'elle était conforme à l'opinion majoritaire des représentants du NUM, telle qu'exprimée lors de leur conférence annuelle.¹³¹⁸ Enfin, la *High Court* conclut que les *trustees* avaient violé leurs devoirs fiduciaires parce que la décision de s'abstenir d'investir dans la société pétrolière sud-africaine ne reflétait pas l'intérêt des bénéficiaires de maximiser les rendements de l'investissement, mais leurs préférences personnelles.¹³¹⁹

La parité de l'organe décisionnel, désignée par STAUFFER comme le noyau de la participation des salariés dans la gestion de l'institution de prévoyance,¹³²⁰ est prévue par de nombreux ordres juridiques comme un moyen pour « démocratiser » la gouvernance des fonds de pension.¹³²¹ Certes, elle permet de renforcer la participation des salariés dans la gestion de l'institution de prévoyance,¹³²² mais elle n'est pas suffisante comme outil permettant aux assurés d'exprimer leurs points de vue et de les intégrer dans la définition de ce que sont leurs intérêts.

¹³¹⁷ *Cowan v Scargill* [1985] Ch. 287 *et seq* (mise en évidence par l'auteure).

¹³¹⁸ *Cowan v Scargill* [1985] Ch. 293 ; voir également RICHARDSON (2011a), 13.

¹³¹⁹ JOHNSTON/MORROW (2016), 3.

¹³²⁰ STAUFFER (2012), N 1606.

¹³²¹ RICHARDSON (2011a), 13. La représentation égale des salariés dans les organes est notamment prévue en Grande-Bretagne (section 243(1) Pensions Act 2004) ; en Australie (section 89 Superannuation Industry Act 1993), en Afrique du Sud (section 7A South African Pension Funds Act), ainsi que dans des pays de l'Europe continentale comme le Danemark ou les Pays-Bas ; voir à ce sujet RICHARDSON (2011a), 13.

¹³²² GÄCHTER/GECKELER HUNZIKER, Commentaire LPP (2010), art. 51 N 12.

4. La consultation des bénéficiaires et la désignation d'un représentant

Eu égard à ce qui précède, il y lieu de constater qu'en droit suisse, les institutions de prévoyance ne sont *de lege lata* pas obligées de tenir compte de l'avis concret et subjectif de leurs assurés, notamment en les consultant pour définir leurs intérêts.¹³²³ Certes, la dépendance des bénéficiaires du pouvoir discrétionnaire du fiduciaire est au cœur même de toute relation fiduciaire. Elle est même l'origine des devoirs fiduciaires.¹³²⁴ Cela s'exprime tout particulièrement dans le système de la prévoyance professionnelle, où l'obligation de cotisation (art. 2 LPP) met les salariés en quelque sorte sous tutelle, afin de garantir - ensemble avec le premier pilier - le maintien du niveau de vie antérieur de manière appropriée lors de la réalisation d'un cas d'assurance vieilles, décès ou invalidité (art. 1 al. 1 LPP).

Toutefois, dans la mesure où les régimes de la LPP et de l'ORAb fixent seulement les exigences minimales, les institutions de prévoyance demeurent libres d'accorder un droit de consultation aux assurés, et, ainsi, de vérifier si le règlement d'organisation concrétise effectivement leurs intérêts. Certains auteurs maintiennent, que le fait de considérer l'avis subjectif des assurés, notamment en leur donnant le droit de se prononcer de manière générale ou dans des cas spécifiques sur la façon dont leur intérêt devait être concrétisé, contredit l'idée même des institutions de prévoyance, selon laquelle les assurés ne peuvent justement pas disposer librement de leur fortune de prévoyance.¹³²⁵ Effectivement, en ce qui concerne des sujets techniques comme l'allocation des actifs, les bénéficiaires dépendront de toute manière de l'expertise des fiduciaires, puisqu'ils ne disposent pas des connaissances et qualifications nécessaires pour se forger leur propre avis. Il existe cependant certains points sur lesquels les bénéficiaires sont en mesure de poser des questions ou d'exprimer leurs préférences générales.¹³²⁶ Il en va ainsi, notamment, de leur opinion concernant l'intégration des critères ESG dans le processus de prise de décision. L'une des méthodes envisageables pour conférer plus de voix aux bénéficiaires serait qu'ils désignent eux-mêmes des représentants qui seraient consultés sur des questions choisies. Une autre possibilité serait de réaliser une enquête directement auprès des bénéficiaires. Néanmoins, cette dernière voie d'action impliquerait un effort considérable, qui ne saurait être justifié que lorsqu'il s'agit d'un sujet important du point de vue des assurés et aussi lorsque

¹³²³ Voir PHILIPPIN (2013), 321.

¹³²⁴ Commission européenne, rapport final (2014), 22 ; BERRY/SCANLAN, *in* : Hawley *et al.* (2015), 338.

¹³²⁵ SPILLMAN, GesKR-Kommentar VegüV (2015), art. 22 N 14; BOHRER, BSK-VegüV (2015), art. 22 N 33; APPENZELLER/MÜLLER, Praxiskommentar VegüV (2014), art. 22 N 39; MALACRIDA/SPILLMANN (2013), 506; VOGT/BASCHUNG (2013), 25.

¹³²⁶ En ce sens : BERRY/SCANLAN, *in* : Hawley *et al.* (2015), 338.

l'institution de prévoyance détient une participation élevée dans la société en question (ce qui devrait se limiter à quelques rares exceptions, vu le principe de la diversification des risques prévu à l'art. 71 al. 1 LPP).¹³²⁷ En accordant une voix aux bénéficiaires, les investisseurs institutionnels pourraient mieux cerner leurs intérêts et, dès lors, mieux remplir leur devoir de loyauté.

Le fait de devoir recueillir l'avis des bénéficiaires, peu importe la manière, ne doit pas pour autant être assimilé au devoir d'en tenir compte. Les assurés d'une institution de prévoyance ne sont pas des ayants droits économiques dans le même sens que les bénéficiaires d'un fonds d'investissement qui peuvent disposer librement de leur fortune.¹³²⁸ Cela étant, il appartient en définitive à l'institution de prévoyance d'administrer la fortune (art. 71 al. 1 LPP) et, par conséquent, de décider si les résultats de la consultation des bénéficiaires seront conciliables avec les principes d'administration de la fortune.

En conclusion, on peut retenir qu'un premier pas vers une plus grande responsabilisation des organes décisionnels consisterait à mieux évaluer les intérêts des bénéficiaires en les impliquant davantage dans la prise de décisions, notamment sous forme d'une consultation régulière quant à leurs préférences en ce qui concerne les politiques générales de vote. Cela n'obligerait pas nécessairement les organes décisionnels de suivre systématiquement l'opinion majoritaire des bénéficiaires consultés, mais constituerait au moins une opportunité de considérer les points de vue des bénéficiaires et permettrait dans une certaine mesure également de justifier les décisions de vote finales.

Section IV Les voies de droit des bénéficiaires

Face aux organes décisionnels, les bénéficiaires forment une masse majoritairement silencieuse. Ils disposent non seulement de moyens d'intervention très restreints, mais également d'une base d'information et d'incitations très faibles pour faire entendre leurs voix dans la définition de ce qui constitue leur intérêt. S'il n'est pas possible de changer fondamentalement ce déséquilibre des pouvoirs, dans la mesure où le rapport de dépendance est inhérent à la relation fiduciaire, il s'agit d'examiner les moyens que prévoit le droit de la prévoyance professionnelle pour garantir que les droits de vote soient effectivement exercés dans l'intérêt des bénéficiaires.

¹³²⁷ VOGT/BASCHUNG (2012), 25.

¹³²⁸ SPILLMANN (2004), 103; VOGT/BASCHUNG (2012), 25; voir également RICHARDSON (2011a), 13; WAITZER/SARRO, *in*: Hawley *et al.* (2015), 15.

1. L'absence de légitimité active des assurés dans l'action en responsabilité

La lecture de l'art. 52 LPP ne laisse aucun doute que seuls les dommages causés à l'institution de prévoyance sont visés par la disposition. Il en résulte que les assurés n'ont pas la qualité pour agir en réparation du préjudice que les personnes responsables au sens de cette disposition leur ont causé directement (ni d'ailleurs les employeurs). Les assurés ne peuvent pas non plus prétendre à la réparation de leur dommage indirect, à savoir du dommage causé à l'institution de prévoyance dont ils subissent des répercussions négatives sur leurs attentes financières (sous forme d'une détérioration des conditions de leur plan de prévoyance, mais également, à l'occasion d'une liquidation partielle ou totale de leur institution, sous forme d'un versement réduit d'éventuels excédents de leur institution).¹³²⁹

Il existe donc une différence essentielle avec le droit de la société anonyme où chaque actionnaire a le droit individuel de demander la réparation d'un dommage subi par la société au moyen d'une action sociale oblique (art. 756 al. 1 CO).¹³³⁰ En droit de la prévoyance professionnelle, le législateur s'abstient délibérément de conférer un tel droit aux assurés. Au moment de l'introduction de la LPP, le législateur avait justifié ce choix par la motivation de prévenir un afflux d'actions en responsabilité intentées par des *«personnes mécontentes ou de tempérament querelleur»*, ainsi que par le fait qu'à la différence des actionnaires d'une société anonyme, les assurés d'une institution de prévoyance n'ont pas le droit à une quote-part de la fortune de l'institution de prévoyance, mais seulement aux prestations promises.¹³³¹ L'action en responsabilité est ainsi exercée par l'institution de prévoyance ou, en cas d'insolvabilité de cette dernière, par le fonds de garantie (art. 56a LPP).

La situation des bénéficiaires ne semble pourtant pas être si différente de celles des actionnaires d'une société anonyme. On peut donc se demander si cette réglementation différente est légitime. Comme l'a souligné TRIGO TRINDADE à juste titre, les assurés d'une institution de prévoyance ne sont pas *«seulement créanciers des prestations prévues dans le plan de prévoyance»*.¹³³² Dans ce cas, le refus du législateur de renvoyer au droit de la société anonyme et, donc de reconnaître aux assurés la qualité pour réclamer la réparation de leur dommage indirect, n'aurait guère de conséquences : si leurs prétentions n'étaient pas couvertes dans le cadre de la faillite de leur fondation (ni garanties

¹³²⁹ TRIGO TRINDADE, *in*: Trigo Trindade *et al.* (2006), 146; KIESER, Commentaire Stämpfli LPP (2010), art. 52 N 11.

¹³³⁰ Sur le sujet de la qualité pour agir des actionnaires dans le cadre d'une action sociale oblique, voir CHABLOZ (2012), N 792 ss.

¹³³¹ Message du Conseil fédéral à l'appui d'un projet de loi sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidités du 19 décembre 1975, FF 1976 I 226.

¹³³² TRIGO TRINDADE, *in*: Trigo Trindade *et al.* (2006), 145.

par le fonds de garantie), ils pourraient devenir cessionnaires des prétentions de la fondation à l'égard des personnes responsables (art. 260 LP¹³³³).¹³³⁴ Or, à l'instar des actionnaires d'une société anonyme, les assurés bénéficient « des éventuels excédents de leur institution »¹³³⁵ et subissent les répercussions d'un dommage causé à leur institution de prévoyance.

Le choix du législateur de renoncer à conférer aux assurés la légitimation active en cours de vie sociale semble être justifié à la lumière du problème de l'action collective.¹³³⁶ En effet, on peut partir du principe que l'apathie rationnelle résultant du problème de l'action collective – déjà un obstacle difficilement surmontable pour les actionnaires dans le cadre d'une action au sens de l'art. 756 CO¹³³⁷ – apparaîtrait plus problématique encore pour les assurés d'une institution de prévoyance. Pour les assurés, les coûts engendrés par une telle action seraient largement disproportionnés par rapport au gain attendu profitant à l'ensemble de l'institution.

Force est de constater que la responsabilité de l'art. 52 LPP ne permet pas de contrebalancer la position de force de l'organe suprême des institutions par rapport aux assurés. Néanmoins, les assurés ne sont pas complètement démunis face aux agissements des organes suprêmes. Lorsque leur institution de prévoyance a été constituée sous la forme de fondation de droit privé,¹³³⁸ ils ont la possibilité de saisir l'autorité de surveillance avec la demande d'inviter l'institution à faire valoir ses prétentions en matière de responsabilité (art. 84 al. 2 CC par renvoi de l'art. 62 al. 2 LPP). L'art. 84 al. 2 CC se réfère à l'utilisation des moyens conformément à leur destination, donc dans le cas des institutions de prévoyance conformément au but de la prévoyance. Ainsi, l'autorité de surveillance n'a pas la qualité pour intenter une action en responsabilité, mais elle peut décider de recourir à de nombreux moyens du droit administratif pour forcer le conseil de fondation à s'engager dans cette voie, y compris l'annulation des décisions de l'organe suprême (art. 62 al. 2 let. d LPP) et la révocation de l'organe suprême ou de certains de ses membres (art. 62a al. 2 let. f LPP). Cette décision de l'autorité de surveillance peut être contestée devant la Commission fédérale de recours (art. 74 LPP) et ensuite devant le Tribunal fédéral par la voie du recours de droit administratif (art. 74 al. 4 LPP) par toutes les personnes dont les droits et obligations risquent d'être affectés par la décision à prendre (art. 6

¹³³³ RS. 281.1.

¹³³⁴ TRIGO TRINDADE, *in*: Trigo Trindade *et al.* (2006), 145.

¹³³⁵ *Ibid.*

¹³³⁶ TRIGO TRINDADE, *in*: Trigo Trindade *et al.* (2006), 146; sur le problème de l'action collective en général, *supra* première partie, chapitre 2, section II 3.

¹³³⁷ *Supra*, deuxième partie, chapitre 2, section II 6 B.

¹³³⁸ Les sociétés coopératives de prévoyance et les institutions de prévoyance de droit public ne sont pas visées par cette règle. Dans la mesure où la grande majorité des institutions de prévoyance revêtent la forme d'une fondation de droit privée au sens des art. 80 ss CC, cette voie est en principe ouverte pour une vaste majorité d'assurés. Sur les formes juridiques des institutions de prévoyance, *supra* première partie, chapitre 3, section IV, 1 A b.

PA¹³³⁹).¹³⁴⁰ De ce fait, les assurés ont, le cas échéant, la qualité pour recourir contre la décision de l'autorité de surveillance.

La possibilité des assurés d'intervenir dans l'action en responsabilité se résume donc à la dénonciation de l'institution auprès de l'autorité de surveillance. Or, cela ne leur permet guère de tenir les rênes puisque la voie de la surveillance administrative ne garantit pas que l'action en responsabilité soit effectivement portée devant un juge civil, étant donné que l'autorité de surveillance ne peut pas l'intenter elle-même, mais qu'elle est seulement habilitée à contraindre le conseil de fondation à utiliser cette voie de droit

Bien qu'il soit envisageable en théorie que les personnes responsables de l'exercice des droits de vote répondent civilement du préjudice qu'ils ont causé à l'institution de prévoyance en violant une obligation liée à l'exercice des droits de vote, nous sommes obligés de constater qu'il est peu vraisemblable qu'une action au sens de l'art. 52 LPP aboutisse. Même lorsque la violation du devoir de voter ou de communiquer est manifeste, il est en réalité très difficile, voire impossible, d'établir un lien de causalité entre le préjudice subi et la violation du devoir relative à l'exercice du droit de vote. Nonobstant ce qui précède, il serait peu judicieux d'accorder la légitimation active aux bénéficiaires, étant donné que l'apathie rationnelle et le problème de l'action collective les empêcheraient de toute évidence d'entamer une action en responsabilité.

2. La portée pratique limitée des sanctions pénales

Dans le contexte particulier d'un dommage résultant d'une violation d'un devoir prévu aux art. 22 et 23 ORAb, il existe un autre obstacle important à franchir. Des doutes sérieux subsistent quant à la pertinence pratique de l'art. 25 ORAb qui rend pénalement punissable le fait de violer sciemment l'obligation de voter ou de déclarer. À la date de la rédaction du présent texte, aucun membre d'un organe suprême et aucune personne chargée de la gestion d'une institution de prévoyance n'a été condamné en vertu de l'art. 25 ORAb, sachant qu'aucun juge n'a dû encore se prononcer sur la question.

Cela ne changera probablement pas non plus dans l'avenir : tout d'abord, la portée pratique de l'art. 25 ORAb est limitée par le fait que l'infraction suppose un comportement intentionnel ou par dol direct, c'est à dire que l'auteur doit avoir eu la conscience et la volonté de commettre l'acte (art. 12 al. 2 CP). Le simple fait d'envisager et d'accepter la possibilité de commettre l'infraction n'est pénalement pas répréhensible.¹³⁴¹ Dès lors, comme le conclut HÄUSERMANN, une

¹³³⁹ RS. 172.021.

¹³⁴⁰ TRIGO TRINDADE, *in*: Trigo Trindade *et al.* (2006), n 9.

¹³⁴¹ PHILIPPIN (2014), 327; WOHLERS, *in*: GesKR Kommentar VegüV (2014), art. 24 N 10.

simple inadvertance, par exemple un oubli du matériel de vote, ne peut pas être sanctionné.¹³⁴² Autrement dit, les personnes visées devraient avoir violé l'obligation de voter ou de communiquer en étant pleinement conscients de l'illicéité de leurs agissements. Ceci est peu vraisemblable puisqu'ils ne retireront aucun bénéfice personnel d'un tel comportement.¹³⁴³

En ce qui concerne la violation du devoir de voter, le caractère vague de la notion de l'intérêt des assurés rend une condamnation pénale encore moins vraisemblable, même si elle a été commise intentionnellement, étant donné que cette notion ne permet pas de déduire un comportement de vote concret. Pour reprendre les termes de PHILIPPIN à ce propos, « *l'incertitude qui existe quant à la conformité ou non de certains comportements au droit civil est évidemment de nature à réduire la portée pratique des dispositions pénales de l'ordonnance* ». ¹³⁴⁴ Rappelons que, pour autant qu'il respecte durablement la prospérité de l'institution de prévoyance, il appartient aux organes suprêmes de concrétiser l'intérêt des assurés (art. 22 al. 4 ORAb). De toute évidence, comme le précise PHILIPPIN, « *il est extrêmement difficile d'apprécier pénalement la conformité d'un vote donné aux intérêts des assurés, à un moment donné, en faisant abstraction de ce que l'on a pu constater a posteriori* ». ¹³⁴⁵ Cela signifie qu'une condamnation pénale n'entre en ligne de compte « *que si un vote directement contraire aux lignes directrices de vote arrêtées par l'institution concernée peut être indubitablement établi* ». ¹³⁴⁶

Au vu de tous ces obstacles, il faut reconnaître qu'une condamnation en vertu de l'art. 25 ORAb est très improbable, car elle se limite en pratique aux cas de violation intentionnelle des devoirs formels, comme par exemple l'omission d'édicter un règlement relatif à l'exercice des droits de vote ou la violation intentionnelle d'un règlement existant.¹³⁴⁷ Alors qu'un cas de violation du devoir de communiquer paraît encore tangible, il est difficilement concevable que le devoir de voter peut être violé de manière intentionnelle.

3. Le pouvoir d'appréciation du juge dans les décisions relatives à l'exercice des droits de vote

Partant du constat que la mise en œuvre de la responsabilité est, autant au niveau civil que pénal, semée d'obstacles, il paraît légitime de s'interroger sur

¹³⁴² HÄUSERMANN (2013), N 42.

¹³⁴³ En ce sens: HÄUSERMANN/SCHMITZ, *in*: Schmitz *et al.* (2015), 47.

¹³⁴⁴ PHILIPPIN (2014), 327.

¹³⁴⁵ PHILIPPIN (2014), 324.

¹³⁴⁶ *Ibid.*

¹³⁴⁷ STOFFEL/PERRIARD (2016), 476; HÄUSERMANN (2013), N 42; RICHERS, *in*: Praxiskommentar VegüV (2014), art. 25 N 11.

l'étendue du pouvoir d'appréciation du juge lorsqu'il est amené à statuer *a posteriori* sur la question de savoir si l'intérêt des assurés a effectivement été violé dans un cas concret.

A. La limitation du pouvoir d'appréciation par la « *business judgment rule* »

Une approche envisageable serait d'exiger des tribunaux de faire preuve de retenue lors de l'interprétation des intérêts des assurés en limitant le pouvoir d'appréciation du juge au respect des conditions formelles minimales. Cette interprétation, proposée notamment par RICHERS,¹³⁴⁸ équivaldrait à transposer la *business judgment rule* (BJR), admise par la jurisprudence suisse pour la responsabilité des organes dirigeants des sociétés anonymes s'agissant de l'examen *a posteriori* des décisions commerciales,¹³⁴⁹ à la responsabilité des organes suprêmes des institutions de prévoyance en ce qui concerne leurs devoirs de voter et de divulguer.¹³⁵⁰

En droit des sociétés, la BJR limite le devoir de diligence des administrateurs et de tout autre dirigeant social pour les décisions commerciales ayant éventuellement violé un devoir des personnes responsables, pour autant qu'elles aient été prises au cours d'un processus décisionnel irréprochable, qu'elles reposent sur une base informationnelle appropriée et qu'elles n'aient pas été affectées par un conflit d'intérêts.¹³⁵¹

Pour les décisions relatives à l'exercice des droits de vote, il n'y a souvent pas de bonne ou mauvaise réponse, car - à l'instar des décisions commerciales des sociétés anonymes - les personnes habilitées à prendre les décisions bénéficient d'une marge de manœuvre relativement large. Selon RICHERS, l'application de la BJR au droit de la prévoyance professionnelle, notamment aux dispositions pénales, se justifie *a fortiori* étant donné qu'il s'agit en l'occurrence simplement d'évaluer des décisions relatives à l'exercice des droits de vote dans une assemblée générale, soit des décisions qui s'appuient sur une base informationnelle encore plus faible que c'est le cas pour les décisions commerciales d'un organe d'une société anonyme.¹³⁵² En d'autres termes, si l'on

¹³⁴⁸ RICHERS, Praxiskommentar VegüV (2014), art. 25 N 11.

¹³⁴⁹ Arrêt du Tribunal fédéral 4A_30/2009 du 8 février 2010 (consid. 7.2.4) ; arrêt du Tribunal fédéral 4A_74/2012 du 18 juin 2012 (consid. 5.1) ; arrêt du Tribunal fédéral 4A_375/2012 du 20 novembre 2012 (consid. 3.2) ; ATF 139 III 24, consid. 3.2.

¹³⁵⁰ RICHERS, Praxiskommentar VegüV (2014), art. 25 N 11.

¹³⁵¹ Plus en détail sur les conditions de la BJR en droit suisse, voir notamment KUNZ (2014), 277 *et seq* ; CHRISTEN (2015), 125 *et seq* ; BAUDENBACHER/SCHWARZ (2016), 66 *et seq*.

¹³⁵² Traduit par l'auteure. Voir la version originale de RICHERS, Praxiskommentar VegüV (2014), art. 25 N 11: « Die Anwendung einer solchen „**business judgment rule**“ ist mindestens im Ergebnis bereits für die Haftung der direkt handelnden Organe anerkannt [...]. Das muss erst recht dort gelten, wo es

admettait l'application de la BJR en droit de la prévoyance professionnelle, le juge devrait faire preuve de retenue lorsqu'il est amené à apprécier si les intérêts des assurés ont suffisamment été respectés dans la décision de vote concrète. Selon cette analogie, le demandeur devrait démontrer que la décision de vote attaquée n'a pas été prise au cours d'un processus décisionnel irréprochable, qu'elle ne repose pas sur une base informationnelle adaptée ou qu'elle n'est pas exempte de conflits d'intérêts, pour que l'autorité judiciaire compétente puisse se prononcer sur la question.

L'application d'une BJR, calquée sur le modèle reconnu en droit de la société anonyme peut être soutenue dans la mesure où il est effectivement très difficile, voire impossible, pour un juge d'établir rétrospectivement qu'une décision de vote s'opposait aux intérêts des assurés. Cela peut paraître judicieux sur le principe, notamment si l'on considère qu'en réalité seul le processus décisionnel peut être remis en cause et non pas le résultat qui en découle (c'est à dire la décision de vote en soi).

Néanmoins, même si le droit de la société anonyme peut servir de source d'inspiration, la proposition de RICHERS n'est guère soutenable puisqu'elle fait abstraction de la différence essentielle entre la position de l'actionnaire et celle des assurés d'une institution de prévoyance dont le principal problème est la vulnérabilité particulière. En effet, la nature de la relation entre l'organe suprême d'une institution de prévoyance et ses assurés n'est pas pleinement comparable avec la relation entre les organes exécutifs et les actionnaires d'une société anonyme. Les assurés d'une institution de prévoyance entretiennent un lien plus fort avec l'institution de prévoyance puisque leur relation est fondée sur un degré de confiance et de dépendance plus élevé : premièrement, en tant que salariés et futurs retraités, ils ne peuvent, en principe, pas choisir leur institution de prévoyance. Les assurés sont obligés de cotiser à la prévoyance professionnelle et en même temps, contrairement aux actionnaires, ils n'ont pas accès à la voie d'*exit* pour marquer leur désaccord avec la gestion. Vient s'ajouter à ce qui précède que pour la plupart des assurés, le capital accumulé dans le deuxième pilier constitue la plus grande partie de leur épargne.¹³⁵³ Deuxièmement, il ressort de l'analyse qui précède, que les possibilités des assurés d'exprimer leur voix et de pouvoir ainsi influencer la gestion de l'institution sont encore plus faibles que celles des actionnaires dans les sociétés cotées.¹³⁵⁴ Troisièmement, la liberté d'action et d'interprétation dont bénéficieraient les personnes visées par l'art. 25 ORAb dans l'hypothèse où l'on reconnaissait l'application d'une BJR est, à notre avis, incohérente avec l'esprit

lediglich um die Ausübung von Stimmrechten an einer Generalversammlung geht, die auf einer deutlich schwächeren Informationsbasis erfolgt ». (Mise en évidence dans l'original).

¹³⁵³ Sur l'importance économique et sociopolitique du deuxième pilier dans le système de la sécurité sociale Suisse, voir *supra*, première partie, chapitre 3, section IV, 1 A c.

¹³⁵⁴ *Supra*, troisième partie, chapitre 3, section III.

interventionniste du « régime Minder » qui est à l'origine de la disposition sur la sanction pénale dans le cadre des institutions de prévoyance.

En résumé, il ressort de ce qui précède que la nature de l'activité des institutions de prévoyance s'oppose à l'application d'une BJR aux décisions relatives à l'exercice des droits de vote des institutions de prévoyance. On ne peut dès lors accorder aux membres de l'organe suprême la même latitude d'interprétation qu'aux organes exécutifs d'une société anonyme. Pour ces différentes raisons, et bien que nous soyons conscients que la mise en œuvre de la responsabilité pénale au sens de l'art. 25 ORAb se heurte à des importantes difficultés pratiques, nous sommes de l'avis que, si la question devait être portée devant un tribunal, il ne faudrait pas opter pour une adaptation précipitée de la BJR.

B. L'étendue du pouvoir d'appréciation du juge en droit comparé

Une brève étude de droit comparé indique que la question de l'étendue du pouvoir d'appréciation du juge dans les décisions de vote des organes exécutifs au sein des investisseurs institutionnels échappe généralement à la réglementation. Toutefois, on observe une tendance dans les systèmes de la *common law* que le processus décisionnel des organes exécutifs des investisseurs institutionnels (*fiduciaries*) répond à un degré de diligence plus élevé que les décisions prises par des administrateurs et dirigeants sociaux.

En droit américain, la jurisprudence a limité le devoir de diligence des administrateurs ou de tout autre dirigeant social pour autant qu'il ait pris une décision commerciale en s'étant raisonnablement informé au vu des circonstances et en considérant de bonne foi que cette décision contribue à l'intérêt de la société.¹³⁵⁵ ERISA, à savoir la loi fédérale applicable aux fonds de pension privés, mais dont les dispositions sur les standards de diligence sont largement suivies par de nombreux fonds de pension publics, exige du *fiduciary* d'agir toujours en sauvegardant les intérêts des bénéficiaires et d'exécuter ses fonctions avec le soin qu'une personne prudente ordinaire emploierait dans des circonstances similaires.¹³⁵⁶ En revanche, une restriction du *prudent man standard of care* sous forme d'une BJR n'y est pas prévu.

Une approche similaire peut être observée en droit australien: le *Superannuation Industry Supervision Act* (SIS) de 1993 n'applique pas aux

¹³⁵⁵ *Aronson v Lewis*, 473 A.2d 805 § 44 (Del. 1984): [The BJR is] « a **presumption** that in making a **business decision** the directors of a corporation acted on an **informed basis**, in **good faith** and in the honest belief that the action taken was **in the best interests of the company** »; voir également *Smith v van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985).

¹³⁵⁶ ERISA 29 USC § 1104 (a) A (i) (ii).

fiduciaries un équivalent à la BJR, explicitement reconnue par le *Corporations Act*.¹³⁵⁷

Enfin, une interprétation nuancée qui veille à tenir compte des différences entre le rôle des *fiduciaries* et celui des organes dirigeants d'une société anonyme avait déjà été retenue par la jurisprudence américaine en début du 20^{ème} siècle. Dans *Meinhard v Salmon*, arrêt de principe en droit américain qui portait sur les devoirs fiduciaires dans le cadre d'une joint-venture, le juge Benjamin N. CARDOZO avait dessiné les contours des devoirs de loyauté d'un *fiduciary*: « *Joint adventurers, like copartners, owe to one another, while the enterprise continues, the duty of the finest loyalty. Many forms of conduct permissible in a workaday world for those acting at arm's length are forbidden to those bound by fiduciary ties. A trustee is held to something stricter than the morals of the market place. Not honesty alone, but the punctilio of an honor the most sensitive, is then the standard of behavior. As to this there has developed a tradition that is unbending and inveterate. Uncompromising rigidity has been the attitude of courts of equity when petitioned to undermine the rule of undivided loyalty by the "disintegrating erosion" of particular exceptions. Only thus has the level of conduct for fiduciaries been kept at a level higher than that trodden by the crowd. It will not consciously be lowered by any judgment of this court* ». ¹³⁵⁸

CARDOZO précise donc que les *fiduciaries* répondent à un standard comportemental plus élevé que d'autres participants au marché, par exemple les organes dirigeants d'une société anonyme. En guise de conclusion, nous pouvons retenir que le droit de la société anonyme ne peut pas entièrement servir de modèle de référence lorsqu'il s'agit de définir les intérêts des bénéficiaires et la responsabilité des organes décisionnels au sein des institutions.

Section V Synthèse

Ce chapitre a mis en évidence que la cause du caractère dynamique des devoirs fiduciaires réside dans la variabilité de l'interprétation des intérêts des bénéficiaires. L'intérêt des bénéficiaires consiste en la préservation et la maximisation durable du retour sur investissement et il est estimé de nos jours que cet objectif peut être atteint lorsque l'investisseur poursuit une stratégie d'investissement responsable, stratégie qui se traduit principalement par l'intégration des critères ESG dans l'exercice des décisions d'investissement et des droits d'actionnaires.

¹³⁵⁷ Section 180(2) du *Corporations Act*. Pour plus de détails, voir BARKER/BAKER-JONES/BARTON/FAGAN (2016), 226.

¹³⁵⁸ *Meinhard v Salmon*, 164 NE 545 (NY 1928).

Si la poursuite d'une approche d'investissement responsable se justifie à plusieurs égards, il s'est avéré au terme de notre étude que la stratégie consistant à intégrer des facteurs ESG connaît des importantes limites juridiques, étant donné que le devoir fiduciaire d'agir exclusivement dans l'intérêt des bénéficiaires est uniquement rattaché au processus de prise de décision et non pas à la décision de vote en soi.

L'analyse conceptuelle de la notion de l'intérêt des bénéficiaires a révélé également que le droit contraignant est inadapté pour définir de manière générale et abstraite en quoi consisterait une décision de vote prise exclusivement dans l'intérêt des bénéficiaires. Le principal objectif de la réglementation contraignante en la matière consiste donc à fixer des paramètres pour que le processus de prise de décision se déroule dans l'intérêt des bénéficiaires.

S'agissant de la mise en œuvre de la responsabilité fiduciaire, l'analyse dépeint un tableau plutôt décevant : s'il est vrai que les voies de droit existantes constituent une certaine pression pour les personnes ayant une compétence décisionnelle au sein des institutions, il est en pratique peu vraisemblable que leur responsabilité soit engagée, et cela autant sur le plan pénal que civil. En outre, non seulement les incitations des bénéficiaires de contrôler les institutions sont faibles, mais ils ne disposent généralement pas des informations nécessaires pour observer directement et effectivement les agissements des organes exécutifs de leur institution. Souvent, ils ne peuvent que deviner si l'acte de l'investisseur institutionnel, notamment une décision de vote précise, était faite dans leur intérêt ou pas.¹³⁵⁹

En conclusion, nous pouvons constater que le cadre réglementaire contraignant ne parvient pas à contrebalancer le déséquilibre de forces. Même la prise de mesures incisives, comme l'obligation d'exercer les droits de vote – sous peine de sanctions pénales – ne change pas fondamentalement le système en place. Voilà pourquoi il nous semble d'autant plus important de consulter régulièrement les bénéficiaires et de leur donner une voix lors de la définition de leurs intérêts sur laquelle se fonde en fin de compte toute décision de vote.

¹³⁵⁹ COOTER/FREEDMAN (1991), 1049: « [...] *outcomes depend upon the agent's conduct and also upon chance. Consequently, determining whether the agent's act was other-regarding or self-regarding often proves to be a guessing game* [...] »; IBARRA GARZA (2014), N 196.

Conclusion générale

Synthèse générale

Au cours des trois dernières décennies, le patrimoine détenu par les investisseurs institutionnels n'a cessé de croître dans l'ensemble des économies industrialisées. Une partie importante de ce patrimoine est placée en actions des sociétés cotées en bourse, ce qui confère aux investisseurs institutionnels des droits sociaux d'actionnaires. S'agissant de l'exercice de ces droits, les investisseurs institutionnels ont pendant longtemps été freinés par la même apathie rationnelle qui décourage la plupart des actionnaires individuels d'en faire usage, et cela, malgré une gestion professionnelle et des positions d'actions souvent importantes (même s'il ne s'agit en règle générale pas des positions de contrôle). Ce n'est qu'au cours de la dernière quinzaine d'années, sous l'influence de l'activisme actionnarial américain et, plus encore, dans la foulée de la crise financière de 2008, qu'on a vu se dessiner en Europe continentale un changement de paradigme dans le comportement actionnarial des investisseurs institutionnels.

Cette évolution s'explique, d'un côté, par la motivation intrinsèque des investisseurs institutionnels qui, en tant que pourvoyeurs de capitaux à long terme sont plus enclins à adopter une attitude patiente se traduisant par une tendance à privilégier l'option *voice* à l'option *exit*. Cela étant, les investisseurs institutionnels ont commencé à percevoir davantage leurs droits sociaux comme des actifs financiers et leur exercice comme le moyen d'en retirer le maximum de bénéfices. D'un autre côté, l'intervention des investisseurs institutionnels s'est intensifiée en raison de la multiplication des règles régissant leur responsabilité vis-à-vis des bénéficiaires et de celles destinées à renforcer la position des actionnaires dans la gouvernance d'entreprise.

Du fait de leur large présence, le comportement actionnarial des investisseurs institutionnels a des conséquences économiques, sociales et environnementales plus vastes. L'engagement des investisseurs institutionnels à long terme vise ainsi non seulement à optimiser le rendement de l'investissement, mais contribue également à une allocation des ressources plus efficace et à la croissance de l'économie globale, dans la mesure où la sécurité des régimes de retraite, ainsi que le comportement de l'ensemble des sociétés cotées sont largement influencés par les décisions de vote prises par les investisseurs institutionnels.

Bien que voter ne constitue pas, de loin, la seule manière pour les investisseurs institutionnels de s'immiscer dans la gouvernance des sociétés de portefeuille, il s'agit sans doute de leur moyen d'intervention le plus visible et le plus emblématique. De même, il ressort des théories du choix social que l'exercice des droits de vote constitue le meilleur moyen pour extraire une

préférence collective à partir d'une multitude de préférences individuelles, pourvu que les titulaires du droit de vote disposent d'une base informationnelle suffisante et pertinente pour former leur opinion et que leur prise de décision ne soit pas influencée par des tiers ou utilisée à des fins stratégiques.

C'est dans cette perspective que l'engagement actionnarial a été étudié dans cette thèse. Ainsi, au lieu de nous attarder sur les modalités techniques relatives au droit de vote, nous avons cherché à examiner le potentiel et les limites du droit de vote comme moyen de gouvernance et d'expression de la responsabilité fiduciaire. Dans ce contexte, cette thèse a poursuivi un double objectif. Tout d'abord, il s'agissait d'examiner les perspectives et les limites du droit de vote des actionnaires en termes de gouvernance d'entreprise, lorsqu'il est exercé par les investisseurs institutionnels. Ensuite, le deuxième objectif était d'étudier l'application et l'étendue du concept de la responsabilité fiduciaire des investisseurs institutionnels en droit suisse et de s'interroger sur les facteurs qui déterminent l'intérêt des bénéficiaires finaux, ainsi que sur les possibilités de mettre en œuvre la responsabilité des investisseurs institutionnels.

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

Quelle que soit la dimension et l'organisation interne de l'institution, l'exercice des droits d'actionnaires représente une tâche fastidieuse et coûteuse, vu le grand nombre d'assemblées générales dans lesquelles les investisseurs institutionnels sont amenés à participer chaque année. Cette circonstance ressort clairement de l'étude de cas portant sur cinq investisseurs institutionnels appartenant à des catégories d'investisseurs différents (à savoir : un gestionnaire d'actifs, deux fonds souverains et deux institutions de prévoyance). L'étude de cas a également révélé que les investisseurs institutionnels utilisent la valeur de leurs droits de vote avec des degrés différents d'intensité. À cet égard, il faut néanmoins garder à l'esprit que ces différents types d'investisseurs ne sont pas soumis aux mêmes exigences normatives en ce qui concerne l'exercice des droits de vote.

L'efficacité du vote comme mécanisme de choix collectif dépend de la pertinence et de la qualité de l'information disponible permettant aux participants au vote de se forger leur propre opinion. En même temps, les intérêts potentiellement divergents des participants au vote, ainsi que le risque que certains d'entre eux soient susceptibles d'utiliser leurs droits de vote à des fins stratégiques, diminuent l'efficacité du vote.

Afin de permettre au droit de vote de remplir au mieux ses fonctions de contrôle et d'équilibrage des rapports de force au sein de la société anonyme, il

est primordial de réduire un maximum les coûts qui découlent des nombreuses relations d'agence sur lesquelles l'investissement institutionnel est fondé. Or, dans notre analyse nous sommes parvenus à une constatation fondamentale : dans la mesure où les droits de vote des institutions sont confiés à des gestionnaires, alors que les risques économiques liés aux actions sont supportés par les bénéficiaires finaux, les conflits d'agence sont inhérents au système de l'investissement institutionnel et ne pourront être entièrement supprimés. Compte tenu de cet état de fait, le fil rouge de notre réflexion, tout au long des deux premières parties, a consisté à évaluer les mécanismes permettant de diminuer les coûts d'agence et de favoriser l'engagement actionnarial.

Une première étape a consisté à porter un regard critique sur les incitatifs à exercer ou à ne pas exercer les droits de vote. Il est ainsi apparu que l'exercice des droits de vote peut conduire à une augmentation des coûts d'agence, voire même que les coûts d'agence présentent des obstacles rédhibitoires à l'exercice des droits de vote. Rappelons, à cet égard, que les modèles commerciaux des fonds indiciels enferment l'investisseur dans les barrières d'un portefeuille prédéfini, s'opposant dès lors diamétralement à l'idée d'assurer une fonction de contrôle des sociétés de portefeuille en exerçant les droits de vote dans une perspective à long terme.

La pertinence de l'engagement actionnarial peut également être remise en cause lorsque l'investisseur adopte des stratégies d'investissement opportunistes du fait qu'il a développé un intérêt paradoxal à ce que la valeur des actions baisse. Bien que le bilan des études empiriques conduites à ce jour et relatives à l'impact néfaste de l'activisme des *hedge funds* sur la valeur à long terme reste mitigé, nous pouvons retenir aux fins de notre analyse qu'un investisseur institutionnel à long terme devrait éviter, en vertu de son devoir de diligence, des placements qui poursuivent une stratégie clairement axée sur le court terme.

Le deuxième paramètre pour évaluer la pertinence de l'engagement des investisseurs institutionnels a consisté en une réflexion critique sur le fonctionnement de la chaîne d'intermédiaires qui sépare l'entité qui est titulaire des droits de vote des personnes ultimement concernées. Un maillon de cette chaîne d'intermédiaires a retenu notre attention particulière : les agences de conseil de vote, auxquelles il était fait référence dans les lignes qui précèdent sous la dénomination anglaise de *proxy advisors*. Éléments de liaison indispensables entre investisseurs institutionnels et sociétés cotées, les *proxy advisors* ont mérité de faire l'objet d'une étude approfondie en raison de leur influence croissante sur le comportement de vote et de leur faible niveau de réglementation en droit suisse. La diversification élevée des portefeuilles de titres requiert de la part des investisseurs des ressources d'une telle ampleur qu'un exercice éclairé et efficace des droits de vote nécessite le recours à des tiers

spécialisés. L'émergence des *proxy advisors* constitue ainsi une réponse du marché à l'évolution normative visant à renforcer la position des actionnaires dans la gouvernance d'entreprise et à la complexification des portefeuilles de titres des investisseurs institutionnels. L'analyse conclut que le recours à des conseillers externes facilite et dynamise la prise de décision de vote, tout en diminuant les coûts d'agence y afférents et en atténuant le problème de l'action collective.

En même temps, suite à cette évolution, les *proxy advisors* se voient attribuer un pouvoir d'influence indéniable sur le comportement des investisseurs institutionnels et, dans une certaine mesure, sur la gouvernance des sociétés cotées. Cette position de pouvoir des *proxy advisors* a suscité de vifs débats avec en toile de fond la question de savoir s'il convient d'encadrer leur activité de conseil par des règles spécifiques. L'approche adoptée dans cette thèse était d'évaluer l'activité des *proxy advisors* à la lumière de la théorie d'agence. Nonobstant leur qualité de prestataires de services détachés des investisseurs institutionnels et de leurs bénéficiaires, notre attention a porté sur les avantages et les inconvénients que présente l'activité commerciale des *proxy advisors* pour le bon fonctionnement de la chaîne d'intermédiaires.

Après analyse, il ressort que la plupart des propositions *de lege ferenda* visant à encadrer l'activité des *proxy advisors* s'avèrent peu efficaces, dans la mesure où elles risquent d'engendrer des coûts supplémentaires pour l'exercice des droits de vote. À cela s'ajoute que la plupart des mesures réglementaires rendraient l'arrivée de nouveaux concurrents sur le marché encore plus difficile, s'opposant dès lors à l'objectif de dynamiser le marché du conseil de vote. Malgré ces réserves, l'introduction des règles spécifiques à l'égard de l'activité des *proxy advisors* ne doit pas être exclue d'emblée. Afin de réduire les risques de conflits d'intérêts au sein des agences de vote et d'offrir aux participants au marché la possibilité de mieux évaluer leur performance, nous préconisons la mise en place d'un système de divulgation obligatoire des recommandations et des lignes directrices de vote. À notre avis, il s'agit de la seule mesure envisageable qui permettrait de garantir un certain degré de reddition de comptes d'une activité qui reste encore largement dans l'ombre. Seul un devoir de divulgation public des recommandations et lignes directrices de vote serait judicieux. En effet, une communication ciblée aux investisseurs institutionnels qui sont affiliés au *proxy advisor* n'aurait pas de valeur ajoutée, sachant qu'en tant que clients des *proxy advisors* ils disposent de toute manière de ces informations.

La principale conclusion à l'égard de l'examen du rôle des *proxy advisors* a trait à la responsabilité fiduciaire des investisseurs institutionnels : le conseil d'un *proxy advisor* ne pourra pas décharger les investisseurs institutionnels de leur responsabilité fiduciaire en externalisant la prise de décision de vote.

Concrètement, cela signifie que le rôle des *proxy advisors* doit rester celui d'un conseiller, mais ne doit pas évoluer vers celui d'un agent qui dispose d'une autonomie décisionnelle.

L'interprétation contemporaine de la responsabilité fiduciaire des investisseurs institutionnels

La caractéristique commune des investisseurs institutionnels d'agir au nom des bénéficiaires finaux en plaçant leurs actifs de façon à sécuriser leurs bénéfices nous a amené à entamer une réflexion approfondie sur l'étendue de l'intérêt des bénéficiaires. En effet, si le principe fondamental de la responsabilité fiduciaire demeure constant à travers les différentes époques et traditions juridiques, sa compréhension concrète demande une réévaluation permanente des facteurs qui déterminent l'intérêt des bénéficiaires. Plus facile à décrire de manière négative que positive, l'analyse conceptuelle a mis en évidence qu'il est impossible de prévoir dans une règle de droit générale et abstraite en quoi consiste une décision de vote prise exclusivement dans l'intérêt des bénéficiaires. Par conséquent, nous considérons comme « décisions prises dans l'intérêt des bénéficiaires », toutes celles qui ne favorisent pas l'intérêt des membres de l'organe décisionnel ou d'une tierce partie, ne sont pas orientées vers le court et le moyen terme et relativement auxquelles suffisamment d'informations concernant la politique d'investissement et l'exercice des droits de vote sont disponibles.

La reconnaissance du potentiel d'impact du vote des investisseurs institutionnels au cours de la dernière quinzaine d'années s'est accompagnée d'un changement dans l'interprétation du contenu de l'intérêt des bénéficiaires. Ayant évolué d'une vision axée sur la maximisation du rendement à court et à moyen terme vers une conception d'investissement responsable, la prise en compte des critères ESG dans la prise de décisions d'investissement et de vote est de nos jours considérée comme faisant partie des devoirs fiduciaires des investisseurs institutionnels ayant un horizon de placement à long terme.

La poursuite d'une stratégie d'investissement responsable se justifie à plusieurs niveaux. Ainsi, pour les institutions de prévoyance et certains fonds souverains, l'ambition d'adopter des stratégies d'investissement responsable dérive essentiellement du concept de l'équité intergénérationnelle qui se traduit par l'idée que le maintien d'un système économique viable dans le long terme bénéficiera également aux générations futures. D'autres investisseurs institutionnels, y compris certains fonds de placement classiques, s'attendent à une meilleure performance financière en poursuivant des stratégies d'investissement responsable. S'agissant en particulier des risques

environnementaux, des arguments liés à la gestion de risques de réputation et de litiges judiciaires sont souvent déterminants. Enfin, un petit nombre d'investisseurs institutionnels (essentiellement des fonds souverains) justifie l'adoption des stratégies d'investissement responsable par leur statut de propriétaires universels qui les expose davantage aux risques des externalités ESG négatives, dans la mesure où ils ne parviennent pas à les compenser.

La souplesse du concept de responsabilité fiduciaire se manifeste également par les degrés d'intensité distincts des devoirs imposés à chaque type d'investisseur institutionnel, vu les fonctions économiques et sociétales distinctes auxquelles ils répondent. Dans tous les cas, cependant, les devoirs fiduciaires découlent d'une relation de dépendance. Si le devoir de loyauté garantit un certain degré de prévention et de précaution contre l'abus des investisseurs institutionnels, il n'offre pas une garantie suffisante pour assurer que ces derniers agissent exclusivement dans l'intérêt de leurs bénéficiaires. Sachant que ce n'est que par la mise en place d'outils de gouvernance et de responsabilité que le devoir de loyauté prend forme, un objectif de notre réflexion a été d'examiner l'efficacité des voies de droit permettant de tenir responsables les personnes ayant une compétence décisionnelle au sein des institutions.

En guise de conclusion, l'examen, dans le cadre duquel l'accent était mis sur la mise en œuvre de la responsabilité des organes suprêmes des institutions de prévoyance, a fait ressortir que le déséquilibre de forces entre investisseurs et bénéficiaires est intrinsèquement lié à la relation fiduciaire et à la gestion d'actifs. Les bénéficiaires manquent non seulement des informations et de l'expertise nécessaires pour observer directement les agissements des organes exécutifs de leur institution, mais également d'incitations suffisantes pour le faire. Dans l'ensemble, l'analyse a mis en lumière que le cadre normatif contraignant ne parvient pas à contrebalancer ce déséquilibre de forces. Au terme de l'étude des moyens de mise en œuvre de la responsabilité fiduciaire, force est de constater que les efforts législatifs pour doter les assurés de moyens de tenir les membres de l'organe suprême responsables s'avèrent peu efficaces en pratique. Ainsi, il est pratiquement invraisemblable, tant sur le plan civil que pénal, de voir la responsabilité des organes suprêmes engagée.

Observations finales et perspectives futures

Les investisseurs institutionnels sont le pivot de deux dimensions essentielles de l'économie contemporaine : par leurs choix d'investissement et leur comportement, ils influencent d'une part directement la valeur des sociétés cotées dans lesquelles ils détiennent des participations et, d'autre part, la sécurité financière des investisseurs finaux, y compris notamment celle de la majorité des salariés. À l'heure de tirer le bilan, un constat préliminaire s'impose : une étude sur le rôle et l'engagement des investisseurs institutionnels ne saurait être complète sans prendre ces deux aspects en compte. Comment renforcer la capacité et les incitations des investisseurs institutionnels d'assurer, d'un côté, le rôle d'actionnaires à long terme et, d'un autre côté, celui d'agents responsables pour les placements des investisseurs finaux ? C'est à travers ces deux dimensions, que nous parvenons aux conclusions et observations suivantes.

Les coûts et les bénéfices de l'exercice des droits de vote

L'exercice des droits de vote s'articule autour d'une interaction complexe de bénéfices et coûts qu'il s'agit d'analyser de manière systématique. Ainsi, quoi qu'il s'agisse d'un outil puissant permettant d'équilibrer les rapports de force au sein de la société anonyme, nous ne pouvons pas affirmer catégoriquement que l'exercice des droits de vote (et des autres droits sociaux y rattachés) par les investisseurs institutionnels soit invariablement bénéfique du point de vue de la gouvernance d'entreprise. Tout comme les dirigeants, administrateurs ou actionnaires majoritaires, les investisseurs institutionnels peuvent se voir incités à user de leur pouvoir d'influence au détriment des intérêts de la société ou des autres actionnaires. Il ne suffit dès lors pas de mettre en place un système qui a pour objet d'accroître la participation des investisseurs institutionnels dans la prise de décisions sociales, encore faut-il veiller à ce que les coûts d'agence liés à l'exercice de ces droits restent aussi faibles que possible, tout en étant conscient qu'ils ne pourront pas être entièrement évités puisque les conflits d'agence sont inhérents au fonctionnement de la gestion d'actifs et à l'investissement institutionnel.

L'analyse a mis en évidence que l'augmentation de l'efficacité de l'exercice des droits de vote passe essentiellement par une amélioration de la base informationnelle accessible aux investisseurs. Ces derniers doivent être parfaitement éclairés sur les points soumis au vote, car, si l'on rappelle les observations d'Amartya SEN,¹³⁶⁰ les résultats d'un vote en soi n'apprennent pas

¹³⁶⁰ Voir, *supra*, première partie, chapitre 1, section II.

grand-chose, dans la mesure où le vote permet d'intégrer relativement peu d'informations. En raison du taux élevé des voix représentées, de l'importance du conseil de vote ou encore du pouvoir de négociation qu'ils détiennent dans le contact informel avec les sociétés, les investisseurs institutionnels prennent généralement leur décision avant même la tenue de l'assemblée générale. Cela étant, la phase en amont de l'assemblée générale constitue une étape cruciale de la prise de connaissance des éléments qui influencent la décision, raison pour laquelle il est important de promouvoir un cadre réglementaire qui facilite l'échange d'information avant l'assemblée générale. En résumé, force est de constater qu'il n'est pas suffisant de réduire les seuils permettant aux actionnaires de requérir la convocation d'une assemblée générale extraordinaire ou l'inscription d'un point à l'ordre du jour, mais qu'il convient surtout d'améliorer l'efficacité de l'exercice des droits de vote en encourageant la communication entre investisseurs en amont de l'assemblée générale et de veiller à la mise en œuvre de conditions-cadres propices, pour offrir aux investisseurs institutionnels un accès à des services de conseil de vote de qualité.

Le pouvoir normatif d'influencer le comportement des investisseurs institutionnels

Le cadre normatif n'est pas neutre face au choix comportemental des investisseurs institutionnels. Au terme de l'étude des différentes initiatives législatives et réglementaires visant à orienter les actionnaires vers des modes d'intervention du type *voice*, il apparaît que les mesures prises ou envisagées se subdivisent en deux grandes catégories. Celles de la première catégorie ont pour objectif d'exploiter l'intégralité du potentiel d'impact des investisseurs en termes de gouvernance d'entreprise, tandis que celles de la deuxième catégorie visent à assurer une protection des bénéficiaires finaux.

Font partie de la catégorie des mesures de gouvernance d'entreprise toutes celles qui visent à élargir les compétences de l'assemblée générale ou à faciliter l'exercice des droits sociaux des actionnaires. L'étude a montré que le succès de ce type de mesures est plutôt modeste puisqu'elles sont généralement fondées sur l'idée illusoire que la formation de la volonté sociale se fait lors de l'assemblée générale. Pour être efficaces, de telles mesures doivent être complétées par des mesures qui encouragent les investisseurs institutionnels à s'impliquer davantage en tant qu'actionnaires actifs. À cet effet, il est essentiel d'améliorer la base informationnelle des investisseurs institutionnels par le biais des devoirs de divulgation imposés aussi bien aux sociétés cotées qu'aux *proxy advisors*. Également au niveau de la gouvernance d'entreprise, des mesures qui facilitent la communication et la coordination entre actionnaires permettent de réduire le problème de l'action collective dans la mesure où elles habilitent les investisseurs institutionnels à trouver un soutien pour leurs propositions de

vote. Les mesures tendant à fidéliser les actionnaires à long terme peuvent aussi être rangées dans cette catégorie. Bien que le législateur suisse ait récemment rejeté les propositions d'introduire une clause statutaire visant à récompenser les actionnaires à long terme, cette voie pourrait inciter les investisseurs institutionnels à s'engager davantage dans une perspective à long terme. Si nous nous sommes contentée d'aborder seulement marginalement l'idée de la fidélisation de l'actionnariat, il s'agit à notre avis d'un sujet qui mérite d'être exploré dans des recherches futures. Il conviendrait ainsi d'étudier les possibilités et les limites des différentes mesures qui récompensent la détention durable des actions et leur impact sur le comportement des investisseurs institutionnels. Il nous semble particulièrement opportun d'étudier ces questions dans une perspective comparative avec des législations qui connaissent une forme de récompense pour les actionnaires à long terme (notamment le droit français).

La deuxième catégorie de mesures, à savoir celles qui visent à responsabiliser les investisseurs institutionnels dans leur rôle de fiduciaires, comprend notamment les mesures coercitives qui, en droit suisse, se traduisent principalement, mais pas exclusivement, par les obligations de voter et de divulguer imposées aux institutions de prévoyance. L'étude a révélé de nombreuses défaillances dans la mise en œuvre de ces mesures, ce qui permet de les considérer comme inefficaces, malgré leur caractère incisif pour les institutions visées. Cependant, nonobstant un champ d'application limité et des vastes problèmes de mise en œuvre, les mesures coercitives à l'égard des institutions de prévoyance ont contribué à dynamiser l'engagement d'autres types d'investisseurs institutionnels qui semblent exercer leurs droits de vote avec plus d'assiduité et communiquer sur leur politique et leur comportement de vote plus ouvertement.

En parallèle et en complément des mesures coercitives, les recommandations des initiatives réglementaires non contraignantes font pression sur les investisseurs institutionnels afin qu'ils exercent leurs droits dans une perspective à long terme. Fait marquant, les codes de bonne conduite qu'on a vus proliférer ces dernières années tant sur le plan national qu'international, s'emparent directement de la gouvernance au sein des institutions. Ce, alors que le débat au sujet des investisseurs institutionnels est longtemps resté dans l'ombre de la question du renforcement du rôle des actionnaires au sein de la gouvernance d'entreprise. Même l'introduction, en 2013, de l'obligation constitutionnelle pour les institutions de prévoyance d'exercer leurs droits de vote avait été largement éclipsée par le débat sur la nouvelle compétence de l'assemblée générale de prendre des décisions relatives aux rémunérations des organes dirigeants, introduite par la même occasion. Ce changement d'approche doit être considéré comme positif. En effet, nonobstant le fait que la sécurité des régimes de retraite et le comportement des sociétés publiques reposent largement sur les décisions prises par les personnes

responsables au sein des institutions et, dans une certaine mesure également des conseils de leurs consultants, le fonctionnement de la chaîne d'intermédiation et la gouvernance des institutions ont reçu jusqu'à récemment relativement peu d'attention. Or, si la gouvernance au sein des institutions soulève en grande partie les problématiques classiques liées à la gouvernance d'entreprise (notamment le problème de l'action collective, les conflits d'agence et l'asymétrie d'informations), la relation entre bénéficiaires et organes décisionnels des institutions ne peut pas totalement être assimilée à celle entre actionnaires et organes dirigeants des entreprises, dans la mesure où le lien de dépendance est plus fort.

En résumé, les mesures non contraignantes relatives aux devoirs fiduciaires ont non seulement agi comme un précurseur pour l'introduction de l'obligation de voter et de communiquer des institutions de prévoyance, mais elles s'insèrent en même temps dans un changement de paradigme dans lequel l'accent est davantage mis sur le mandat des investisseurs institutionnels d'agir dans l'intérêt de leurs bénéficiaires finaux et moins sur leur rôle d'actionnaire dans la gouvernance d'entreprise.

Regrouper les différentes mesures prises ou envisageables, comme cela a été fait plus haut, permet de mettre en évidence les limites du pouvoir normatif d'orienter le comportement des investisseurs institutionnels. Pour conclure, il apparaît qu'il n'existe pas de voie parfaite pour s'emparer de la question de l'engagement à long terme des investisseurs institutionnels ; au contraire, la clé du succès semble résider dans la combinaison d'approches réglementaires. À première vue et prises isolément, les différentes initiatives réglementaires semblent plutôt décevantes : pour la plupart difficiles à mettre en œuvre et relativement peu efficaces. On pourrait en conclure hâtivement que les incitations et le comportement actionnarial des investisseurs institutionnels ne peuvent pas être saisis de manière satisfaisante par les instruments de réglementation. Cependant, l'évaluation des différentes initiatives réglementaires doit s'inscrire dans une perspective plus large. Vus dans leur ensemble et malgré les défaillances constatées dans la mise en œuvre, les différentes mesures contribuent à créer un environnement réglementaire propice à l'engagement actionnarial à long terme des investisseurs institutionnels.

Une vision large de l'intérêt des bénéficiaires

Les intérêts des bénéficiaires doivent être définis à l'aune de l'interprétation des devoirs de loyauté et de diligence. L'une des principales leçons à tirer des analyses effectuées à ce propos est que le devoir de loyauté comprend également un devoir de gérer de façon impartiale les conflits qui peuvent exister entre

différents bénéficiaires, y compris entre bénéficiaires issus de générations distinctes. Et pourtant, cet aspect particulièrement pertinent eu égard au vieillissement démographique et à l'épuisement des ressources naturelles non renouvelables n'est pas mentionné directement par les dispositions régissant le devoir de loyauté des institutions de prévoyance. Si le projet relatif à la LPP prévoit que le vote assurant la prospérité à long terme de l'institution de prévoyance est réputé respecter l'intérêt des assurés, il est regrettable que le législateur ne traduise pas l'idée de la durabilité en mentionnant par la même occasion explicitement les intérêts des générations futures.

Cette interprétation qui met davantage l'accent sur le devoir de loyauté, sous-entend que la durabilité dans l'exercice des droits de vote consiste non seulement à préserver et à augmenter le capital investi, mais également à rechercher un juste équilibre de ressources et, dès lors, à évaluer l'impact des critères ESG des sociétés dans lesquelles les fonds investis sont placés.

Il n'en demeure pas moins que le cadre normatif est limité à ce propos. En effet, alors que les devoirs de loyauté et de diligence doivent avoir pour objet de fixer des paramètres pour que le processus de prise de décision se déroule dans l'intérêt des bénéficiaires, le cadre normatif ne peut garantir que la décision qui en découle soit effectivement celle qui reflète l'intérêt des bénéficiaires. Par conséquent, les exigences normatives dont l'objet est l'intégration des critères ESG dans la prise de décisions de vote, qu'elles soient fondées sur la *hard law* ou issues de la *soft law*, ne peuvent en réalité signifier autre chose que l'exigence imposée aux organes responsables de démontrer avoir considéré ces facteurs dans le processus décisionnel. Quoi qu'il en soit, ces organes conservent un pouvoir discrétionnaire quant à la pertinence des facteurs ESG dans le processus décisionnel.

Accorder une voix à la masse silencieuse des bénéficiaires

La volonté de mettre en place un système qui accorde une voix à la masse silencieuse que forment les bénéficiaires vise à faire en sorte que ces derniers soient moins démunis face aux décisions des personnes responsables au sein de leurs institutions. Le déséquilibre de forces entre bénéficiaires et organes décisionnels est immuable, nous l'avons évoqué à plusieurs reprises. Cependant, il existe des voies d'actions pour accorder une voix aux bénéficiaires et pour les impliquer ainsi davantage.

Un premier pas dans ce sens est d'augmenter la transparence. Les devoirs de divulgation et de reddition de comptes sont des corollaires nécessaires des devoirs de loyauté et de diligence, sachant qu'à défaut, les bénéficiaires manqueraient de la base informationnelle nécessaire pour savoir si les personnes responsables exercent les droits de vote dans leurs intérêts. Bien

qu'une transparence accrue équivaille à une hausse des coûts pour les investisseurs institutionnels (coûts qui seront finalement reportés sur les bénéficiaires), il y a lieu de conclure que les bénéfices l'emportent sur les coûts. S'agissant de l'étendue du cercle des destinataires de l'information divulguée et contrairement à ce que les normes contraignantes applicables aux différents investisseurs institutionnels prévoient, une mise à disposition publique de l'information serait souhaitable, tout particulièrement lorsque le cercle des bénéficiaires n'est pas clairement défini ou pour les investisseurs d'une envergure si grande qu'il est justifié de les qualifier de propriétaires universels.

Cela étant, l'augmentation de la transparence est uniquement utile si l'on renforce en même temps la prise de conscience parmi les bénéficiaires. De fait, de nombreux bénéficiaires ignorent comment leurs fonds sont investis et comment les droits rattachés aux actions sont exercés. Si les bénéficiaires avaient une plus grande conscience du concept général de la responsabilité fiduciaire et de l'impact potentiel des décisions de vote, les personnes responsables au sein des institutions subiraient une pression accrue avec comme conséquence un effet levier plus fort de la responsabilité fiduciaire. Pour cette raison, il est recommandé d'assurer que l'information diffusée soit compréhensible pour les bénéficiaires, soit pour des non-experts en matière de gestion d'actifs.

Il est aussi préconisé de favoriser la création des canaux de communication entre organes décisionnels et bénéficiaires par le biais d'une consultation régulière des représentants des bénéficiaires, dans l'objectif de leur donner des moyens d'expression concernant la définition de leurs intérêts. Une consultation des bénéficiaires semble particulièrement appropriée pour connaître leur attitude vis-à-vis de sujets qui parlent aussi à des non-experts en matière de gestion d'actifs, comme c'est le cas avec la considération des facteurs ESG. Quant à la forme, la consultation pourrait être organisée sous forme d'un sondage parmi les membres d'une institution de prévoyance ou encore sous forme d'un vote consultatif parmi les représentants des bénéficiaires. Dans tous les cas cependant, une telle consultation ne pourra équivoir à une obligation pour les organes décisionnels d'en tenir compte, sachant qu'ils ne peuvent pas se décharger de leur responsabilité de prendre des décisions quant à la stratégie d'investissement et à l'exercice des droits de vote. Ainsi, les organes décisionnels devraient par exemple s'abstenir de suivre systématiquement l'opinion de la majorité des bénéficiaires consultés et se limiter à considérer les points de vue des bénéficiaires pour légitimer, dans une mesure limitée, leurs décisions de vote.

Développements futurs de la responsabilité fiduciaire

Pour terminer, il convient de se tourner vers l'avenir de la responsabilité fiduciaire et des défis qui l'accompagnent. Globalement, tout porte à croire que le patrimoine en mains d'investisseurs institutionnels continuera de croître, avec pour conséquence que l'engagement et la responsabilité fiduciaire demeureront des sujets d'actualité. Vu le vieillissement démographique et l'épuisement des ressources non renouvelables, la portée intergénérationnelle du devoir de loyauté et la perspective à long terme dans la prise de décisions de vote auront une signification encore plus importante. Face à cette évolution, le débat sur la prise en compte des critères ESG doit s'ouvrir à une nouvelle perspective. Si, jusqu'à présent, la question de la compatibilité d'une approche incluant la considération ESG avec la responsabilité fiduciaire était au centre des préoccupations, nous sommes arrivés à un point où les critères ESG sont jugés pertinents pour les risques et les perspectives des sociétés cotées et, dès lors, considérés dans les stratégies de placement par quasiment l'ensemble des investisseurs institutionnels. À l'avenir, le débat relatif aux critères ESG se concentrera davantage sur les obstacles auxquels les investisseurs institutionnels se heurtent dans la sélection et l'intégration des stratégies ESG ainsi que dans la recherche et l'amélioration des outils de mesure pertinents pour évaluer la performance ESG des sociétés.

English summary

Research problem

Over the last three decades, institutional investors such as pension funds, mutual funds and sovereign wealth funds have established themselves as key players on global capital markets. Institutional investors are pivotal to two critical aspects of contemporary capital markets: they directly influence the value of public corporations, and their behavior is crucial for the financial security of the citizens for whom they serve as saving vehicles. Against this background, institutional investors play a crucial role for public corporations, private individuals and, for the functioning of the modern economic system as a whole.

There is no common definition of what an “institutional investor” is. Despite the diversity of their internal structures and their investment horizon, the financial institutions commonly considered as institutional investors have one notable feature in common: they act on behalf of individual investors and ultimate beneficiaries by investing their assets in order to secure future benefits in terms of financial returns. As such, institutional investors are required to act in good faith and with due care, skill and diligence in the best interest of their beneficiaries. This also means that institutional investors should put beneficiaries’ interests above the interests of themselves or a third party. The concept of fiduciary duty extends to all spheres of activity of institutional investors, including the exercise of voting rights attached to the shares of stock they are holding.

Since institutional investors invest a significant proportion of their assets in shares of listed companies, they have the power to influence, to a certain extent, the decisions made by these companies and thus, their governance. To this effect, the shareholders’ voting right seems to be the most powerful and most emblematic instrument of institutional investors, and therefore, provide means to reduce agency costs resulting from the difference in interests between shareholders and corporate directors.

While past practice has shown that institutional investors often lack the adequate incentives needed to properly carry out their disciplinary function in corporate governance, institutional investor activism has gained new momentum over the last decade. In the aftermath of the 2008 financial crisis, the behavior of institutional investors in port-folio companies evolved from an overall passive to a more proactive attitude, particularly in regards to public and private pension funds. After decades of focusing on how corporations should govern themselves, regulators, policy makers and academics now pay greater attention to another key issue of the capital market, which is the relationship between investors and their beneficiaries.

Despite its apparent advantages, increased shareholder engagement raises questions and concerns about the complexity of the intermediary chain that characterizes contemporary portfolio investment. First, institutional investors face an important hurdle when exercising their shareholder rights: given their highly diversified investment portfolios, they are likely to externalize part of the voting decision-making process by using the analysis and voting recommendations issued by external proxy advisory firms. By acting as an important connecting element between institutional investors and portfolio companies by providing the former with necessary information about the latter and helping them to make informed and efficient use of their voting rights, proxy advisory firms raise several issues and a new agency problem.

Second, the relationship between institutional investors and their beneficiaries is an agency relationship in which the former acts as an intermediary, thus giving rise to a risk of opportunism. Moreover, a high level of dependency characterizes the relationship between institutional investors and their beneficiaries. If there is no doubt that institutional investors shall vote in the interest of their beneficiaries, the crucial issue is to accurately define the best interest of the beneficiaries. Nowadays, there is a common understanding that shareholder engagement, especially when originated from pension funds and sovereign wealth funds shall aim to maximize the long-term benefits in order to guarantee the long-term engagements of the institutions towards current and future beneficiaries. Yet, the elements that embody the long-term interests when it comes to shareholder voting, as well as the means for beneficiaries to enforce their rights, remain subject to controversy.

Research objective

The research question revolves around the dual function of institutional investors in the modern economy: How can we strengthen the potential of institutional investors and ensure that they assume their role of long-term owners, as well as the role of fiduciaries accountable to their beneficiaries? For this purpose, the first objective of the thesis is to explore the prospects and limits of shareholder voting rights as a collective decision-making and governance mechanism. The second objective is to explore shareholder engagement as a means for expressing and assuming institutional investor's fiduciary duties.

Scope and context

The thesis offers a critical reflection on the applicable rules under Swiss law regarding the exercise of shareholder voting rights by institutional investors. To this end, the study considers the relevant hard as well as soft law. The analysis also draws out current legislative proposals on matters related to the issue. There is a growing international tendency to empower institutional investors through non-binding codes of good practices, which give special importance to soft law initiatives. Additionally, in the fields of corporate governance and institutional investment practices, soft law initiatives are often making a decisive impact on the further development of hard law rules.

The reason behind choosing Swiss Law as the main legal order for this study is that Switzerland is one of the OECD member States where the growth in institutional investment related to the gross domestic product (GDP) has been the highest. Furthermore, the publication of the first Swiss code of conduct specifically targeting institutional investors in 2013 (*Guidelines for institutional investors governing the exercising of participation rights in public limited companies*), followed by the introduction into the Federal Constitution of a voting obligation for pension funds in the same year, has brought profound changes to the regulatory framework governing institutional investor's activities and bears witness to the growing interest in institutional investor's behavior as shareholders.

Nonetheless, the scope of this thesis goes beyond Swiss law. The comparative approach allows us to highlight some recurring challenges related to the decision-making process of institutional investors and serves as a source of inspiration for identifying potential solutions under Swiss law. This is particularly useful regarding more recent phenomena (for example, the rise of proxy advisory services) for which Swiss law does not offer any tangible solution or where no specific practice yet exists. Knowing that shareholder activism has its roots in the United States, the main foreign legal order considered is the federal law of the Securities Exchange Commission (SEC).

Since it is the qualification as a shareholder that confers the right to vote in the Annual General Meeting, the scope of this thesis is limited to investment in shares of capital. More specifically, the analysis is limited to the investment in publicly listed companies, knowing that institutional investors generally avoid investment in non-listed companies.

Considering that institutional investors generally do not hold majority positions, the scope is further limited to the context of corporations with a widely dispersed ownership structure. In fact, ownership structure is a fundamental parameter in the distribution of decision-making power in any

company and may have a direct impact on shareholders' incentives to engage in activism or not.

The financial institutions considered as institutional investors may vary, which makes it necessary to restrict the term for the purposes of this study. This research focuses on the exercise of voting rights in a long-term perspective. Accordingly, our focus is on financial institutions whose investment horizons extend over many generations such as pension funds, sovereign wealth funds and mutual funds.

Plan of the analysis

The thesis is divided into three parts. The first part provides theoretical concepts and a framework in relation to collective choice mechanisms and the role of voting rights in corporate governance. This part also presents and discusses the role of institutional investment in global capital markets and gives an overview of the main categories of institutional investors. The second part deals essentially with the various means of intervention in the corporate decision-making process, as well as the prospects and limits of institutional investors' engagement as shareholders. The final part focuses on the fiduciary relationship between financial institutions and their ultimate beneficiaries and is intended to explore the voting right as a means through which institutional investors assume their fiduciary duties.

Key research findings

Institutional investors' voice as a core element of corporate governance

Shareholder voting revolves around a complex interaction of benefits and costs. As tools for regulating the balance of power between shareholders and the board of directors, voting rights are supposed to enable shareholders to ensure that corporate managers run the company's business in their interest.

While shareholder voting is the main decision-making mechanism in terms of corporate governance, our analysis shows that it is not the only way for institutional investors to influence corporate decision-making. Given their close ties with corporate management and their overall influential position, institutional investors are able to engage in an informal behind-the-scenes activism. Nonetheless, voting remains the most visible form of shareholder

activism and, in contrast to informal ways of intervention, it is possible to regulate shareholder voting and to measure its impact on corporate governance.

While most retail investors refrain from any form of shareholder activism, the rise of institutional investment was initially perceived as the solution for overcoming rational apathy. Nevertheless, despite their professional management and the steady growth of equity allocation, institutional shareholder activism remained low. In Continental Europe, institutional investors have only over the last fifteen years started to adopt a more active behavior. According to our findings, two main reasons have led to this paradigm shift. The first reason explaining institutional investors' growing engagement lies within institutions themselves. As long-term capital providers, they have a stake in seeing the value of their assets grow in the long-term. Institutional investors are more likely to adopt a patient attitude, which means they are more likely to prefer the voice to the exit option. It must therefore be acknowledged that institutional investors increasingly perceive their voting rights as financial assets and their continued exercise as a means of maximizing the value. In addition, the largest institutional investors, usually referred to as universal owners because of their transversal presence in the global economy, cannot avoid negative externalities by investing in another company, which creates even stronger incentives for exercising their shareholder rights.

The second reason why institutional investors' engagement has intensified is because of the proliferation of measures, especially concerning pension funds, to strengthen the role of shareholders in promoting good corporate governance and accountability. In fact, the shareholder behavior of institutional investors, especially in the case of universal owners, may have broader macro-economic, environmental and social implications. From that perspective, long-term oriented shareholder engagement is not only about maximizing return on investment, but is also intended to contribute to an efficient allocation of resources and to global economic growth.

One important aim of the study is to reveal the difficulties that institutional investors encounter when exercising their shareholder rights. Regardless of their size and internal organization, the large number of general meetings in which they are entitled to vote each season makes voting a costly and time-consuming task for institutional investors. Our case study, the purpose of which is to provide a more in depth understanding of what voting exactly means to institutional investors, emphasizes the complexity of large-scale voting while pointing out that institutional investors respond to those challenges in very different ways.

The main reasons for these problems are the myriad agency relationships that characterize contemporary portfolio investment and in the separation of economic ownership from decision-making power that it entails. While the financial institutions are holding the voting rights, the exercise of the voting

rights is in hand of asset managers, yet the ultimate beneficiaries support the economic risks of the investment. The intermediary chain may turn out to be even more complicated due to the presence of other intermediaries such as proxy advisors.

The study evaluates different methods to reduce agency costs. The first step in this respect is to assess the efficiency of shareholder engagement as a corporate governance mechanism by taking a critical stance on institutional investor's incentives either to express their shareholder voice or to exit the company.

Institutional investors who exercise their voting rights might face higher agency costs, to the extent that their complex internal structures and the opposing interests of the involved parties challenge the final objective of maximizing return on investment. From an agency theory perspective, from the moment one person is acting on behalf of another, there is a risk that the entrusted person is pursuing his or her own interests. The main conclusion in this respect is that agency conflicts are somewhat inherent to the functioning of asset management and institutional investment and thus, cannot be entirely avoided.

The analysis demonstrated that agency costs are prohibitive for certain institutional investors. In some cases, passivity is a logical consequence of the investors' business model. That is the case for index funds, which are rebuilding a specific stock index rather than trading securities based on the view of a professional portfolio manager. While index funds offer the advantage of keeping costs low, their functioning stands in direct opposition to the idea that investors actively control the board and management of their portfolio companies.

Another limitation to the efficiency of shareholder engagement stems from the fact that some investors aim for the paradoxical goal of declining share value, which leads them to adopt an opportunistic investment behavior. We have approached the issue in the light of short-term shareholder activism, as practiced by certain hedge funds. While we found that the current state of empirical research in the field does not reveal that short-term activism results automatically in a decline of shareholder value, we acknowledge it is clearly incompatible with the fiduciary duties of long-term oriented institutional investors.

Measuring the efficiency of shareholder engagement requires a critical reflection on the functioning of the intermediary chain that separates the formal shareholder from the person who will be ultimately affected by the voting decisions taken. In short, the crucial question is to examine to which extent the interests of intermediaries and those of ultimate beneficiaries converge.

In the present context, the role of proxy advisors has to be explored in depth, due to the rather recent apparition of proxy advisors on European capital markets and their parallel rise to institutional investment. Furthermore, Swiss law currently lacks any specific regulation on proxy advisors. Our analysis led to the conclusion that proxy advisors are a necessary part of contemporary portfolio investment, especially for smaller and medium-sized institutional investors, since very large institutions usually have a specific corporate governance department defining their own voting policies. The efficient exercise of voting rights is costly and therefore an important burden to investors. With this in mind, the rise of proxy advisors is a market response to the normative evolution to strengthen the role of shareholders in corporate governance and to the increasing complexity of institutional investor's portfolios. Proxy advisors provide institutional investors with voting recommendations regarding their portfolio companies and, in some cases, with logistic support for the exercise of voting rights. Thus, they facilitate and boost investor's decision-making process by lowering their agency costs and helping to overcome collective action problems. In this way, proxy advisors are likely to influence institutional investor's voting behavior, which has led us to the question whether the services provided by proxy advisors should be subject to any kind of hard or soft law regulation. Through their voting policies, proxy advisors may have a material impact on the outcome of decisions taken at the shareholders general meeting without being economically involved in the company, which from an agency theory point of view is problematic. Against this background, we reviewed the legal and economic applicability of several policy measures aimed at controlling the activity of proxy advice. According to our analysis, most proposals for a regulation of proxy advisory have proven ineffective, to the extent that they carry the risk of causing subsequent costs for the exercise of voting rights.

Notwithstanding the foregoing, we do not recommend automatically excluding all policy measures on the activity of proxy advisors. A regulatory action is in particular necessary as to the disclosure of voting recommendations and voting guidelines of proxy advisors, for without disclosure of relevant information, no accountability of the consulting services provided by proxy advisors can be guaranteed. In this respect, disclosure requirements are only appropriate to the extent that it is public disclosure. Indeed, if the disclosed information is limited to the affiliated investors, there would be no benefit since they have either way access to the disclosed information by being the clients of the proxy advisors.

In short, a regulation regarding the activities of proxy advisors would never allow institutional investors to shift their fiduciary responsibility to proxy advisory firms. More precisely, although proxy advisors certainly assume an important function in the voting decision process, institutional investors are not authorized to externalize a material voting decision.

Even though not all institutional investors exclusively exercise their voting rights in a long-term perspective, the analysis shows that their growing presence as capital owners of listed companies has substantially contributed to a more dynamic shareholder decision voting and eventually, to shareholder empowerment in corporate governance. Further, soft law initiatives taken by institutional investors themselves have given impetus to significant regulatory change.

Fiduciary duties of institutional investors: an evolving and dynamic concept

The duty of institutional investors to act in the best interests of their beneficiaries calls for an in-depth reflection of the scope of their best interests, for the understanding and implementation of fiduciary duties are dynamic and constantly evolving in response to broader social and economic circumstances. Since the beginning of the 2000s, the understanding of beneficiaries' best interests has evolved from a narrow interpretation focusing solely on maximizing the financial return through short- and medium-term investments to a broader view that implies the consideration of relevant environmental, social and governance (ESG) issues while making voting decisions.

According to our findings, institutional investors pursue a responsible investment strategy for a variety of reasons: pension funds, as well as the specific category of sovereign wealth funds that are set up as saving funds carry wealth from one generation to another. That is why they often derive their responsible investment strategy from the concept of intergenerational equity. Other institutional investors, including some mainstream mutual funds, expect to achieve higher financial performance through responsible investment strategies. With particular regard to environmental risks, risk management arguments (*i.e.* reputational risks or litigation risks) are often the key in pursuing a responsible investment strategy. Finally, a small number of institutional investors (*i.e.* sovereign wealth funds) base their responsible investment strategy on their status as universal owners, which places them at greater risk of negative ESG externalities, insofar as they are unable to compensate them.

The different intensity of regulation for each type of institutional investor is an indicator for the flexibility of the concept of fiduciary duties. In all cases, however, fiduciary duties arise out of a dependency relationship. Whereas the duty of loyalty offers a certain protection against the potential abuse of institutional investors, it has proven insufficient to ensure that fiduciaries act in the exclusive interest of their beneficiaries. Considering that the duty of loyalty only takes shape through the implementation of governance tools, the purpose of our reflection is to examine the efficiency of existing and possible legal remedies that allow holding fiduciaries responsible for their actions.

In conclusion, the analysis has shown that the imbalance of power between institutional investors and beneficiaries is related to the system of asset management and is a part of the fiduciary relationship itself. Beneficiaries not only lack the information and knowledge that are necessary to control the actions and decisions of the fiduciaries, but also the incentives to control them. Overall, the binding regulatory framework is ill equipped to counteract the inevitable imbalance and one cannot but notice that the legislative efforts to give beneficiaries the chance to hold their fiduciaries accountable are rather unlikely to be applied in practice.

The beneficiaries' interests and the case for greater beneficiaries' voice

Defining the interests of beneficiaries requires an interpretation of the duties of loyalty and diligence. One of the key considerations is that the duty of loyalty also includes a duty of impartiality, which requires fiduciaries to treat the interests of different beneficiary groups (*i.e.* beneficiaries from different generations) with equal respect. Yet Swiss pension law refrains from mentioning explicitly this intergenerational aspect of the duty of loyalty when *"interest of the insured persons is deemed preserved if the voting behavior is in furtherance of the continuing prosperity of the pension fund"* (art. 22 al. 4 OaEC). Adopting an intergenerational perspective means that the exercise of voting rights should not only aim at preserving and maximizing the invested assets, but also consider the ESG impact of portfolio companies.

However, regulatory initiatives have a limited scope. It is important to note that the purpose of the duty of loyalty and diligence is only to set the parameters to ensure that the decision-making process reflects the best interest of the beneficiaries. Integration of ESG factors does not necessarily mean that the outcome of the decision-making process is sustainable, given that investment strategies and decisions, by their nature, can only be evaluated in hindsight.

The thesis further outlines the case for beneficiaries to express their voice in the definition of what reflects their interests. The first step towards greater beneficiary voice is to enhance transparency and accountability. Giving beneficiaries an informational basis allows them to analyze whether the behavior of their institution reflects their interest, which leads to the consideration that disclosure and accountability are essential corollaries of the duties of loyalty and diligence. Although higher transparency always involves higher costs for institutional investors and thus, for the beneficiaries, the analysis concludes that the benefits outweigh the costs. However, enhancing transparency is only effective if accompanied by measures that enhance awareness among beneficiaries. In fact, beneficiaries often lack knowledge about how their funds are invested and how the voting rights are exercised.

Through accessible and understandable information about the general concept of fiduciary duties and the potential impact of voting decisions, it would be possible to increase pressure on pension fiduciaries and, accordingly, give the concept of fiduciary responsibility greater leverage.

Another way of giving beneficiaries a greater say in the decision-making process would be the establishment of new communication channels between fiduciaries and beneficiaries, for example through a regular consultation of beneficiaries' representatives or by conducting a survey among beneficiaries to assess their interest, notably with respect to the consideration of ESG issues. Regardless of what form such a consultation takes, the outcomes could only be used as a gauge of beneficiaries' attitude and expectations. In substance, this means that fiduciaries should refrain from systematically follow the opinion of the majority of the beneficiaries. The beneficiaries' voice must remain unbinding for fiduciaries, given that they cannot be discharged from their responsibility of investment decisions.

Further developments of fiduciary duties

What might the future of fiduciary duties look like? All the evidence suggests that institutional investment keeps growing and that shareholder engagement and the challenges that the concept of fiduciary responsibility arise will remain highly relevant. In the light of demographic ageing and the depletion of non-renewable resources, the intergenerational dimension of the principle of loyalty and the long-term perspective of voting decisions will gain importance. In this changing context, we need a new perspective on ESG integration. If the focus has so far been on the compatibility of ESG integration with the principles of fiduciary duties, the forthcoming debate is likely to assume that ESG factors are not only permissible but also seen as being material to financial returns and risks. Their consideration will therefore be seen as prudent, both from a financial and legal perspective. Looking ahead, the issues to be addressed concern means of reducing hurdles that investors face in the selection and integration of ESG strategies and on tools to better assess ESG performance of portfolio companies.

Bibliographie

A

- ADINOLFI Giovanna/BAETENS Freya/CAIADO José/LUPONE Angela/MICARA Anna G. (éds), *International Economic Law – Contemporary Issues*, Cham: Springer International Publishing, 2017. Cité: ADINOLFI *et al.* (2017).
- ADMATI Anat R./PFLEIDERER Paul, The “Wall Street Walk” and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice, *Review of Financial Studies* 22 (7/2009), 2645-2685.
- AGGARWAL Reena/EREL Isil/STARKS Laura, Influence of Public Opinion on Investor Voting and Proxy Advisors, *Georgetown McDonough School of Business Research Paper* n° 2447012, disponible sur SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2447012 (consulté le 15 septembre 2015).
- ALBOUY Michel/SCHATT Alain, Activisme et proxy fight. Quand les actionnaires déclarent la guerre au management, *Revue française de gestion* 198-199 (8/2009), 297-315.
- ALCHIAN Armen/DEMSETZ Harold, Production, Information Costs, and Economic Organization, *American Economic Review* 1972, 777-795.
- ANABTAWI Iman/STOUT Lynn, Fiduciary Duties for Activist Shareholders, *Stanford Law Review* 60 (2008), 1255-1308.
- ANDERSON Martin/HERTIG Thierry, Institutional Investors in Switzerland, *in*: Baums Theodor/Buxbaum Richard M./Hopt Klaus J. (éds), *Institutional Investors and Corporate Governance*, Berlin/New York: De Gruyter, 1994, 489-529. Cité: ANDERSON/HERTIG, *in*: Baums *et al.* (1994).
- ARMOUR John/CHEFFINS Brian, The Rise and Fall (?) of Shareholder Activism by Hedge Funds, *European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Law*, working paper 136 (2009), 1-43.
- ARMOUR John/HANSMANN Henry/KRAAKMAN Reinier, What is Corporate Law? *in*: Kraakman Reinier/Armour John/Davies Paul/Enriques Luca/Hansmann Henry/Hertig Gerard/Hopt Klaus/Kanda Hideki/Rock Edward (éds), *The Anatomy of Corporate Law*, 2^{ème} éd., New York: Oxford University Press, 2009, 1-34. Cité: ARMOUR/HANSMANN/KRAAKMAN, *in*: Kraakman *et al.* (2009a).

ARMOUR John/HANSMANN Henry/KRAAKMAN Reinier, Agency Problems and Legal Strategies, *in*: Kraakman Reinier/Armour John/Davies Paul/Enriques Luca/Hansmann Henry/Hertig Gerard/Hopt Klaus/Kanda Hideki/Rock Edward (éds), *The Anatomy of Corporate Law*, 2^{ème} éd., New York: Oxford University Press, 2009, 35-53. Cité: ARMOUR/HANSMANN/KRAAKMAN, *in*: Kraakman *et al.* (2009b).

ARROW Kenneth, *Social Choice and Individual Values*, New Haven: Yale University Press, 1951, cité d'après la 2^{ème} éd. révisée par John Wiley & Sons, 1963.

AUTENNE Alexia, Occupational pension funds: Governance issues at the international and European levels, *European Journal of Social Security* 19 (2/2017), 158-171.

B

BACKER Larry Catá, Sovereign investing in times of crisis: global regulation of sovereign wealth funds, state-owned enterprises, and the Chinese experience, *Transnational Law and Contemporary Problems* 19 (3/2010), 3-144.

BAHAR Rashid, *Le rôle du conseil d'administration lors des fusions et acquisitions : une approche systématique*, Genève/Zurich/Bâle : Schulthess, 2004.

BAHAR Rashid, La démocratie comme principe directeur du droit des sociétés anonymes : mythes et réalités, *in* : Tschannen Pierre (éd), *La démocratie comme idée directrice de l'ordre juridique suisse*, Genève : Schulthess, 2005, 81-123. Cité: BAHAR, *in*: Tschannen (2005).

BAHAR Rashid/THÉVENOZ Luc, Conflicts of Interest: Disclosure, Incentives and the Market, *in*: Thévenoz Luc/Bahar Rashid (éds), *Conflicts of Interests*, Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International, 2007, 1-30.

BAHAR Rashid/KARAMETAXAS Xenia/TAWIL Joël, Disclosure Duties: How does Swiss Law protect minority shareholders? *in*: Heckendorn Urscheler Lukas (éd.), *Rapports suisses présentés au XIX^e Congrès international de droit comparé*, Zurich: Schulthess, 2014, 211-266.

BAINBRIDGE Stephen M., The Case for Limited Shareholder Voting Rights, *UCLA Law Review* 53 (2006), 601-636.

BAINBRIDGE Stephen M., *The new Corporate Governance in theory and practice*, New York: Oxford University Press, 2008.

BAINBRIDGE Stephen M., *Corporation Law and Economics*, 2^{ème} éd., St. Paul: Foundation Press, 2009.

- BAINBRIDGE Stephen M., Shareholder Activism in the Obama Era, *in*: Kieff Scott/Paredes Troy (éds), *Perspectives on Corporate Governance*, Cambridge: Cambridge University Press, 2010, 317-234.
- BALP Gaia, Regulating Proxy Advisors Through Transparency: Pros and Cons of the EU Approach, *European Company and Financial Law* 14 (1/2017), 1-36.
- BARKER Sarah/BAKER-JONES Mark/BARTON Emilie/FAGAN Emma, Climate change and the fiduciary duties of pension fund trustees – lessons from the Australian law, *Journal of Sustainable Finance & Investment* 6 (3/2016), 211-244.
- BARNETT Michael L./SALOMON Robert, Beyond dichotomy: the curvilinear relationship between social responsibility and financial performance, *Strategic Management Journal* 27 (11/2006), 1101-1122.
- BASSAN Fabio, *The Law of Sovereign Wealth Funds*, Northampton MA: Edward Elgar Publishing, 2011.
- BASSAN Fabio (éd.), *Research Handbook on Sovereign Wealth Funds and International Investment Law*, Cheltenham UK/Northampton MA: Edgar Elgar Publishing, 2015.
- BAUDENBACHER Carl/SCHWARZ Lisa, Rechtsvergleichende Überlegungen zur Business Judgment Rule, *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier* 1 (2016), 55-69.
- BAUEN Marc/BERNET Robert/ROUILLER Nicolas/LASSERRE ROUILLER Colette, *La société anonyme Suisse*, 2^{ème} éd., Zurich: Schulthess, 2017.
- BAUMS Theodor/BUXBAUM Richard M./HOPT Klaus J. (éds), *Institutional Investors and Corporate Governance*, Berlin/New York: De Gruyter, 1994.
- BEBCHUK Lucian, The Sole Owner Standard for Takeover Policy, *Journal of Legal Studies* 17 (1988), 197-229.
- BEBCHUK Lucian, The Case for Increasing Shareholder Power, *Harvard Law Review* 118 (3/2005), 322-914.
- BEBCHUK Lucian/BRAV Alon/JIANG Wei, The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism, *Columbia Law Review* 114 (5/2015), 1085-1155.
- BEDER Sharon, Responsibility and intergenerational equity, *in*: Murray Joy/Cawthorne Glenn/Dey Christopher/Andrew Chris (éds), *Enough for All Forever: A Handbook for Learning about Sustainability*, Champaign, Illinois: Common Ground Publishing, 2012, 131-139.

- BELINFANTI Tamara, The Proxy Advisory & Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control, *Stanford Journal of Law Business & Finance*, 14 (2/2009), 384-439.
- BELINFANTI Tamara, Comments on Concept Release on the U.S. Proxy System; File No. S7-14-10 du 20 octobre 2010, disponible sur : <http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-183.pdf> (consulté le 15 septembre 2019).
- BESKE Gavin A., Shareholder Meetings Online, in: Olson John F./Lawrence Carmen J. (éds), *Securities in the electronic age: a practical guide to the law and regulation*, 3^{ème} éd., 2002, 8-12. Cité: BESKE, in: Olson et al. (2002).
- BERLE Adolf A./MEANS Gardiner, *The Modern Corporation and Private Property*, Harcourt, Brace & World, 1932; Cité d'après l'édition, New Brunswick, New Jersey: Transaction Publishers, 1991.
- BERRY Christine/SCANLAN Charles, The voice of the beneficiary, in: Hawley James P./Hoepner Andreas G.F./Johnson Keith/Sandberg Joakim/Waitzer Edward J. (éds), *Cambridge Handbook of Institutional Investment and Fiduciary Duty*, Cambridge: Cambridge University Press, 2014. 337-352.
- BERTSCHINGER Urs, Rechtsprobleme rund um Ratings und Ratingagenturen, in: Nobel Peter (éd.), *Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz-und Börsenplatzes Schweiz*, Berne: Stämpfli, 1999, 87-131.
- BERTSCHINGER Urs, Proxy Advisors - Fluch oder Segen in der Corporate Governance? *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier* 5 (2015), 506-516.
- BETHEL Jennifer E./GILLIAN Stuart, The Impact of the Institutional and Regulatory Environment on Shareholder Voting, *Financial Management* 31 (4/2002), 381-402.
- BETTSCHART Sébastien, L'assemblée générale - Convocation, déroulement, représentation, droits de vote et droits des actionnaires, *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier* 2 (2008), 147-158.
- BHIDE Amar, The hidden costs of stock market liquidity, *Journal of Financial Economics* 34 (1993), 31-51.
- BIEDERMANN Dominique, Les fonds éthiques comme acteurs du gouvernement d'entreprise, in: Pasquier-Dorthe Jacques/Barbuscia Donato/Gay Sophie/Giorgetti Flavia (éds), *Éthique, gestion de patrimoine et gouvernement d'entreprise*, Fribourg: Éditions universitaires Fribourg, 2001, 157-164.

- BIERI Noël/RÜDLINGER Katharina, Börsenrechtliche Meldepflichten bei Unternehmensübernahmen, *in*: Tschäni Rudolf (éd.), *Mergers & Acquisitions XIV*, Zurich: Schulthess, 2012, 135-160.
- BINDER Andreas/GUTZWILLER Roman S., Soft Law für institutionelle Investoren, *GesKR* 1 (2013), 84-94.
- BIRON Julie, Les bénéficiaires et les coûts de l'activisme actionnarial, *Revue juridique Thémis* 48 (3/2014), 817-844.
- BLACK Bernard S., Shareholder Passivity Reexamined, *Michigan Law Review* 89 (3/1990), 520-608.
- BLACK Bernard S., Agents watching Agents: The promise of Institutional Investor Voice, *UCLA Law Review* 39 (1992), 811-893.
- BLAIR Margaret M., *Ownership and Control – Rethinking Corporate Governance for the twenty-first century*, Washington D.C.: The Brookings Institutions, 1995.
- BLAIR Margaret M./STOUT Lynn A., A Team Production Theory of Corporate Law, *Virginia Law Review* 85 (2/1999), 248-328.
- BLOCK Cheryl D., Truth and Probability – Ironies in the Evolution of Social Choice Theory, *Washington University Law Review* 76 (3/1998), 975-1037.
- BÖCKLI Peter, Harte Stellen im Soft Law: Zum Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance, *L'expert comptable suisse* 11 (2002), 981-992.
- BÖCKLI Peter, *Schweizer Aktienrecht*, 4^{ème} éd., Zurich: Schulthess, 2009.
- BÖCKLI Peter, "Aktionärsdemokratie": ein Schlagwort mit Schlagseite, *GesKR* 2 (2013), 179-194.
- BÖCKLI Peter, Proxy Advisors : Risikolose Stimmenmacht mit Checklisten, *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier* 3 (2015), 209-225.
- BÖCKLI Peter/HUGUENIN Claire/DESSEMONTET François/TURIN Nicholas/DUC Nicolas, *Expertenbericht der Arbeitsgruppe „Corporate Governance“ zur Teilrevision des Aktienrechts – Schriften zum Aktienrecht* 21, Zurich: Schulthess 2004.
- BOEMLE Max/GSELL Max/JETZER Jean-Pierre/NYFFELER Paul/THALMANN Christian (éds), *Geld-, Bank- und Finanzmarkt-Lexikon der Schweiz*, Zurich: SKV, 2002.

- BOLTON Patrick/SAMAMA Frédéric, L-Shares: Rewarding Long-term Investors, *ECGI - Finance Working Paper* n° 342/2013, 1-45, disponible sur SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2188661 (consulté le 15 septembre 2015).
- BOOTSMA Bart, An Eclectic Approach to Loyalty-Promoting Instruments in Corporate Law: Revisiting Hirschman's Model of Exit, Voice, and Loyalty, *Erasmus Law Review* 2 (2013), 111-130.
- BÖSCH René/RAYROUX François/WINZELER Christoph/STRUPP Eric (éds), *Basler Kommentar zum Kollektivanlagegesetz*, 2^{ème} éd., Bâle: Helbing & Lichtenhahn (2016). Cité: BSK-KAG (2016).
- BRAV Alon/JIANG Wei/PARTNOY Frank/THOMAS Randall S., The Returns to Hedge Funds Activism, *ECGI-Law Working Paper* n° 98/2008, 1-35, disponible sur SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1111778 (consulté le 15 septembre 2019). Cité: BRAV/JIANG/PARTNOY/THOMAS (2008a).
- BRAV Alon/JIANG Wei/PARTNOY Frank/THOMAS Randall S., Hedge Fund Activism, Corporate Governance and Firm Performance, *The Journal of Finance* 63 (4/2008), 1729-1775. Cité: BRAV/JIANG/PARTNOY/THOMAS (2008b).
- BRIGGS Thomas, Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An Empirical Analysis, *Corporation Law Journal* 32 (2007), 681-737.
- BROIHANNE Marie-Hélène/MERLI Maxime/ROGER Patrick, Théorie comportementale du portefeuille, *Revue économique* 57 (2/2006), 297-314.
- BUCHER Eugen/CANARIS Claus-Wilhelm/HONSELL Heinrich/KOLLER Thomas (éds), *Norm und Wirkung – Festschrift für Wolfgang Wiegand zum 65. Geburtstag*, Berne: Stämpfli, 2005.
- BUCHTER Heike, *Black Rock*, Francfort/New York: Campus, 2015.
- BÜHLER Christoph B., *Regulierung im Bereich der Corporate Governance*, Zurich: Dike, 2009.
- BÜHLER Christoph B., Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance: Anpassungsbedarf im Spiegel der internationalen Entwicklung, *GesKR* 4 (2011), 477-488.
- BÜHLER Christoph B., Gewährsartikel: Regulierung der FINMA an der Grenze von Rechtsetzung und Rechtsanwendung, *Revue suisse de jurisprudence* 110 (2/2014), 25-34.

BÜHLER Christoph B., Ausserrechtliche Regulierungstendenzen in der Corporate Governance, *Expert Focus* 1-2 (2016), 12-18.

BUISINE Samia/JOURJON Benoît/MALAPERT Benoît, *Les fonds souverains*, Paris : Presses des Mines, 2012.

BURKHALTER Thomas, *Einheitsaktien - Ihre Einführung und Existenz im Lichte der Diskussion um Corporate Governance*, Zurich: Schulthess, 2001.

BUXBAUM Richard M., Tensions between Institutional Owners and Corporate Managers: An International Perspective, *Brooklyn Law Review* 57 (1/1991), 1-53.

C

CADMAN Tim/MARASENI Tek, Addressing the participation gap in institutional investment: an assessment framework and preliminary results, in: Hawley James P./Hoepner Andreas G.F./ Johnson Keith L./Sandberg Joakim/ Waitzer Edward J. (éds), *Cambridge Handbook of Institutional Investment and Fiduciary Duty*, Cambridge: Cambridge University Press, 2014, 452-465.

CAHN Andreas/DONALD David C., *Comparative Company Law*, Cambridge: Cambridge University Press, 2010.

CAPPELLEN Alexander/URHEIM Runa, Pension Funds, Sovereign Wealth Funds and Intergenerational Justice, *Norges Handelshoyskole - Department of Economics, Discussion paper* 19/2012, disponible sur SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2156964 (consulté le 15 septembre 2019).

CASTELLI Massimiliano/SCACCIAVILLANI Fabio, SWFs and State investments: A preliminary general overview, in: BASSAN Fabio (éd.), *Research Handbook on Sovereign Wealth Funds and International Investment Law*, Cheltenham /Northampton, Massachusetts: Edgar Elgar Publishing, 2015, 9-37.

CAZALA Julien, Le *Soft Law* international entre inspiration et aspiration, *Revue interdisciplinaire d'études juridiques* 66 (1/2011), 41-84.

CHABLOZ Isabelle, *Actionnaires dans les sociétés cotées : actions légales et gouvernance*, Genève/Zurich/Bâle : Schulthess, 2012.

CHANDLER Alfred D, *Scale and Scope - The Dynamics of Industrial Capitalism*, Cambridge, Massachusetts/Londres: Harvard University Press, 1994.

- CHEFFINS Brian/ ARMOUR John, The Past, Present and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds, *Legal Studies Research Paper Series University of Cambridge* 38 (2011), 1-94, disponible sur Researchgate: http://www.researchgate.net/publication/228213231_The_Past_Present_and_Future_of_Shareholder_Activism_by_Hedge_Funds, (consulté le 15 septembre 2019).
- CHENAUX Jean-Luc, Les droits des actionnaires, in : Bohrer Gaétan/ Dessemontet François (éds), *Corporate Governance en Suisse*, Lausanne : CEDIDAC, 2003, 130-150. Cité : CHENAUX, in : Bohrer *et al.* (2003).
- CHENAUX Jean-Luc, Les comités d'actionnaires, *GesKR* 2 (2011), 135-154.
- CHENAUX Jean-Luc, L'activisme actionnarial, in : Chabot Flavio-Gabriel (éd.), *Développements récents en droit commercial II*, volume 90, Lausanne : CEDIDAC, 2013, 65-91. Cité : CHENAUX, in : Chabot (2013).
- CHENAUX Jean-Luc, Le principe d'immédiateté au sein de l'assemblée générale, *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier* 5 (2016), 477-486.
- CHOI Stephen/ FISCH Jill/ KAHAN Marcel, The power of proxy advisors: Myth or reality?, *Emory Law Journal* 59 (4/2010), 869-917.
- CHRISTEN Alex, Quo vadis, BJR?, *Pratique juridique actuelle* 1 (2015), 123-134.
- CLARK Gordon L., Fiduciary duty and the search for a shared conception of sustainable investment, in: Hawley James P./Hoepner Andreas G.F./Johnson Keith/Sandberg Joakim/Waitzer Edward J. (éds), *Cambridge Handbook of Institutional Investment and Fiduciary Duty*, Cambridge: Cambridge University Press, 2014, 265-276.
- COASE Ronald, The problem of social costs, *The Journal of Law and Economics* 3 (1960), 1-44.
- COASE Ronald, *The Firm, the Market and the Law*, Chicago: University of Chicago Press, 1988.
- COFFEE John C., Market failure and the economic case for a mandatory disclosure system, *Virginia Law Review* 70 (4/1984), 717-753.
- COFFEE John C., Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor, *Columbia Law Review* 91 (1991), 1277-1368.
- COFFEE John C., *Gatekeepers – The Professions and Corporate Governance*, New York: Oxford University Press, 2006.

- COLLIER Jane, Sovereign Wealth Funds – A Significant and Growing Global Force, in: Tencati Antonio/Perrini Francesco (éds), *Business Ethics and Sustainability*, Edward Elgar Publishing: Northampton MA, (2009), 100-112.
- COOTER Robert/FREEDMAN Bradley J., The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences, *New York University Law Review* 66 (1/1991), 1045-1075.
- COPLAND James P./LARCKER David F./TAYAN Brian, The Big Thumb on the Scale: An Overview of the Proxy Advisory Industry, *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University – Closer Look Series* 72, du 4 juin 2018; disponible sur SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3188174 (consulté le 8 novembre 2019).
- COTTIER Thomas/JACKSON John H./LASTRA Rosa M. (éds), *International Law in Financial Regulation and Monetary Affairs*, Oxford: Oxford University Press, 2012.
- COX James D., Compensation, Deterrence, and the market as boundaries for derivative Suit Procedures, *George Washington Law Review* 52 (1984), 745-788.
- CRAIG Susanne, The Giant of Shareholders, Quietly Stirring, *New York Times* du 18 mai 2013.
- CRAMER Conradin, Lohngeheimnis und Lohntransparenz, *Pratique Juridique Actuelle* 11 (2016), 1471-1484.
- CREMONESI Alessandra, in : FTB Avocats SA, Kellerhals Anwälte (éds), *Loi sur les placements collectifs (LPCC) – Commentaire*, Berne : Stämpfli (2012).

D

- D'AMELIO Isaia, *Les placements collectifs en investissements alternatifs : réglementation et surveillance des hedge funds en droit suisse et comparé*, Genève : Schulthess, 2011.
- DAENIKER Daniel, Loyalitätsaktien – Postulat oder Rechtswirklichkeit? in: Tschäni Rudolf (éd), *Mergers & Aquisitions XVII*, Schulthess, 2015, 139-169.
- DAENIKER Daniel, Wer kontrolliert die Aktiengesellschaft? *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier* 5 (2016), 434-443.

- DAVIS Stephen M., The costs of fiduciary failure, in: Hawley James P./Hoepner Andreas G.F./Johnson Keith/Sandberg Joakim/Waitzer Edward J. (éds), *Cambridge Handbook of Institutional Investment and Fiduciary Duty*, Cambridge: Cambridge University Press, 2014, 466-477.
- DE CONDORCET Jean-Antoine-Nicolas de Caritat, marquis de, *Essai sur l'application de l'analyse à la probabilité des décisions rendues à la pluralité des voix*, Paris: Imprimerie royale, 1785, digitalisé par Google Books.
- DEMEYERE Bruno, Sovereign Wealth Funds and (un)ethical investment, in: Nystuen Gro/Follesdal Andreas/Mestad Ola (éds), *Human Rights, Corporate Complicity and Disinvestment*, Cambridge: Cambridge University Press (2011), 183-221.
- DEMSETZ Harold, Information and Efficiency: Another Viewpoint, *The Journal of Law & Economics* 12 (1/1969), 1-22.
- DENT George W. Jr., The Essential Unity of Shareholders and the Myth of Investor Short-Termism, *Delaware Journal of Corporate Law* 97 (2010), 97-150.
- DENT George W. Jr., A Defense of Proxy Advisors, *Michigan State Law Review* (2014), 1287-1330.
- DETTWILER Emanuel, *Informationelle Gleichbehandlung der Aktionäre*, thèse Université de Saint-Gall, 2002.
- DIAMOND Colin/YEVMENENKO Irina, Who is overseeing the proxy advisors?, *Bloomberg Corporate Law Journal* 3 (2008), 606-618.
- DICKER Howard, 2016 Proxy Season: Engagement, Transparency, Proxy Access, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation* du 4 février 2016: <http://corpgov.law.harvard.edu/2016/02/04/2016-proxy-season-engagement-transparency-proxy-access/> (consulté le 15 septembre 2019).
- DIXON Adam D., Enhancing the Transparency Dialogue in the “Santiago Principles” for Sovereign Wealth Funds, *Seattle University Law Review* 37 (2014), 581-595.
- DOBRIS Joel C., Arguments in Favor of Fiduciary Divestment of “South African” Securities, *Nebraska Law Review* (2/1986), 209-241.
- DONALDSON Lex/DAVIS James H., Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns, *Australian Journal of Management* 16 (1/1991), 49-65.

- DONALDSON Thomas/PRESTON Lee E., The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications, *The Academy of Management Review* 20 (1/1995), 65-91.
- DUBOIS Edouard, Shareholders' General Meetings and the Role of Proxy Advisors in France and Japan, *Journal of International Legal Studies* 4 (2011), 56-106.
- DUBS Dieter, *Das Traktandierungsbegehren im Aktienrecht*, Zurich/Saint-Gall: Schulthess, 2008.

E

- EASTERBROOK Frank H./FISCHEL Daniel R., Voting in Corporate Law, *Journal of Law and Economics* 26 (2/1983), 395-428.
- EASTERBROOK Frank H./FISCHEL Daniel R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge: Harvard University Press, 1991.
- EDELMAN Paul H., On Legal Interpretations of the Condorcet Jury Theorem, *The Journal of Legal Studies* 31 (2/2002), 327-349.
- EDELMAN Paul H./THOMAS Randall S./THOMPSON Robert B., Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism, *Southern California Law Review* 87 (2014), 101-175.
- EDELMAN Sagiv, Proxy advisory Firms: A guide for regulatory reform, *Emory Law Journal* 62 (5/2013), 1369-1409.
- EDMANS Alex/FANG Vivian W. /ZUR Emanuel, The Effect of Liquidity on Governance, *European Corporate Governance Institute Finance Working Paper* 319 (2011), disponible sur SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1905224 (consulté le 15 septembre 2019).
- EIDENMÜLLER Horst, *Effizienz als Rechtsprinzip. Möglichkeiten und Grenzen der ökonomischen Analyse des Rechts*, 3^{ème} éd, Tübingen: Mohr Siebeck.
- EMCH Urs/RENZ Hugo/ARPAGAU Reto, *Das Schweizerische Bankgeschäft*, 7^{ème} éd., Zurich: Schulthess, 2011.
- EMMENEGGER Susan, Rating und Haftung, in: Wiegand Wolfgang (éd), *Basel II – die rechtlichen Konsequenzen*, Berne: Stämpfli, 2006, 43-98.
- ERTIMUR Yonca/FERRI Fabrizio/OESCH David, Shareholder Votes and Proxy Advisors: Evidence from Say on Pay, *Journal of Accounting Research* 51 (5/2013), 951-996.

F

- FACCIO Mara/LANG Larry H.P., The ultimate ownership of Western European corporations, *Journal of Financial Economics* 65 (3/2002), 365-395.
- FAIRFAX Lisa M., Virtual Shareholder Meeting Reconsidered, *Seton Law Review* 40 (4/2011), 1367-1431. Cité: FAIRFAX (2011a)
- FAIRFAX Lisa M., *Shareholder Democracy*, Durham: Carolina Academic Press, 2011. Cité: FAIRFAX (2011b).
- FAMA Eugene, Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy* 88 (2/1980), 288-307.
- FAMA Eugene/JENSEN Michael, Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics* 26 (2/1983), 301-325. Cité: FAMA/JENSEN (1983a).
- FAMA Eugene/JENSEN Michael, Agency Problems and Residual Claims, *Journal of Law and Economics*, 26 (2/1983), 327-349. Cité : FAMA/JENSEN (1983b).
- FARINE Mathilde, La fausse bonne idée du fonds souverain suisse, *Le Temps* du 14 février 2015.
- FTB Avocats SA/Kellerhals Anwälte (éds), *Loi sur les placements collectifs (LPCC) – Commentaire*, Berne : Stämpfli (2012). Cité : Commentaire Stämpfli LPCC (2012).
- FINK Laurence D, *A Sense of Purpose – Annual Letter to CEOs*, 12 janvier 2018, disponible sur : <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2018-larry-fink-ceo-letter> (consulté le 9 août 2019), citée également d'après la version traduite en français par Novethic : https://www.novethic.fr/fileadmin/user_upload/tx_ausynovethicarticles/BH/Lettre_de_Larry_Fink_aux_dirigeants_des_grandes_entreprises_2018_FR.pdf (consulté le 9 août 2019).
- FISCH Jill, Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy, *Journal of Corporation Law* 31 (2006), 637-674.
- FISCH Jill, Securities Intermediaries and the Separation of Ownership from Control, *Seattle University Law Review* 33 (4/2010), 877-888.
- FISCHER Peter A. Und wieder locken die SNB Milliarden, *NZZ* du 11 juin 2017.
- FLEISCHER Holger, Zur Rolle und Regulierung von Stimmrechtsberatern (Proxy Advisors) im deutschen und europäischen Aktien- und Kapitalmarktrecht, *Die Aktiengesellschaft* 1-2 (2012), 2-11.

- FORSTMOSER Peter/MEIER-HAYOZ Arthur/NOBEL Peter, *Schweizerisches Aktienrecht*, Berne: Stämpfli, 1996.
- FORSTMOSER Peter, Informations- und Meinungsäusserungsrechte des Aktionärs, in: Hirsch Alain/Nobel Peter/Böckli Peter/Forstmoser Peter/Druey Nicolas (éds), *Rechtsfragen um die Generalversammlung – Schriften zum Aktienrecht 11*, Zurich: Schulthess, 1997, 86-129. Cité: FORSTMOSER, in: Hirsch et al. (1997).
- FORSTMOSER Peter, Exit or Voice? Das Dilemma institutioneller Investoren, in: Bucher Eugen/Canaris Claus-Wilhelm/Honsell Heinrich/Koller Thomas (éds), *Norm und Wirkung – Festschrift für Wolfgang Wiegand zum 65. Geburtstag*, Berne: Stämpfli, 2005, 785-822. Cité: FORSTMOSER, in: Bucher et al. (2005).
- FORSTMOSER Peter, Stärkung der Aktionärsdemokratie – aber wie?, *NZZ* du 29 juillet 2010, 26.
- FORSTMOSER Peter, „Say-on-Pay“: Die Volksinitiative „gegen die Abzockerei“ und der Gegenvorschlag des Parlaments, *Revue suisse de jurisprudence* 108 (2012), 337-350.
- FORSTMOSER Peter, Corporate Social Responsibility, eine (neue) Rechtspflicht für Publikumsgesellschaften?, in: Waldburger Robert/Sester Peter/Peter Christoph/Baer Charlotte M. (éds), *Law & Economics – Festschrift für Peter Nobel zum 70. Geburtstag*, Berne: Stämpfli, 2015, 158-181. Cité: FORSTMOSER, in: Waldburger et al. (2015).
- FORSTMOSER Peter/KÜCHLER Marcel, *Aktionärbindungsverträge – Rechtliche Grundlagen und Umsetzung in der Praxis*, Zurich: Schulthess, 2015.
- FREEMAN R. Edward, *Strategic Management: A stakeholder approach*, Boston: Pitman, 1984.
- FRICK David, Der neue Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance 2014, *GesKR 4* (2014), 431-442.
- FRIEDE Gunnar/BUSCH Timo/BASSEN Alexander, ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, *Journal of Sustainable Finance and Investment* 5 (4/2015), 2010-233.
- FRIEDRICH Yan, La distribution de produits financiers en Suisse ou à partir de la Suisse selon la LPCC révisée, *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier* 5 (2013), 418-425.

G

- GABARSKI Andrew M., *La responsabilité civile et pénale des organes dirigeants de sociétés anonymes*, Genève/Zurich/Bâle : Schulthess, 2006.
- GARRIDO José, Optimism and Pessimism: Complementary Views on the Institutional Investors' Role in Corporate Governance, in: Hopt Klaus J./Wymeersch Eddy (éds), *Capital Markets and Company Law*, Oxford: Oxford University Press, 2003, 452-458.
- GARY Susan N., Best Interests in the Long Term: Fiduciary Duties and ESG Integration, *University of Colorado Law Review* 90 (2018), 731-801.
- GEHRER Carole Lea, *Statutarische Abwehrmassnahmen gegen Übernahmen - Eine Untersuchung der an der SWX kotierten Schweizer Aktiengesellschaften*, Zurich/Bâle/Genève: Schulthess, 2003.
- GERHARD Frank, Private investments in public equity (PIPE) - Ein Blick auf PIPE-Transaktionen in der Schweiz, *GesKR* 4 (2006), 286-307.
- GERHARD Frank/MAIZAR Karim/SPILLMANN Till/WOLF Matthias (éds), *Vergütungsrecht der Schweizer Publikumsgesellschaften - GesKR Kommentar zur Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV)*, Zurich: Dike, 2014. Cité: GesKR Kommentar VegüV (2014).
- GERICKE Dieter, Funktioniert der Rechtsstaat im Kapitalmarkt? *in*: von der Crone Hans Caspar/Forstmoser Peter/Weber Rolf H./Zäch Rolf H. (éds), *Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts - Festschrift für Dieter Zobl zum 60. Geburtstag*, Zurich/Bâle/Genève: Schulthess, 2004, 359-374.
- GERICKE Dieter/BAUM Oliver, Corporate Governance: Wer ist der Governor? *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier* 86 (2014), 345-361.
- GERICKE Dieter/KUHN Daniel, Börsenrechtliche Offenlegungspflichten des Vermögensverwalters: Vorrang des Rechtsstaats im Kapitalmarktrecht - Besprechung des Urteils 2C_98/2013 vom 29. Juli 2013, *GesKR* 1 (2014), 93-103.
- GERICKE Dieter, Von der Fremdbestimmung der Beschlussfassung durch Vermögensverwalter und Stimmrechtsberater, in: Kunz Peter V./Jörg Florian S. (éds), *Entwicklungen im Gesellschaftsrecht X*, Berne: Stämpfli, 2015, 77-109. Cité: GERICKE, in: Kunz et al. (2015).
- GIBSON BRANDON Rajna/KRÜGER Philipp, The Sustainability Footprint of Institutional Investors, *ECGI Finance Working Paper* 571 (2018), août

- 2018, disponible via SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2918926 (consulté le 15 septembre 2019).
- GIGER Gion, *Corporate Governance als neues Element im schweizerischen Aktienrecht*, Zurich: Schulthess, 2003.
- GILLIAN Stuart L. /STARKS Laura S., Corporate Governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors, *Journal of Financial Economics* 57 (2/2000), 275-305.
- GILLIAN Stuart L. /STARKS Laura S., The evolution of shareholder activism in the United States, *Journal of Corporate Finance* 19 (1/2007), 55-73.
- GIRARD Carine, Une typologie de l'activisme des actionnaires minoritaires en France, *Finance Contrôle Stratégie* 4 (3/2001), 123-146.
- GIRARD Carine/LE MAUX Julien, De l'activisme à l'engagement actionnarial, *Revue française de gouvernance d'entreprise* 1/2007, 113-132.
- GLANZMANN Lukas, Die Verantwortlichkeitsklage unter Corporate Governance-Aspekte, *Revue de droit suisse* 119 (2/2000), 135-193.
- GORDON Jeffrey N./RINGE Wolf-Georg (éds), *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford: Oxford University Press, 2018.
- GOSHEN Zohar, Controlling Strategic Voting: Property Rule or Liability Rule?, *Southern California Law Review* 70 (1997), 741-804.
- GOSHEN Zohar, Voting (Sincerely) in Corporate Law, *Theoretical Inquiries in Law* 2 (2001), 815-844, cité d'après la version disponible sur SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=803104 (consulté le 15 septembre 2019).
- GOTSCHEV Georg G., *Koordiniertes Aktionärsverhalten im Börsenrecht*, Zurich: Schulthess, 2005.
- GRAF Damian K., Swiss derivative actions and economic (ir)rationality, *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier* 5 (2013), 406-417.
- GROSSMAN Sanford J. /HART Oliver, Takeover Bids, the Free Rider Problem and the Theory of the Corporation, *The Bell Journal of Economics* 11 (1/1980), 42-64.
- GUZMAN Andrew T., A Compliance-Based Theory of International Law, *California Law Review* 90 (6/2002). 1823-1888.

H

- HAHN Anne-Catherine, State Immunity and Veil Piercing in the Age of Sovereign Wealth Funds, *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier* 84 (2012), 103-118.
- HALBACH Edward Jr., Trust Investment Law in the Third Restatement, *Iowa Law Review* 77 (1991-1992), 1151-1185.
- HAMON Jacques, La répartition des droits de vote, leur exercice et l'efficacité économique, *Revue d'économie financière* 63 (2001), 175-209.
- HART Oliver, An Economist's Perspective on the Theory of the Firm, *Columbia Law Review* 89 (7/1989), 1757-1774.
- HÄUSERMANN Daniel M., Aktienrechtliche Umsetzung der „Abzocker“-Initiative: Spielraum und Rechtstechniken, *RSJ* 108 (2012), 537-545. Cité: HÄUSERMANN (2012a).
- HÄUSERMANN Daniel M., Auf dem Weg zur Aktionärsbürokratie? *Jusletter* du 19 mars 2012, 1-15. Cité : HÄUSERMANN (2012b).
- HÄUSERMANN Daniel M., Dispoaktien: Ein 250-Milliarden-Problem? *GesKR* 2 (2012), 220-230. Cité: HÄUSERMANN (2012c).
- HÄUSERMANN Daniel M., Strafrechtliche Konsequenzen der „Abzocker“-Initiative, *Jusletter* du 11 février 2013, 1-10.
- HÄUSERMANN Daniel M./SCHMITZ Daniela, in: Schmitz Daniela/Döhnert Karsten/Zöbeli Daniel (éds), *Die Minder-Initiative bei Pensionskassen – Situationsanalyse und Praxisempfehlungen*, Hochschule Luzern, Zug/Regensdorf, 2015.
- HAUSMANN Yannick/BECHTOLD-ORTH Elisabeth, Corporate Governance: Überholt die Schweiz bald Europa? *GesKR* 2 (2013), 1-13.
- HAWLEY James P./WILLIAMS Andrew T., *The Rise of Fiduciary Capitalism – How Institutional Investors Can Make Corporate America More Democratic*, Philadelphie: University of Pennsylvania Press, 2000.
- HAWLEY James/JOHNSON Keith/WAITZER Ed, Reclaiming Fiduciary Duty Balance, 4 (2/2011) *Rotman International Journal of Pension Management*, 4-17.
- HAWLEY James P./HOEPNER Andreas G.F./JOHNSON Keith/SANDBERG Joakim/WAITZER Edward J. (éds), *Cambridge Handbook of Institutional*

- Investment and Fiduciary Duty*, Cambridge: Cambridge University Press, 2014. Cité: HAWLEY *et al.* (2014).
- HAWLEY James P., Setting the scene: the basics and basis of responsible investment, *in*: Hebb Tessa/Hawley James P./Hoepner Andreas G.F./Neher Agnes L./Wood David (éd(s)), *The Routledge Handbook of Responsible Investment*, Londres, New York: Routledge, 2015, 16-33. Cité: HAWLEY *in*: Hebb *et al.* (2015).
- HEBB Tessa/HAWLEY James P./HOEPNER Andreas G.F./NEHER Agnes L./WOOD David (éd(s)), *The Routledge Handbook of Responsible Investment*, Londres, New York: Routledge, 2015. Cité: HEBB *et al.* (2015).
- HELLERINGER Geneviève, Retail Investors and Disclosure Requirements, *in*: MATHIS Klaus (éd.), *European Perspectives on Behavioural Law and Economics*, Cham: Springer International Publishing, 2015, 193-209.
- HEINIGER Matthias, Die Strafbestimmungen der Verordnung gegen übermäßige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften, *Pratique juridique actuelle* 1 (2015), 65-76.
- HENGARTNER Thomas, Hedge Funds fehlt es in der Schweiz an Fans, *Finanz und Wirtschaft* du 14 février 2019.
- HIRSCHMANN Albert O., *Exit, Voice and Loyalty – Responses to Decline in Firms, Organizations and States*, Cambridge: Harvard University Press, 1970.
- HOCH Mariel, Proxy Advisory – eine Standortbestimmung, *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier* 5 (2016), 487-494.
- HÖFERT Andreas, Ist ein Schweizer Staatsfonds eine so schlechte Idee?, *Finanz und Wirtschaft* du 30 avril 2015.
- HOFSTETTER Karl, *Corporate Governance in der Schweiz - Bericht im Zusammenhang mit der Expertengruppe Corporate Governance*, Zurich: Economiesuisse, 2002. Cité: Rapport Hofstetter (2002).
- HÖHN Jakob, «Acting in concert» im schweizerischen Übernahmerecht: Die Begriffe «Handeln in gemeinsamer Absprache» und «organisierte Gruppe», *in*: Zindel Gaudenz G./Peyer Patrik R./Schott Bertrand (éd(s)), *Wirtschaftsrecht in Bewegung. Festgabe zu, 65. Geburtstag von Peter Forstmoser*, Schulthess: Zurich, 2008, 23-48.
- HONSELL Heinrich/VOGT Nedim Peter/WATTER Rolf (éd(s)), *Basler Kommentar Obligationenrecht II*, 5^{ème} éd., Bâle: Helbing & Lichtenhahn, 2016. Cité: BSK-OR II

HOPT Klaus/WYMEERSCH Eddy, *Capital Markets and Company Law*, Oxford: Oxford University Press, 2003.

HSU Locknie, Santiago GAPPs and codes of conduct: Limits and Chances of negotiated rules, in: Bassan Fabio (éd.), *Research Handbook on Sovereign Wealth Funds and International Investment Law*, Cheltenham UK/Northampton MA: Edgar Elgar Publishing, 2015, 99-123.

HU Henry T.C./BLACK Bernard, The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership, *Southern California Law Review* 79 (2006), 811-908.

HUBACHER Kevin M., Verordnung gegen übermäßige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV) - Würdigung ausgewählter stimmrechtsvertretungsrechtlicher Aspekte sowie der Stimm- und Offenlegungspflicht der Vorsorgeeinrichtungen, *Jusletter* du 20 janvier 2014.

HUBACHER Kevin M., *Gewerbsmässige Stimmrechtsvertretung und -beratung bei Aktiengesellschaften*, Zurich/Bâle/Genève: Schulthess, 2015.

HUGUENIN JACOBS Claire, *Das Gleichbehandlungsprinzip im Aktienrecht*, Zurich: Schulthess, 1994.

HULMANN Yves, Les sherpas se bousculent pour guider les institutions au sein des assemblées générales, *Le Temps* du 4 avril 2013.

HUNGERBÜHLER Ivo, *Der Verwaltungsratspräsident*, Zurich: Schulthess, 2003.

I

IBARRA GARZA Rafael, *La protection du patrimoine fiduciaire, trust fund - Étude comparée : droit français - droit anglais*, Issy-les-Moulineaux : LGDJ, 2014.

IFFLAND Jacques, Groupes et actions de concert dans la loi sur les bourses, in : Thévenoz Luc/Bovet Christian (éds), *Journée 2003 de droit bancaire et financier*, Zurich : Schulthess (2004), 134-174.

IFFLAND Jacques/HERZOG Romain, Publicité des participations et principe de légalité - Mythe ou réalité?, *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier* 3 (2015), 226-238.

IMHOF Adrian/NEUBERT Luzius, Indirekte Vermögensanlagen, in: Schmitz Daniela/Döhnert Karsten/Zöbeli Daniel (éds), *Die Minder-Initiative bei Pensionskassen - Situationsanalyse und Praxisempfehlungen*, Zoug/Regensdorf, 2015, 25-30.

J

- JANNSON Magnus/SANDBERG Joakim/BIEL Anders/GÄRLING Tommy, Should pension funds' fiduciary duty be extended to include social, ethical and environmental concerns? A study of beneficiaries' preferences, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 4 (3/2014), 213-229.
- JENSEN Michael/MECKLING William, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3 (4/1976), 305-360.
- JOHNSON Keith L., Introduction to Institutional Investor Fiduciary Duties, International Institute for Sustainable Development (IISD), Winnipeg, février 2014, disponible sur le site de l'IISD: <https://www.iisd.org/library/introduction-institutional-investor-fiduciary-duties> (consulté le 18 octobre 2019).
- JOHNSTON Andrew, *EC Regulation of Corporate Governance*, Cambridge: Cambridge University Press, 2009.
- JOHNSTON Andrew/MORROW Paige, Fiduciary Duties of European Institutional Investors – Legal Analysis and Policy Recommendations, *University of Oslo, Faculty of Law, Research Paper Series* 2016, disponible sur SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2783346 (consulté le 15 septembre 2019).

K

- KAHAN Marcel/ROCK Edward B, Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control, *University of Pennsylvania Law Review* 155 (2007), 1021-1093.
- KAHAN Marcel/ROCK Edward B, The Hanging Chads of Corporate Voting, *The Georgetown Law Journal* 96 (2008), 1227-1281.
- KARAMETAXAS Xenia, Sovereign Wealth Funds as Socially Responsible Investors, in: Adinolfi Giovanna/Baetens Freya/Caiado José/Lupone Angela/Micara Anna (éds), *International Economic Law – Contemporary Issues*, Cham: Springer International Publishing (2017), 271-288.
- KARAMETAXAS Xenia, The Role of Pension Funds in the Low-carbon Transition, in: Trigo Trindade Rita/Bahar Rashid/Neri-Castracane Giulia (éds), *Vers les sommets du droit – Liber amicorum pour Henry Peter*, Genève, Zurich, Bâle: Schulthess, 2019, 365-377.

- KEMPF Alexander/OSTHOFF Peer, The Effect of Socially Responsible Investing on Portfolio Performance, *European Financial Management* 13 (5/2007), 908-922.
- KERSHAW David, *Company Law in Context*, 2^{ème} éd., Oxford: Oxford University Press, 2012.
- KIERNAN Matthew J., Universal owners and ESG: Leaving money on the table?, *Corporate Governance: An International Review* 15 (3/2007), 478-485.
- KLÖHN Lars/SCHWARZ Philip, The regulation of proxy advisors, *Capital Markets Law Journal* 8 (1/2013), 90-107.
- KOCHER Dirk/HEYDEL Julia, Kein abgestimmtes Verhalten und kein Stimmrechtsausschluss durch Stimmrechtsempfehlungen institutioneller Stimmrechtsberater, *Die Aktiengesellschaft* 15 (2011), 543-556.
- KOHLER Jean-Yves/SIERRO Olivier, Activisme actionnarial et exercice des droits de vote en matière de placements collectifs suisses, *GesKR* 4 (2015), 506-524.
- KORIYAMA Yukio/SZENTES Balázs, A resurrection of the Condorcet Jury Theorem, *Theoretical Economics* 4 (2009), 227-252.
- KORNHAUSER Lewis A, The nexus of contracts Approach to Corporations: A Comment on Easterbrook and Fischel, *Columbia Law Review* 89 (7/1989), 1449-1460.
- KRAAKMAN Reinier/ARMOUR John/DAVIES Paul/ENRIQUES Luca/HANSMANN Henry, *The Anatomy of Corporate Law*, New York: Oxford University Press, 2009. Cité: KRAAKMAN *et al.* (2009).
- KRONENBERG Michael, *Der helvetische Unternehmenskontrollmarkt – The Swiss market for corporate control*, Südwestdeutscher Verlag für Hochschulschriften, 2009.
- KRÜGER Philipp/SAUTNER Zacharias/STARKS Laura T., The Importance of Climate Risks for Institutional Investors, *European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper* 610 (2019), 1-84.
- KRUIHTOF Marc, Conflicts of Interest in Institutional Asset Management: Is the EU regulatory approach adequate?, in: Thévenoz Luc/Bahar Rashid (éds), *Conflicts of Interests*, Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International. 2007, 277-335.
- KÜHNE Armin, *Recht der kollektiven Kapitalanlagen in der Praxis*, 2^{ème} éd., Zurich/Bâle/Genève: Schulthess, 2015.

- KUNZ Christian, *Werben um Aktionärsstimmen bei Schweizer Publikumsgesellschaften ("Proxy Fights") - Gesellschaftsrechtliche, börsenrechtliche und wettbewerbsrechtliche Aspekte*, Zurich: Schulthess, 2015.
- KUNZ Peter V., *Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht*, Berne: Stämpfli, 2001.
- KUNZ Peter V., Börsenrechtliche Meldepflicht in Theorie und Praxis, in: Vogt Nedim Peter/Stupp Eric/Dubs Dieter (éds), *Unternehmen - Transaktion - Recht. Liber Amicorum für Rolf Watter zum 50. Geburtstag*, 2008, Zurich: Dike, 229-256.
- KUNZ Peter V., Business Judgment Rule (BJR) – Fluch oder Segen?, *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier* 3 (2014), 274-283.
- KÜNZLE Hans Rainer, Die Ausübung des Aktien-Stimmrechts durch Institutionelle Vertreter und Institutionelle Anleger und die Corporate Governance in der Schweiz und den USA, in: Von der Crone Hans Caspar/Weber Rolf H./Zäch Roger/Zobl Dieter (éds), *Neuere Tendenzen im Gesellschaftsrecht – Festschrift für Peter Forstmoser*, Zurich: Schulthess, 2003, 415-435. Cité: KÜNZLE in: von der Crone et al. (2003).
- KÜPFER Urs, *Treuhänderische Unternehmensbeteiligungen unter besonderer Berücksichtigung der Nominee-Eintragung bei schweizerischen Publikumsgesellschaften*, Bâle: Helbing & Lichtenhahn, 1997.
- L**
- LÄBER Ilias, *Investor Management – Staying Abreast of Shareholder Structure and Preferences*, thèse Université de Zurich, 2004.
- LANGBEIN John H./POSNER Richard A., Social Investing and the Law of Trusts, 79 (1980) *Michigan Law Review*, 72-112.
- LASLIER Jean-François, La norme majoritaire, *Revue économique* 50 (4/1999), 669-698.
- LA PORTA Rafael/LOPEZ DE SILANES Florencio/SHLEIFER Andrej, *Corporate Ownership around the World*, *Journal of Finance* 54 (2/1999), 471-517.
- LARCKER David F./MCCALL Allan L./TAYAN Brian, And then a miracle happens!: How do Proxy Advisory Firms develop their Voting Recommendations?, *Stanford Closer Look Series*, 25 février 2013.

- LARCKER David F./MCCALL Allan/ORMAZABAL Gaizka, Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms, *Journal of Law and Economics* 58 (1/2015), 173-204.
- LEDERMAN Lawrence, Disney examined: A Case Study in Corporate Governance and CEO Succession, *New York Law School Law Review* 52 (8/2007), 557-582.
- LENNARTS Loes, Loyalty Dividend and the EC Principle of Equal Treatment of Shareholders, *European Company Law* 5 (4/2008), 173-180.
- LEPORI Leandro, Clarification de l'obligation de déclarer, *Centre de droit bancaire et financier de l'Université de Genève*, 14 mars 2017, disponible sur: www.cdbf.ch/967/ (consulté le 16 septembre 2019).
- LEVMORE Saul, Voting with Intensity, *Stanford Law Review* 53 (2000-2001), 111-161.
- LI Tao, Outsourcing Corporate Governance: Conflicts of Interest and Competition in the Proxy Advisory Industry, *European Corporate Governance Institute - Finance Working Paper* 389 (2013), disponible sur: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2287196 (consulté le 16 septembre 2019).
- LICHT Amir N., The Maximands of Corporate Governance: A Theory of Values and Cognitive Style, *Delaware Journal of Corporate Law* 29 (2004), 649-721.
- LIPTON Martin, Shareholder Activism and the "Eclipse of the Public Corporation", *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation* du 28 juin 2008, disponible sur: <https://corpgov.law.harvard.edu/2008/06/25/shareholder-activism-and-the-eclipse-of-the-public-corporation/> (consulté le 16 septembre 2019).
- LODERER Claudio/ZGRAGGEN Pius, Der Stimmrechtskampf von 1994 zwischen UBS und BK Vision - Analyse einer für alle UBS-Aktionäre verlustreichen Auseinandersetzung / Ankündigung der Einheitsaktie - Die Entscheidung, *NZZ* du 16 mai 1998, 29.
- LOMBARDINI Carlo, *Droit bancaire suisse*, 2^{ème} éd., Zurich : Schulthess, 2008.
- LOMBARDINI Carlo, *La protection de l'investisseur sur le marché financier*, Genève : Schulthess, 2012.
- LYDENBERG Steven, Universal Investors and Socially Responsible Investors: a tale of emerging affinities, *Corporate Governance: An International Review* 15 (3/2007), 467-477.

LYDENBERG Steven, Reason Rationality, and Fiduciary Duty, *Journal of Business Ethics* 119 (2014), 365-380.

LYDENBERG Steven/SINCLAIR Graham, Mainstream or Daydream? The Future for Responsible Investing, *The Journal of Corporate Citizenship* 77 (2009), 47-67.

M

MACEY Jonathan R., Fiduciary Duties as Residual Claims: Obligations to Non-Shareholder Constituencies from a Theory of the Firm Perspective, in: Joo Thomas W. (éd.), *Corporate Governance – Law, Theory and Policy*, 2^{ème} éd., Durham: Carolina Academic Press, 2010, 41-49.

MACH André/SCHNYDER Gerhard/DAVID Thomas/LÜPOLD Martin, Transformations de l'autorégulation et nouvelles régulations publiques en matière de gouvernement d'entreprise en Suisse (1985-2002), *Revue Suisse de science politique* 12 (1/2006), 1-32.

MAIZAR Karim, *Die Willensbildung und Beschlussfassung der Aktionäre in schweizerischen Publikumsgesellschaften*, Zurich: Dike, 2012.

MALACRIDA Ralph/SPILLMANN Till, Corporate Governance im Interregnum, *GesKR* 4 (2013), 485-507.

MALLIN Christine, *Corporate Governance*, 4^{ème} éd., Oxford: Oxford University Press, 2013.

MATHIS Klaus (éd.), *European Perspectives on Behavioral Law and Economics*, Cham: Springer International Publishing, 2015

MATHIS Klaus, *Effizienz statt Gerechtigkeit? Auf der Suche nach den philosophischen Grundlagen der Ökonomischen Analyse des Rechts*, 3^{ème} éd., Berlin: Duncker & Humblot, 2009.

MATHIS Klaus/STEFFEN Ariel David, From Rational Choice to Behavioural Economics – Theoretical Foundations, Empirical Findings and Legal Implications, in: MATHIS Klaus (éd.), *European Perspectives on Behavioural Law and Economics*, Cham: Springer International Publishing, 2015, 31-48.

MARES Radu (éd.), *The UN Guiding Principles on Business and Human Rights*, Leiden/Boston: Martinus Nijhoff, 2012,

MARGOLIS Joshua D./ELFENBEIN Hillary Anger/WALSH James P., *Does it Pay to Be Good...And Does it Matter? A Meta-Analysis of the Relationship between*

Corporate Social and Financial Performance, 2009, disponible sur SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1866371 (consulté le 16 septembre 2019).

MARTINELLI, César, Would rational voters acquire costly information?, *Journal of Economic Theory* 129 (1/2006), 225-251.

MARKOWITZ Harry, Portfolio Selection, *Journal of Finance* 7 (1/1952), 77-91.

MAROLDA Martínez Larissa, *Information der Aktionäre nach schweizerischem Aktien-und Kapitalmarktrecht*, Zurich: Schulthess, 2006.

M McNULTY Terry/NORDBERG Donald, Ownership, Activism and Engagement: Institutional Investors as Active Owners, *Corporate Governance: An International Review* 24 (3/2016), 346-358.

MEHRPOUYA Afshin/HUANG Chooni/BARNETT Timothy, *An Analysis of Proxy Voting and Engagement Policies and Practices of the Sovereign Wealth Funds*, 12 octobre 2009).

MEIER-HAYOZ Arthur/FORSTMOSER Peter, *Schweizerisches Gesellschaftsrecht*, 11^{ème} éd., Berne: Stämpfli, 2012.

MEIER-HAYOZ Arthur/FORSTMOSER Peter, *Droit suisse des sociétés*, Berne: Stämpfli 2015.

MELDOLESI Luca, *Discovering the Possible: The Surprising World of Albert O. Hirschman*, Notre Dame, Indiana: University of Notre Dame Press, 1995.

MEURER Michael J., Law, Economics, and the Theory of the Firm, *Buffalo Law Review* 52 (3/2004), 727-756.

MOLINARI Claire, Principle 3 - From a Right to Development to Intergenerational Equity, in: Viñuales Jorge E. (éd), *The Rio Declaration on Environment and Development - A Commentary*, Oxford: Oxford University Press, 2015, 139-156.

MONK Ashby, Recasting the Sovereign Wealth Fund Debate: Trust, Legitimacy, and Governance, *New Political Economy* 14 (4/2009), 451-468.

MONKS Robert A./Minow Nell, *Corporate Governance*, New York: Basil Blackwell Publishers, 1995.

MONKS Robert A./MINOW Nell, *Corporate Governance*, 5^{ème} éd., Chichester: Wiley & Sons, 2011.

- MUKHOPADHAYA Kaushik, Jury size and the free rider problem, *Journal of Law, Economics and Organization* 19 (2003), 24-44.
- MÜLLER Andreas, VegüV – Business as usual?, *GesKR* 2 (2015), 206-224.
- MURRAY Joy/CAWTHORNE Glenn/DEY Christopher/ANDREW Chris (éds), *Enough for All Forever: A Handbook for Learning about Sustainability*, Champaign, Illinois: Common Ground Publishing, 2012.

N

- NITZAN Shmuel/PROCACCIA Uriel, Optimal Voting Procedures for Profit Maximizing Firms, *Public Choice* 51 (2/1986), 191-208.
- NERI-CASTRACANE Giulia, *Les règles de gouvernance d'entreprise comme moyen de promotion de la responsabilité sociale de l'entreprise – Réflexions sur le droit Suisse dans une perspective internationale*, Genève : Schulthess, 2016.
- NOBEL Peter, *Schweizerisches Finanzmarktrecht und internationale Standards*, 3^{ème} éd., Berne: Stämpfli, 2010.
- NOBEL Peter, Das schweizerische Recht vor den Herausforderungen des internationalen Rechts – Bank-und Finanzmarktrecht, *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier* 131 (2/2012), 111-231.
- NOBEL Peter, Der Stand des Aktienrechts – ein Überblick, *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier* 85 (2013), 115-140.
- NOBEL Peter, *Das Aktienrecht: Systematische Darstellung, Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht*, Berne: Stämpfli (2017).
- NORTON Joseph J., The 'Santiago Principles' for Sovereign Wealth Funds: A Case Study on International Financial Standard-Setting Process, in: Cottier Thomas/Jackson John H./Lastra Rosa M. (éds), *International Law in Financial Regulation and Monetary Affairs*, Oxford: Oxford University Press, 2012, 114-129.
- NYSTUEN Gro/ FOLLESDAL Andreas/MESTAD Ola (éds), *Human Rights, Corporate Complicity and Disinvestment*, Cambridge: Cambridge University Press (2011).

O

- O'BRIEN Justin, Barriers to Entry: Foreign Direct Investment and the Regulation of Sovereign Wealth Funds, *The International Lawyer* 42 (4/2008), 1231-1257.

- OESCH Daniel, L'intégration des critères sociaux et écologiques dans la politique d'investissement des caisses de pension en Suisse, in : Pasquier-Dorthe Jacques/Barbuscia Donato/Gay Sophie/Gigoretti Flavia (éds), *Ethique, gestion de patrimoine et gouvernement d'entreprise*, Fribourg : Editions universitaires Fribourg, 2001, 165-176.
- OLIGATI Lorenzo/KINDLER Thomas, Eine neue Rolle für schweizerische institutionelle Anleger? - Internationale Corporate Governance Entwicklung als Schrittmacher, *L'expert comptable suisse* 11 (2002), 1065-1072.
- OLSON Mancur, *The Logic of Collective Action- Public Goods and the Theory of Groups*, Cambridge: Harvard University Press, 1965.
- OMAGGIO Alexandre, Faut-il encadrer l'activité des agences de conseil en vote (proxy advisors)?, *La semaine juridique - édition entreprise et affaires* 46 (2009), 29-35.
- ORLITZKY Marc/SCHMIDT Frank L./RYNES Sara L., Corporate Social and Financial Performance: A Meta-analysis, *Organization Studies* 24 (3/2003), 403-441.
- OSER David/MÜLLER Andreas (éds), *Praxiskommentar zur Verordnung gegen übermäßige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV)*, Zurich: Schulthess, 2014. Cité: Praxiskommentar Vegüv (2014).

P

- PARKINSON John, GAMBLE Kevin, KELLY Gavin, *The Political Economy of the Company*, Oxford: Hart Publishing, 2000.
- PASQUIER-DORTHE Jacques/BARBUSCIA Donato/GAY Sophie/GIGORETTI Flavia (éds), *Ethique, gestion de patrimoine et gouvernement d'entreprise*, Fribourg : Éditions universitaires Fribourg, 2001.
- PARRINO Robert/SIAS Richard W./STARKS Laura T., Voting with their feet: institutional ownership changes around forced CEO turnover, *Journal of Financial Economics* 68 (2003), 3-46.
- PEREZ Roland, L'actionnaire socialement responsable, *Revue française de gestion* 5 (2002), 131-151
- PETER Henry, Devoir de transparence des entreprises (ou de la responsabilité sociale des entreprises), *Medialex* 1 (2004), 29-37.

- PETER Henry/JACQUEMET Guillaume, Corporate Social Responsibility, Sustainable Development et Corporate Governance: quelles corrélations? *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier* 1 (2015), 170-188.
- PETERS Anne/HANDSCHIN Lukas, *Conflicts of Interest in Global, Public and Corporate Governance*, Cambridge: Cambridge University Press, 2012. Cité: PETERS *et al.* (2012).
- PHILIPPIN Edgar, La mise en œuvre de l'initiative „contre les rémunérations abusives“, *Semaine Judiciaire Suisse* 2 (2014), 261-337.
- PICOT Arnold/DIETL Helmut/FRANCK Egon, *Organisation: eine ökonomische Perspektive*, 5^{ème} éd, Stuttgart: Schäfer-Poeschel, 2008.
- PINTO Arthur R/GEVURTZ Franklin A, United States – Corporate governance for publicly traded corporations, *in: Fleckner Andreas M./Hopt Klaus J.* (éds), *Comparative Corporate Governance*, Cambridge: Cambridge University Press, 2013, 1042-1092. Cité: PINTO/GEVURTZ, *in: Fleckner et al.* (2013).
- PÖSCHEL Ines, Generalversammlung und Internet: Versuch einer Ent-Täuschung, *in: Watter Rolf, Die „grosse“ Schweizer Aktienrechtsrevision – Eine Standortbestimmung per Ende 2010*, Zurich: Dike, 2010, 223-245. Cité: PÖSCHEL, *in: Watter* (2010).
- POSNER Richard A., Theories of economic regulation, *The Bell Journal of Economics and Management Science* 5 (2/1974), 335-358.
- POSNER Richard A., *Economic Analysis of Law*, 9^{ème} éd., New York: Wolters Kluwer, 2014.

R

- REVELLI Christophe/VIVIANI Jean-Laurent, Performance financière de l'investissement socialement responsable (ISR) : une méta-analyse, *Finance Contrôle Stratégie* 15 (4/2012), 1-43.
- RICHARDSON Benjamin J., Do the Fiduciary Duties of Pension Funds Hinder Socially Responsible Investment? 22 (2007) *Banking & Finance Law Review*, 145-201.
- RICHARDSON Benjamin J., From Fiduciary Duties to Fiduciary Relationships for Socially Responsible Investing: Responding to the Will of Beneficiaries, 1 (2011), *Journal of Sustainable Finance & Investment* 5-19. Cité: RICHARDSON (2011a).

- RICHARDSON Benjamin J., *Sovereign Wealth Funds and the Quest for Sustainability: Insights from Norway and New Zealand*, *Nordic Journal of Commercial Law* 2 (2011), 1-27. Cité: RICHARDSON (2011b).
- RICHARDSON Benjamin J., *Fiduciary Law and Responsible Investing*, Londres: Routledge, 2013. Cité: RICHARDSON (2013a).
- RICHARDSON Benjamin J., *Socially Responsible Investing for Sustainability: Overcoming Incomplete and Conflicting Rationales*, 2 (2/2013) *Transnational Environmental Law*, 311-338. Cité: RICHARDSON (2013b).
- RICHARDSON Benjamin J. *Financial markets and socially responsible investing*, in: Sjøfjell Beate/Richardson Benjamin J. (éds), *Company Law and Sustainability*, Cambridge: Cambridge University Press, 2015, 226-273. Cité: RICHARDSON, in: Sjøfjell et al. (2015).
- RICHARDSON Benjamin J./LEE Angela, *Social investing without legal imprimatur: The latent possibilities for SWFs*, in: Bassan Fabio (éd.), *Research Handbook on Sovereign Wealth Funds and International Investment Law*, Cheltenham UK/Northampton MA: Edgar Elgar Publishing, 2015, 389-414.
- RIEMER Hans Michael, *Urteilsanmerkung zu BGE 128 V 124-134 (Verantwortlichkeitsklage i.S.v. Art. 52 BVG bei Personalvorsorgeeinrichtungen*, *Revue suisse des assurances sociales et de la prévoyance professionnelle* 4 (2003), 368-369.
- RIEMER Hans Michael/RIEMER-KAFKA Gabriela, *Das Recht der beruflichen Vorsorge*, 2^{ème} éd., Berne: Stämpfli, 2006.
- RIO Cédric, *Justice sociale et générations : pourquoi et comment transmettre un monde plus juste*, Rennes : Presses universitaires de Rennes, 2015.
- RIOULT Christian, *Regulierung von Stimmrechtsberater*, *Pratique juridique actuelle* 9 (2014), 1176-1194.
- ROCK Edward B., *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, *Georgetown Law Journal* 79 (1991), 445-506.
- ROCK Edward B., *Institutional Investors in Corporate Governance*, in: Gordon Jeffrey/Wolf-Georg Ringe (éds), *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford: Oxford University Press, 2018, 363-386.
- ROE Mark J., *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton New Jersey; Princeton University Press, 1994.

- RODRIGUES Usha, Corporate Governance in an Age of Separation of Ownership from Ownership, *Minnesota Law Review* 95 (2011), 1822-1866.
- ROHDE Lars, Lessons from the Last Financial Crisis and the Future Role of Institutional Investors, *OECD Journal - Financial Market Trends* 1 (2011), 1-6.
- ROMANO Roberta, Takeovers: Theory, Evidence, and Regulation, *Yale Journal on Regulation* 9 (1991), 119-180.
- ROSE Paul, The Corporate Governance Industry, *Journal of Corporation Law* 32 (4/2007), 102-141.
- ROSE Paul, Sovereigns as Shareholders, *North Carolina Law Review* 5 (2008), 101-166.
- ROSE Paul, On the Role and Regulation of Proxy Advisors, *Michigan Law Review* 109 (2011), 62-68.
- ROSE Paul/SHARFMAN Bernard S., Shareholder Activism as a Corrective Mechanism in Corporate Governance, *Brigham Young University Law Review* 5 (2014), 101-135.
- ROSENBLUM Steven A., The Shareholder Communication Rule and their practical Effect on Shareholder Activism and Proxy Contest, in: Goodman Amy L./Olson John F./Fontenot Lisa A. (éds), *A practical guide to SEC compensation rules*, 5^{ème} éd., New York: Wolters Kluwer, 2011.
- ROTH Jean-Pierre, Faire de la BNS un fonds souverain ? Une mauvaise idée, *Le Temps* du 23 mars 2015.
- ROTH Urs Philip/LÄNZLINGER Andreas, Die Ausübung des Stimmrechts in der Generalversammlung Depotvertretung in der eigenen Generalversammlung und eigene Aktien, *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier* 71 (1999), 27-33.
- RUEDIN Roland, *Droit des sociétés*, 2^{ème} éd., Berne : Stämpfli, 2007.
- RUFFNER Markus, Aktive Grossaktionäre: Neue Herausforderungen für das Aktienrecht? in: Kellerhals Andreas (éd.) *Aktuelle Fragen zum Wirtschaftsrecht, Zur Emeritierung von Walter R. Schluemp*, Zurich: Schulthess, 1995, 233-286.
- RUFFNER Markus, *Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft*, Zurich: Schulthess, 2000.

S

- SACCONI Fabio, E-Proxy Reform, Activism, and the Decline in Retail Shareholders Voting, décembre 2010, *The Conference Board*, Directors note n° DN-021, 26 décembre 2010, disponible sur SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1731362 (consulté le 19 octobre 2019).
- SANDBERG Joakim/JURAVLE Carmen/HEDESSTRÖM Ted Martin/HAMILTON Ian, The heterogeneity of socially responsible investment, 84 (4/2009) *Journal of Business Ethics*, 519-533.
- SANDBERG Joakim, Socially Responsible Investment and Fiduciary Duty: Putting the Freshfields Report into Perspective, 101 (2011) *Journal of Business Ethics*, 143-162.
- SANDERS William, Resolving the Conflict Between Fiduciary Duties and Socially Responsible Investing, *Pace Law Review* 35 (2/2014), 535-579.
- SANDOR Anna, Leveraging international law to incentivize value-added shareholdings: Why foreign sovereign wealth funds still matter and how they can improve shareholder governance, *Georgetown Journal of International Law* 46 (2015), 947-978.
- SARKAR Rumu, Sovereign wealth funds as a development tool for ASEAN nations: from social wealth to social responsibility, 41 (2010) *Georgetown Journal of International Law*, 623-647.
- SCHALLER Jean-Marc, *Finanzanalysten-Recht - Die Berufstätigkeit der Finanzanalysten im Rahmen des Privat-, Straf- und Aufsichtsrechts*, Genève: Schulthess, 2004.
- SCHENKER Urs, *Schweizerisches Übernahmerecht*, Berne: Stämpfli, 2009.
- SCHLEIFFER Patrick, *Der gesetzliche Stimmrechtsausschluss im schweizerischen Aktienrecht*, Berne: Stämpfli, 1993.
- SCHMITZ Daniela/DÖHNERT Karsten/ZÖBELI Daniel (éds), *Die Minder-Initiative bei Pensionskassen - Situationsanalyse und Praxisempfehlungen*, Zug/Regensdorf, 2015.
- SCHMOLKE Klaus-Ulrich, Institutional investors' mandatory voting disclosure: the proposal of the European Commission against the background of the US experience, *European Business Organization Law Review* 7 (4/2006), 767-815.

- SCHMOLKE Klaus-Ulrich, Institutionelle Anleger und Corporate Governance – Traditionelle institutionelle Investoren vs. Hedgefonds, *Zeitschrift für Gesellschafts – und Unternehmensrecht* (2007), 701-744.
- SCHNEIDER Uwe H./ANZINGER Heribert M., Institutionelle Stimmrechtsberatung und Stimmrechtsvertretung – „A quiet guru’a enormous clout“, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 10 (3/2007), 88-96.
- SCHNEIDER Jacques-André/GEISER Thomas/GÄCHTER Thomas (éds), *Lois fédérales sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité et sur le libre passage dans la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité – Commentaire Stämpfli*, Berne : Stämpfli, 2010. Cité: Commentaire Stämpfli LPP (2010).
- SCHOLTENS Bert, Finance as a driver of corporate social responsibility, *Journal of Business Ethics* 68 (2006), 19-33.
- SCHOTT Bertrand, *Aktienrechtliche Anfechtbarkeit und Nichtigkeit von Generalversammlungsbeschlüssen wegen Verfahrensmängeln*, Zurich: Dike, 2009
- SCHOUTEN Michael C., The Mechanisms of Voting Efficiency, *Columbia Business Law Review* 3 (2010), 763-834.
- SCHOUTEN Michael C., Do Institutional Investors Follow Proxy Advice Blindly?, *University of Amsterdam – Faculty of Law; Duisenberg School of Finance*, January 2012, 1-38.
- SCHWARZENBACH René, Der unabhängige Stimmrechtsvertreter nach der Minder-Initiative, *RSJ* 110 (2014), 397-404.
- SCOTT Kenneth E., Corporations Law and the American Law Institute Corporate Governance Project, *Stanford Law Review* 35 (5/1983), 927-948.
- SEN Amartya, *The Idea of Justice*, Cambridge: Harvard University Press, 2009. Cité selon la version traduite en français (*L'idée de justice*) par Paul Chemla, Paris : Flammarion, 2009.
- SENN Myriam, Sovereign Wealth Funds as Public – Private Challenge for Institutional Governance, *Asian Society of International Law Working Paper* 15 (2009), disponible sur: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1475910 (consulté le 16 septembre 2019).
- SENN Myriam, The Regulation of Hedge Funds, Private Equity and Sovereign Wealth Funds, in: Heckendorn Urscheler Lukas/Peters Annelot (éds), *Rapports suisses présentés au XVIII^e Congrès international de droit compare*, Genève/Zurich/Bâle: Schulthess, 2010, 135-158.

- SETHE Rolf/FAVRE Olivier/HESS Martin/KRAMER Stefan/SCHOTT Ansgar, *Kommentar zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz*, Zurich: Schulthess, 2017. Cité: *Kommentar FinfraG*.
- SHERMAN Hugh/BELDONA Sam/MAHESHUMAR P. Joshi, Institutional investor heterogeneity: implications for strategic decisions, *Corporate Governance* 6 (3/1998), 166-173.
- SHLEIFER Andrei/VISHNY Robert W, Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy* 94 (3/1986), 461-488.
- SHLEIFER Andrei/VISHNY Robert W., The Takeover Wave of the 1980s, *Journal of Applied Corporate Finance* 4 (3/1990), 49-56.
- SIERRO Olivier, in: FTB Avocats SA, Kellerhals Anwälte (éds), *Loi sur les placements collectifs (LPCC) – Commentaire*, Berne: Stämpfli, 2012.
- SJÅFJELL Beate/RICHARDSON Benjamin J. (éds), *Company Law and Sustainability*, Cambridge: Cambridge University Press, 2015.
- SJÅFJELL Beate/TAYLOR Mark B., A clash of norms: shareholder primacy vs. sustainable corporate purpose, *International and Comparative Corporate Law Journal* 13 (3/2019), 40-66.
- SMITH Adam, *The Wealth of Nations*, Londres: Strahan & Cadell, 1776. Cité selon la version éditée par J.M Dent, Londres : J.M. Dent & Sons Ltd., 1975.
- SMITH Gordon, The Shareholder Primacy Norm, *Iowa Journal of Corporate Law* 23 (2/1998), 277-323.
- SPILLMANN Till, *Institutionelle Investoren im Recht der (echten) Publikumsgesellschaften*, Zurich: Schulthess, 2004.
- STAPLEDON Geof P., Institutional Investors: What are their responsibilities as shareholders?, in: Parkinson John/ Gamble Kevin/ Kelly Gavin, *The Political Economy of the Company*, Oxford: Hart Publishing, 2000.
- STAUFFER Hans-Ulrich, *Berufliche Vorsorge*, 2^{ème} éd., Zurich: Schulthess, 2012.
- STEIGER Max, Institutionelle Investoren im Spannungsfeld zwischen Aktienmarktliquidität und Corporate Governance, *Management Revue* 12 (1/2001), 35-42.
- STRINE Leo E., Toward a True Corporate Republic: A Tradition Response To Bebchuk's Solution for Improving Corporate America, *Harvard Law Review* 2006, 1765-1783.

- STRINE Leo E., One fundamental Corporate Governance question we face: Can corporations be managed for the long term unless their powerful electorates also act and think long term?, *Business Lawyer* 66 (1/2010), 91-32.
- STOFFEL Walter A./GABELLON Anne, Montesquieu en droit des sociétés anonymes : le principe de la parité constitue-t-il une distribution des pouvoirs bénéfiques ou plutôt un lit de Procuste ?, *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier* 87 (2015), 434-443.
- STOFFEL Walter A./PERRIARD Julie, Stimmrechtsverhalten von institutionellen Anlegern, insbesondere Pensionskassen, *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier* 5 (2016), 464-476.
- STOUT Lynn A., Bad and Not-so Bad Arguments for Shareholder Primacy, *Southern California Law Review* 75 (2002), 1189-1210.
- SULLIVAN Rory/MACKENZIE Craig, Shareholder activism on social, ethical and environmental issues, in: Sullivan Rory/Mackenzie Craig (éds), *Responsible Investment*, Sheffield: Greenleaf Publishing, 2006, 150-157.
- SULLIVAN Rory/MACKENZIE Craig (éds), *Responsible Investment*, Sheffield: Greenleaf Publishing, 2006.
- SULLIVAN Rory/HACHEZ Nicolas, Human Rights Norms for Business: The Missing Piece of the Ruggie Jigsaw - The Case of Institutional Investors, in: Mares Radu (éd.), *The UN Guiding Principles on Business and Human Rights*, Leiden/Boston: Martinus Nijhoff, 2012, 217-244.

T

- TAGOUO Christophe, L'influence des agences de vote sur les assemblées générales des sociétés cotées : Quo vadis?, *Pratique juridique actuelle* 9 (2015), 1129-1139.
- TANNER Brigitte, Die Generalversammlung (art. 698-706b OR), in: Forstmoser Peter (éd.), *Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch (Zürcher Kommentar)*, 5. Teil: Die Aktiengesellschaft, Teilband V 5b, 2^{ème} éd., Zurich/Bâle/Genève: Schulthess, 2003.
- TEOH Siew Hong/WELCH Ivo/WAZZAN C. Paul, The Effect of Socially Activist Investment Policies on the Financial Markets: Evidence from the South African Boycott, *Journal of Business* 72 (1/1999), 35-89.

- TERCIER Pierre/AMSTUTZ Marc (éds), *Commentaire romand - Code des obligations II, Code des obligations art. 530-1186, Loi sur les bourses art. 22-33, avec une introduction à la Loi sur la fusion*, Bâle : Helbing & Lichtenhahn, 2008
- TERCIER Pierre/AMSTUTZ Marc/TRIGO TRINDADE Rita (éds), *Commentaire romand - Code des obligations II*, art. 530-1186 CO, art. 20-33 LB, avec des introductions à la LFus, à l'ORAb, à la LTI et à la loi sur la mise en oeuvre des recommandations du GAFI, Bâle : Helbing & Lichtenhahn, 2017. Cité: CR-CO II.
- THÉVENOZ Luc, *Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonization of Commercial Law*, *Stanford Journal of Law, Business and Finance* 13 (2008), 384-452.
- THÉVENOZ Luc/BAHAR Rashid (éds), *Conflicts of Interests*, Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International (2007).
- THÉVENOZ Luc/BOVET Christian (éds), *Journée 2003 de droit bancaire et financier*, Zurich : Schulthess (2004).
- THORNTON Rosy, *Ethical Investments: A case of disjointed thinking*, *The Cambridge Law Journal* 67(2/2008), 396-422.
- THOMPSON Robert B./EDELMAN Paul H., *Corporate Voting*, *Vanderbilt Law Review* 62 (1/2009), 129-175.
- TONELLO Matteo/RABIMOV Stephan, *The 2010 Institutional Investment Report - Trends in Asset Allocation and Portfolio Composition*, *The Conference Board*, research report R-1468-10-RR, 11 novembre 2010, disponible sur SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1707512 (consulté le 19 octobre 2019).
- TRIGO TRINDADE Rita, *Chacun pour soi, un pour tous, tous pour tous*, in : Héritier Lachat Anne/Hirsch Laurent (éds), *De lege ferenda : réflexions sur le droit désirable en l'honneur du professeur Alain Hirsch*, Genève : Slatkine, 2004, 171-175. Cité : TRIGO TRINDADE, in : Héritier Lachat et al. (2004).
- TRIGO TRINDADE Rita/BAHAR Rashid, *Droits des actionnaires minoritaires en Suisse*, *Rapports suisses présentés au XVI^{ème} Congrès international de droit comparé*, Zurich : Schulthess, 2002, 381-460.
- TRIGO TRINDADE Rita/ANDERSON Martin (éds), *Institutions de prévoyance : devoirs et responsabilité civile*, Genève : Schulthess, 2006.
- TRIGO TRINDADE Rita/SENN Myriam, *Control and Responsibility of Rating Agencies in Switzerland*, in : *Rapports suisses présentés au XVII^e Congrès*

international de droit comparé, Utrecht 16-22 juillet 2006, Genève : Schulthess, 2006, 137-161.

TSCHÄNI Rudolf, Die Gruppe im Übernahmerecht - «Are we really all one?», in: Tschäni Rudolf (éd), *Mergers & Acquisitions VI*, Zurich/Bâle/Genève, 2004, 179-231.

TSCHÄNI Rudolf/DIEM Hans-Jakob/Wolf Matthias, *M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht*, Zurich: Schulthess, 2013.

TSCHÄNI Rudolf/GOTSCHKEV Georg, Gruppenbildung und Ausnahmegewährung bei der Angebotspflicht - Der Fall Quadrant Entscheid des Schweizerischen Bundesgerichts 2A.343/2003 (BGE 130 II 530 ff.) vom 25. August 2004 i.S. René-Pierre Müller, Adrian Niggli und Arno Schenk gegen die Übernahmekommission und die Übernahmekammer der Eidgenössischen Bankenkommision, *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier* 3 (2005), 130-145.

TSCHANNEN Pierre (éd), *La démocratie comme idée directrice de l'ordre juridique suisse*, Genève : Schulthess, 2005.

U

UNGUREANU Maria Cristina, The Corporate Governance of Sovereign Wealth Funds, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 7 août 2014, disponible sur: <http://corpgov.law.harvard.edu/2014/08/07/the-corporate-governance-of-sovereign-wealth-funds/> (consulté le 17 septembre 2019).

URWIN Roger, Pension fund fiduciary duty and its impacts on sustainable investing, in: Hawley James P./Hoepner Andreas G.F./Johnson Keith/Sandberg Joakim/Waitzer Edward J. (éds), *Cambridge Handbook of Institutional Investment and Fiduciary Duty*, Cambridge: Cambridge University Press, 2014, 277-286.

V

VAN DER ZEE Eva, Sovereign Wealth Funds and Socially Responsible Investments: Dos and Don'ts, *European Company Law* 9 (2/2012), 142-150.

VASELLA David, *Die Haftung von Ratingagenturen - Ein Beitrag zur Expertenhaftung*, Zurich: Schulthess, 2011.

- VAUPEL Christoph F., Ansprüche von Aktiengesellschaften gegen Stimmrechtsempfehlungen institutioneller Stimmrechtsberater, *Die Aktiengesellschaft* 3 (2011), 63-76.
- VERDAM Albert, An exploration of the role of proxy advisors in proxy voting, *VU University Amsterdam*, décembre 2006, disponible sur SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=978835 (consulté le 17 septembre 2019).
- VERMEULE Adrian, Many-Minds Arguments in Legal Theory, *The Journal of Legal Analysis* 1 (1/2009), 1-45.
- VETTER-SCHREIBER Isabelle, *Berufliche Vorsorge – Kommentar zum Bundesgesetz über die berufliche Vorsorge und weitere Erlasse*, 3^{ème} éd., Zurich: Orell Füssli, 2013.
- VIÑUALES Jorge E. (éd), *The Rio Declaration on Environment and Development – A Commentary*, Oxford: Oxford University Press, 2015.
- VOGT Hans-Ueli, *Aktionärsdemokratie*, Zurich: Dike, 2012.
- VOGT Hans-Ueli/BASCHUNG Manuel, Wie weiter im Aktienrecht nach der Annahme der Volksinitiative „gegen die Abzockerei“?, *GesKR* 1 (2013), 5-48.
- VOGT Nedim Peter/WATTER Rolf, *Basler Kommentar zum Börsengesetz/Finanzmarktaufsichtsgesetz (BEHG/FINMAG)*, 2^{ème} éd., Bâle: Helbing & Lichtenhahn, 2010.
- VOLONTÉ Christophe/ZABY Simon, Stimmrechtsberatung – Eine kritische Betrachtung, *L'expert comptable suisse* 8 (2013), 499-504.
- VOORHES Meg, Responsible investment in the United States, in: Hebb Tessa/Hawley James P./Hoepner Andreas G.F./Neher Agnes L./Wood David (éds), *The Routledge Handbook of Responsible Investment*, Londres, New York: Routledge, 2015, 58-69. Cité: VOORHES, in: Hebb et al. (2015).
- VON DER CRONE Hans Caspar, Risiko und Corporate Governance, in: *Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts: Festschrift für Dieter Zobl zum 60. Geburtstag*, Zurich/Bâle/Genève: Schulthess, 2004, 553-562.
- VON DER CRONE Hans Caspar/WEBER Rolf H./ZÄCH Roger/ZOBL Dieter (éds), *Neuere Tendenzen im Gesellschaftsrecht – Festschrift für Peter Forstmoser*, Zurich: Schulthess, 2003.

- VON DER CRONE HANS Caspar/ISLER Martina, Dispoaktien, GesKR numéro spécial 2008, 76-84.
- VON DER CRONE Hans Caspar/ENDER Tiffany, Dispoaktien und Nominee-Modell – Eine Standortbestimmung, in: Watter Rolf (éd.), *Die « grosse » Schweizer Aktienrechtsrevision – Eine Standortbestimmung per Ende 2010*, Zurich: Dike, 2010, 136-167.
- VON SALIS Ulysses, *Die Gestaltung des Stimm- und des Vertretungsrechts im schweizerischen Aktienrecht*, Zurich: Schulthess, 1996.

W

- WALDBURGER Robert/SESTER Peter/PETER Christoph/BAER Charlotte M. (éds), *Law & Economics – Festschrift für Peter Nobel zum 70. Geburtstag*, Berne: Stämpfli, 2015.
- WAGNER Alexander F./WENK Christoph, Aktionäre und Stimmrechtsberater im Jahr 1 nach der Minder-Initiative, *L'expert comptable suisse* 12 (2014), 1147-1152.
- WAITZER Edward J./SARRO Douglas, The public fiduciary: a Canadian perspective, in: Hawley James P./Hoepner Andreas G.F./Johnson Keith/Sandberg Joakim/Waitzer Edward J. (éds), *Cambridge Handbook of Institutional Investment and Fiduciary Duty*, Cambridge: Cambridge University Press, 2014, 9-19.
- WATTER Rolf, Investorenschutz im Kapitalmarktrecht, *Pratique Juridique Actuelle* 3 (1997), 269-282.
- WATTER Rolf/GABARSKI Andrew M., La répartition des frais du procès en responsabilité (art. 756 CO), *GesKR* 2 (2009), 148-162.
- WATTER Rolf, *Die « grosse » Schweizer Aktienrechtsrevision – Eine Standortbestimmung per Ende 2010* (éd.), Zurich: Dike, 2010.
- WATTER Rolf/RAMPINI Corrado, Proxy Fights, in: Tschäni Rudolf (éd.), *Mergers & Acquisitions III*, Zurich: Schulthess, 2001, 1-28. Cité: WATTER/RAMPINI, in: Tschäni (2001).
- WATTER Rolf/MAIZAR Karim, Aktionärsdemokratie – Über erweiterte Zuständigkeit der Generalversammlung und Erleichterungen bei der Stimmrechtsausübung in schweizerischen Aktiengesellschaften, in: Breitschmid Peter/Portmann Wolfgang/Rey Heinz/Zobl Dieter (éds), *Grundfragen der juristischen Person – Festschrift für Prof. Dr. Hans Michael Riemer zum 65. Geburtstag*, Berne: 2007, 403-432.

- WATTER Rolf/VOGT Nedim Peter/RAYROUX François/BÖSCH René/WINZELER Christoph (éds), *Kommentar zum Kollektivanlagegesetz*, Bâle/Genève/Munich: Helbing & Lichtenhahn, 2009.
- WATTER Rolf/VOGT Hans-Ueli (éds), *Basler Kommentar – Verordnung gegen übermäßige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV)*, Bâle: Helbing & Lichtenhahn, 2015. Cité: BSK-VegüV (2015).
- WERNLI Stephan, *Schweizer Pensionskassen und Corporate Governance*, Zurich: Schulthess, 2004.
- WILSING Hans-Ulrich, Corporate Governance in Deutschland und Europa – Die Rolle der institutionellen Investoren, der Proxy Advisors und die der Aktionäre, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 2012, 291-308.
- WOHLMANN Herbert, Richtlinien für institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften, *Revue suisse de jurisprudence* 109 (2013), 461-467.
- WOHLMANN Herbert/BOSSY Philippine, Zum vorgeschlagenen Stimmzwang der Pensionskassen in börsenkotierten Unternehmen, *Jusletter* du 1^{er} octobre 2012.
- WOHLMANN Herbert/GERBER Alexandra, Der Dialog der Aktiengesellschaft mit den Stimmrechtsberatern, *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier* 3 (2014), 284-297.
- WURGLER Jeffrey, Financial markets and the allocation of capital, *Journal of Financial Economics* 58 (1-2/2000), 187-214.

Y

- YOUNGDAHL Jay, The basics of fiduciary duty in investment in the United States, in: Hawley James P./Hoepner Andreas G.F./Johnson Keith/Sandberg Joakim/Waitzer Edward J. (éds), *Cambridge Handbook of Institutional Investment and Fiduciary Duty*, Cambridge: Cambridge University Press, 2014, 20-30.

Z

- ZINDEL Gaudenz G./PEYER Patrik R./SCHOTT Bertrand (éds), *Wirtschaftsrecht in Bewegung. Festgabe zu, 65. Geburtstag von Peter Forstmoser*, Schulthess: Zurich, 2008.

-
- ZOBL Dieter/KRAMER Stefan, *Schweizerisches Kapitalmarktrecht*, Zurich: Schulthess, 2004.
- ZOBL Dieter/HESS Martin/SCHOTT Ansgar, *Kommentar zum Bucheffektengesetz (BEG)*, Zurich: Schulthess, 2013. Cité: Kommentar BEG (2013).
- ZOBL Dieter/SCHWOB Renate/GEIGER HANS/WINZELER Christoph/KAUFMANN Christine/KRAMER Stefan, *Kommentar zum Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen vom 8. November 1934*, 21^{ème} éd., Zurich: Schulthess, 2013. Cité: Kommentar BankG (2013).
- ZOBL Dieter/SCHWOB Renate/WEBER Rolf H./WINZELER Christoph/KAUFMANN Christine/KRAMER Stefan, *Kommentar zum Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen vom 8. November 1934*, 23^{ème} éd., Zurich: Schulthess, 2015. Cité : Kommentar BankG (2015).

Table de la réglementation

Droit international

Accords internationaux

Convention de l'Organisation internationale du travail (OIT) n° 102 concernant la norme minimum de la sécurité sociale du 28 juin 1952.

Convention-cadre des Nations Unies sur les changements climatiques (CCNUCC) du 9 mai 1992, New York.

Convention-cadre des Nations Unies sur les changements climatiques (CCNUCC) du 12 décembre 2015, Paris (Accord de Paris).

Convention internationale pour la réglementation de la chasse à la baleine du 2 décembre 1946, Washington DC.

Convention concernant la protection du patrimoine mondial culturel et naturel du 16 novembre 1972, Paris.

Déclaration finale de la Conférence des Nations Unies sur l'environnement du 16 juin 1972, Stockholm.

Déclaration de Rio sur l'environnement et le développement du 14 juin 1992.

Déclaration de l'UNESCO sur les responsabilités des générations présentes envers les générations futures du 12 novembre 1997.

Union européenne

Directive 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, JO L 132/1 du 20 mai 2017.

Directive 2016/2341 du Parlement européen et du Conseil du 14 décembre 2016 concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle (IRP), JO L 354/37 du 23 décembre 2016.

Directive 2009/65/CE du Parlement Européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et

administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), JO L 302 du 17 novembre 2009.

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, JO L 184 du 14 juillet 2007.

Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 août 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil, JO L 145 du 30 avril 2004.

Droit interne

Australie

Corporations Act, n° 50 2001.

Superannuation Industry Supervision Act, n°73 1993.

États-Unis

Employee Retirement Income Security Act, 1974 (ERISA), Public Law 93-406 (H.R. 2).

Investment Advisors Act, 1940, 15 U.S.C. §80b.1.

Securities Exchange Act, 1934, 15 U.S.C. §78a.

France

Code de commerce, version consolidée au 1er avril 2018.

Code monétaire et financier, version consolidée au 12 août 2018.

Décret n° 2015-1850 du 29 décembre 2015 pris en application de l'article L. 533-22-1 du code monétaire et financier.

Loi n° 2015-992 du 17 août 2015 relative à la transition énergétique pour la croissance verte.

Suisse

Actes fédéraux

Code civil suisse du 10 décembre 1907 (RS 210 ; CC).

Code de procédure civile du 19 décembre 2008 (RS 272, CPC).

Code pénal suisse du 21 décembre 1937 (RS 311.0 ; CP).

Constitution fédérale de la Confédération suisse du 18 avril 1999 (RS 101 ; Cst.).

Loi fédérale complétant le Code civil suisse (Code des obligations suisse) du 30 mars 1911 (RS 220, CO).

Loi fédérale sur l'allocation pour perte de gain en cas de service et de maternité du 25 septembre 1952 (RS 834.1 ; LAPG).

Loi fédérale sur la procédure administrative du 20 décembre 1968 (RS 172.021 ; PA).

Loi fédérale sur l'assurance-invalidité du 19 juin 1959 (RS 831.20 ; LAI).

Loi fédérale sur l'assurance-vieillesse et survivants du 20 décembre 1946 (RS 831.10 ; LAVS).

Loi fédérale sur les banques et les caisses d'épargne du 8 novembre 1934 (RS 952.0 ; Loi sur les banques, LB).

Loi fédérale sur les bourses et le commerce de valeurs mobilières du 24 mars 1995 (RS 954.1 ; Loi sur les bourses, LBVM).

Loi fédérale sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés du 19 juin 2015 (RS 958.1 ; Loi sur l'infrastructure des marchés financiers, LIMF).

Loi fédérale sur le contrat d'assurance du 2 avril 1908 (RS 221.229 ; LCA).

Loi fédérale sur le libre passage dans la prévoyance professionnelle, vieillesse, survivants et invalidité du 17 décembre 1993 (RS 831.42 ; Loi sur le libre passage, LFLP).

- Loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux du 23 juin 2006 (RS 951.31 ; LPCC).
- Loi fédérale sur les titres intermédiés du 3 octobre 2008 (RS 957.1 ; LTI).
- Loi fédérale sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité du 25 juin 1982 (RS 831.40 ; LPP).
- Loi fédérale sur la surveillance des assurances du 17 décembre 2004 (RS 961.01 ; LSA).
- Loi fédérale sur les services financiers du 15 juin 2018 (FF 2018 3733 ; LSFIn).
Entrée en vigueur le 1er janvier 2020
- Ordonnance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 1er janvier 2009 (RS 954.193 ; OBVM-FINMA). Abrogée le 1er janvier 2016.
- Ordonnance de l'autorité fédérale de surveillance des marchés financiers sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés du 3 décembre 2015 (RS 958.111 ; OIMF-FINMA).
- Ordonnance de l'autorité fédérale de surveillance des marchés financiers sur les placements collectifs de capitaux du 21 décembre 2006 (RS 951.312 ; OPC-FINMA).
- Ordonnance du Conseil fédéral concernant l'administration des fonds de compensation de l'AVS, de l'AI et des APG du 2 décembre 1996 (RS 831.192.1).
- Ordonnance du Conseil fédéral contre les rémunérations abusives dans les sociétés anonymes cotées en bourse du 20 novembre 2013 (RS 221.331 ; ORAb).
- Ordonnance du Conseil fédéral sur les banques et les caisses d'épargne du 17 mai 1972 (RS 952.02 ; OB).
- Ordonnance du Conseil fédéral sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 2 décembre 1996 (RS 954.11 ; OBVM).
- Ordonnance du Conseil fédéral sur les fonds de placement du 20 janvier 1967 (RS 951.311 ; OFP). Abrogée le 1er janvier 1995.
- Ordonnance du Conseil fédéral sur les placements collectifs des capitaux du 22 novembre 2006 (RS 695.311 ; OPCC).

Ordonnance du Conseil fédéral sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité du 18 avril 1984 (RS 831.441.1 ; OPP 2).

Ordonnance du Conseil fédéral sur la surveillance dans la prévoyance professionnelle du 22 juin 2011 (RS 831.435.1 ; OPP 1).

Ordonnance du Conseil fédéral sur la surveillance des entreprises d'assurance privées du 9 novembre 2005 (RS 961.011 ; OS).

Ordonnance du Conseil fédéral sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité du 18 avril 1984 (RS 831.441.1 ; OPP 2).

Règlement sur l'assurance-vieillesse et survivants du 31 octobre 1947 (RS 831.101 ; RAVS).

Actes cantonaux

Loi instituant la Caisse de prévoyance de l'État de Genève (LCPEG) du 14 septembre 2012 (10847).

Circulaires de la FINMA

Circulaire FINMA 02/10 - Normes d'autorégulation reconnues comme standards minimaux, du 20 novembre 2008.

Circulaire FINMA 08/3 - Dépôts du public auprès d'établissements non bancaires du 20 novembre 2008.

Circulaire FINMA 08/5 - Négociant, du 20 novembre 2008.

Circulaire FINMA 08/8 - Appel au public au sens de la législation sur les placements collectifs de capitaux, du 20 novembre 2008.

Circulaire FINMA 08/18 - Directives de placement - assureurs, du 20 novembre 2008.

Circulaire FINMA 08/37 - Délégation de tâches par la direction et la SICAV, du 20 novembre 2008.

Circulaire FINMA 09/1 - Règles cadres pour la reconnaissance de l'autorégulation en matière de gestion de fortune comme standard minimal du 18 décembre 2008.

Circulaire FINMA 12/1 – Agences de notation du 29 juin 2011.

Circulaire FINMA 13/8 – Règles de conduite sur le marché du 1^{er} octobre 2013.

Réglementation boursière

Règlement de cotation de la SIX Bourse suisse du 1^{er} avril 2016.

Projets et avant-projets

Avant-projet de modification du Code des obligations (Droit de la société anonyme ; AP-CO) du 28 novembre 2015, disponible sur : <https://www.bj.admin.ch/dam/data/bj/wirtschaft/gesetzgebung/aktienrechtsrevision14/ve-ber-f.pdf> (consulté le 10 avril 2018).

Avant-projet d'ordonnance contre les rémunérations abusives (AP-ORAb) du 14 juin 2013, disponible sur : www.admin.ch/ch/f/gg/pc/documents/2399/Remunerations-abusives_Raport-expl_fr.pdf (consulté le 8 avril 2018).

Projet de loi sur les services financiers (P-LSFin) publié par le Conseil fédéral le 4 novembre 2015, FF 2015 8101 ss.

Projet de modification du Code des obligations (Droit de la société anonyme ; P-CO) du 23 novembre 2016m FF 2017 625 ss.

Autres sources de réglementation

Standards internationaux

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, Convergence internationale de la mesure des normes de fonds propres (Bâle II) du 26 juin 2004.

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, Bâle III : dispositif international de mesure, normalisation et surveillance du risque de liquidité (Bâle III) du 16 décembre 2010.

International Corporate Governance Network (ICGN), ICGN Statement of Principles for Institutional Investor Responsibilities, Londres 2007.

International Corporate Governance Network (ICGN), ICGN Guidance on Institutional Investor Responsibilites, Londres 2013.

International Corporate Governance Network (ICGN), ICGN Global Governance Principles, Londres 2014. Cité: ICGN-GGP (2014).

International Corporate Governance Network (ICGN), ICGN Global Stewardship Principles, Londres 2016. Cité: ICGN-GSP (2016).

International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG-SWF), Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices – Santiago Principles, octobre 2008. Cité : Principes de Santiago (2008).

Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE, Paris 2004.

Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), Les principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales, Paris 2011.

Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) et G20, Principes de gouvernance d'entreprise du G20 et de l'OCDE, Paris 2015.

Pacte mondial des Nations Unies (Global Compact) du 26 juillet 2000. Cité : Global Compact.

Principes de l'Équateur, Cadre de référence du secteur financier visant à identifier, évaluer et gérer les risques environnementaux et sociaux des projets, juin 2013, disponible en la version française sur : <http://equator-principles.com/best-practice-resources/> (consulté le 18 septembre 2019).

Programme des Nations Unies pour l'environnement - initiative financière (PNUE-FI) /Pacte mondial, Principes pour l'investissement responsable, 2006. Cité : UN-PRI (2006).

Standards suisses

Code suisse de bonne pratique pour le gouvernement d'entreprise, 2007. Cité : CSBP (2007).

Code suisse de bonne pratique pour le gouvernement d'entreprise, 2016. Cité : CSBP (2016).

Lignes directrices pour les investisseurs institutionnels en vue de l'exercice des droits sociaux dans les sociétés anonymes, du 21 janvier 2013. Cité : LDII (2013).

Swiss Fund and Asset Management Association (SFAMA), Règles de conduite du 7 octobre 2014. Cité : Règles de conduite SFAMA (2014).

Autres sources

A

American Law Institute, Restatement of the Law, Trusts (Third): Prudent Investor Rule, Philadelphie: American Law Institute Publishers, 1992.

Association suisse des institutions de prévoyance (ASIP), Charte et Directive de l'ASIP, octobre 2011, disponible sur : www.asip.ch/assets/pdf-allgemein/charte-et-directive-octobre-2011.pdf (consulté le 18 septembre 2019). Cité : ASIP, Charte et Directive (2011).

Association suisse des institutions de prévoyance (ASIP), Recommandation n°98 concernant la mise en œuvre de l'ordonnance contre les rémunérations abusives (ORAb) du 22 mai 2014 disponible sur : www.asip.ch/savoir/circulaires-dinformation/?locale=fr_CH (consulté le 18 septembre 2019). Cité : ASIP, recommandation ORAb (2014).

Autorité des marchés financiers française (AMF), recommandation n° 2011-06, Agences de conseil en vote du 18 mars 2011. Cité : Recommandation AMF (2011).

Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA), Rapport de la FINMA sur les résultats de l'audition relative au projet d'OIMF-FINMA, qui a eu lieu du 20 août au 2 octobre 2015, du 9 décembre 2015. Cité : FINMA, Rapport sur l'audition relative au projet d'OIFM-FINMA (2015).

Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA), Rapport 2018 sur le marché de l'assurance du 5 septembre 2019.

Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM), Document de consultation 25-401, Perspectives de réglementation des agences de conseil en vote, 21 juin 2012. Cité : ACVM (2012).

Avenir Suisse, Salvi Marco, Contrôle des investissements – Les entreprises suisses doivent-elles être protégées des rachats étrangers ?, 12 octobre 2018, disponible sur : www.avenir-suisse.ch/fr/publication/controle-des-investissements/ (consulté le 18 septembre 2019). Cité : Avenir Suisse (2018).

B

Banque nationale suisse (BNS), Bulletin trimestriel 4/2011.

Banque nationale suisse (BNS), Bulletin mensuel de statistiques économiques, décembre 2014.

Banque nationale suisse (BNS), Les banques suisses 2011 - Statistique, Zurich : 2012.

The Best Practice Working Group for Online Shareholder Participation in Annual Meetings, Guidelines for Protecting and Enhancing Online Shareholder Participation in Annual Meetings, juin 2012, disponible sur: www.calstrs.com/CorporateGovernance/shareholder_participation_annual_meetings.pdf (consulté le 18 septembre 2019).

Black Rock, 2013 Corporate Governance & Responsible Investing Report, disponible sur : www.blackrock.com (consulté le 18 septembre 2019). Cité : Black Rock (2013).

Black Rock, Global Corporate Governance & Engagement Principles, octobre 2017, disponible sur : www.blackrock.com (consulté le 18 septembre 2019).

Black Rock, Our approach to executive compensation, mars 2015, disponible sur: www.blackrock.com/corporate/en-zz/about-us/responsible-investment/responsible-investment-reports (consulté le 18 septembre 2019). Cité: Black Rock (2015a).

Black Rock, Proxy voting guidelines for European, Middle Eastern and African securities, février 2015, disponible sur: www.blackrock.com/corporate/en-us/literature/fact-sheet/blk-responsible-investment-guidelines-emea.pdf (consulté le 18 septembre 2019). Cité : Black Rock (2015b).

C

Caisse de prévoyance de l'État de Genève (CPEG), Règlement de placement du 5 décembre 2013, disponibles sur : www.cpeg.ch/portrait/textes-de-reference (consulté le 18 septembre 2019).

California Public Employees' Retirement System (CalPERS), Towards Sustainable Investment - Taking Responsibility, Sacramento, janvier 2012, disponible sur: www.responsible-investor.com/images/uploads/reports/CalPERS.pdf (consulté le 18 septembre 2019). Cité : CalPERS (2012).

- California Public Employees' Retirement System (CalPERS), *Towards Sustainable Investment & Operations - Making Progress*, Sacramento, janvier 2014, disponible sur : www.calpers.ca.gov/docs/forms-publications/esg-report-2014.pdf (consulté le 18 septembre 2019). Cité: CalPERS (2014).
- Center on Executive Compensation, *A Call for Change in the Proxy Advisory Industry Status Quo - The Case for Greater Accountability and Oversight*, Washington DC, janvier 2011, disponible sur: <https://online.wsj.com/public/resources/documents/ProxyAdvisoryWhitePaper02072011.pdf>. Cité: Center on Executive Compensation (2011).
- Chartered Financial Analyst Institute (CFA Institute), *Environmental, Social and Governance (ESG) survey*, juin 2015, disponible sur: <https://www.cfainstitute.org/en/research/survey-reports/esg-survey-2015> (consulté le 18 septembre 2019).
- Comité économique et social européen (CESE), *Les conséquences économiques et sociales de l'évolution des marchés financiers*, Avis du 15 janvier 2008, 2008/C 10/23. Cité : Avis du Comité économique et social européen (2008).
- Commission européenne, *Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions - Responsabilité sociale des entreprises : une nouvelle stratégie de l'UE pour la période 2011-2014*, Bruxelles, 25 octobre 2011, COM[2011] 682 final.
- Commission européenne, *Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions - Plan d'action : droit européen des sociétés et gouvernance d'entreprise - un cadre juridique moderne pour une plus grande implication des actionnaires et une meilleure viabilité des entreprises*, Strasbourg, le 12 décembre 2012, COM[2012] 740/2. Cité: Plan d'action de la Commission européenne (2012).
- Commission européenne, *Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil européen, au Conseil, à la Banque centrale européenne, au Comité économique et social européen et au Comité des régions - Plan d'action : financer la croissance durable*, Bruxelles, le 8 mars 2018, COM [2018] 97 final. Cité: Plan d'action de la Commission européenne (2018).
- Commission européenne, *Livre vert - Le gouvernement d'entreprise dans les établissements financiers et les politiques de rémunération*, Bruxelles, le 2 juin 2010.

Commission européenne, Livre vert – Le cadre de la gouvernance d’entreprise dans l’UE, Bruxelles, le 5 avril 2011. Cité : Livre vert de la Commission européenne (2011).

Commission européenne/Ernst & Young Cleantech and Sustainability Services, Resource Efficiency and Fiduciary Duties of Investors, Final Report ENV.F1/ETU/2014/0002 DG Environment, 2014. Cité : Commission européenne, Resource Efficiency and Fiduciary Duties of Investors (2014).

Commission fédérale des banques (CFB), Hedge-Fonds : Marktentwicklung, Risiken & Regulierung, rapport du 10 septembre 2007.

Message du Conseil fédéral à l’appui d’un projet de loi sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidités du 19 décembre 1975, FF 1976 117.

Message concernant la loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux (Loi sur les placements collectifs) du 23 septembre 2005, FF 2005 5993.

Message du Conseil fédéral relatif à la loi fédérale sur les titres intermédiés et la Convention de La Haye sur les titres intermédiés (LTI) du 15 novembre 2006, FF 2006 8817.

Message du Conseil fédéral concernant la révision de la loi fédérale sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité du 15 juin 2007, FF 2007 5381.

Message du Conseil fédéral concernant la révision du code des obligations (Droit de la société anonyme et droit comptable ; adaptation des droits de la société en nom collectif, de la société en commandite, de la société à responsabilité limitée, de la société coopérative, du registre du commerce et des raisons de commerce) du 21 décembre 2007, FF 2008 1407.

Message du Conseil fédéral relatif à la modification de la loi sur les placements collectifs de capitaux (LPCC) du 2 mars 2012, FF 2012 3383.

Message du Conseil fédéral concernant la loi sur l’infrastructure des marchés financiers (LIMF) du 3 septembre 2014, FF 2014 7235.

Message du Conseil fédéral concernant la modification du code des obligations (droit de la société anonyme) du 23 novembre 2016, FF 2017 353.

Conseil fédéral, La responsabilité sociétale des entreprises - position et plan d’action concernant la responsabilité des entreprises à l’égard de la société et de l’environnement, du 1er avril 2015, disponible sur :

<https://www.news.admin.ch/newsd/message/attachments/38882.pdf> (consulté le 18 septembre 2019).

Conseil Suisse de la presse, Directives relatives à la « Déclaration des devoirs et des droits du/de la journaliste », du 18 février 2000, disponible sur : <https://presserat.ch/fr/code-de-deontologie-des-journalistes/richtlinien/> consulté 18 septembre 2019).

D

Département fédéral de l'économie (DFE), Les fonds souverains dans le rôle d'investisseurs directs, Document de presse du 30 janvier 2008, disponible sur : <https://www.news.admin.ch/newsd/message/attachments/10920.pdf> (consulté le 8 novembre 2019). Cité : DFE (2008).

Département fédéral de justice et de police (DFJP), Rapport additionnel sur le projet d'ordonnance contre les rémunérations abusives dans les sociétés anonymes cotées en bourse du 8 octobre 2013, disponible sur : www.bj.admin.ch/dam/data/bj/wirtschaft/gesetzgebung/aktienrechtsrevision14/voabzockerei/erl-vo-f.pdf (consulté le 18 septembre 2019). Cité : Rapport additionnel ORAb

Département fédéral de la justice et de la police (DFJP), Rapport explicatif sur l'avant-projet d'ordonnance contre les rémunérations abusives du 14 juin 2013 (cité : Rapport explicatif AP-ORAb), disponible sur : www.admin.ch/ch/f/gg/pc/documents/2399/Remunerations-abusives_Rapport-expl_fr.pdf (consulté le 18 septembre 2019).

Département fédéral de la justice et de la police (DFJP), Poggio Karin/Zihler Florian/Tagmann Adrian, Résultats de la consultation sur l'avant-projet du 28 novembre 2014 de modification du code des obligations (droit de la société anonyme) du 17 septembre 2015, disponible sur : www.bj.admin.ch/bj/fr/home/wirtschaft/gesetzgebung/aktienrecht/srevision14.html (consulté le 18 septembre 2019).

Department of Labor (DOL), Interpretive bulletin §25.09.94-2 relating to written statements of investment policy, including proxy voting policy or guidelines, du 29 juillet 1994. Cité: DOL, Interpretive Bulletin 94-2.

Department of Labor (DOL), Letter from Aland D. Lebowitz, Deputy Assistant Secretary, to Helmuth Fandl, Chairman of the Retirement Board, Avon Products Inc., du 23 février 1988. Cité : Avon Letter.

E

- Économiesuisse, Les fonds souverains, dossier politique n°8 du 7 mai 2008, disponible sur : https://www.economiesuisse.ch/sites/default/files/publications/080506_dp8_fonds_souverains.pdf (consulté le 8 avril 2018). Cité: Économiesuisse (2008).
- Économiesuisse, Bedeutung der börsenkotierten Schweizer Aktiengesellschaften, dossier politique n° 30 du 14 décembre 2009, disponible sur: <https://www.economiesuisse.ch/de/publikationen/bedeutung-der-boersenkotierten-schweizer-aktiengesellschaften> (consulté le 8 avril 2018). Cité: Économiesuisse (2009).
- Éthos, Rémunérations des instances dirigeantes des 100 plus grandes sociétés cotées en Suisse, novembre 2006, disponible sur : https://www.ethosfund.ch/sites/default/files/upload/publication/p157f_061109_Rmunrations_des_instances_dirigeantes_des_plus_grandes_socits_cotes_en_Suisse.pdf (consulté le 18 septembre 2019). Cité : Ethos (2006).
- Éthos, Ethos Quarterly - Newsletter de l'investissement responsable et de l'actionnariat actif 1 (2007), disponible sur : www.ethosfund.ch/sites/default/files/upload/publication/p164f_070423_Ethos_Quarterly_er_trimestre_.pdf (consulté le 18 septembre 2019). Cité : Ethos Quarterly 2007.
- Éthos, Rapport annuel 2014, disponible sur : http://www.ethosfund.ch/sites/default/files/upload/publication/p577f_150615_Rapport_annuel_Ethos_.pdf (consulté le 18 septembre 2019). Cité : Ethos, Rapport annuel (2014a).
- Éthos, Mise en œuvre de l'initiative Minder (ORAb) - 150 plus grandes sociétés cotées en Suisse, octobre 2014, disponible sur : www.ethosfund.ch/sites/default/files/upload/publication/p531f_141008_Mise_en_oeuvre_de_linitiative_Minder_version_rsume.pdf (consulté le 18 septembre 2019). Cité : Ethos (2014b).
- Éthos, Lignes directrices de vote 2019 - Principes de gouvernement d'entreprise, décembre 2017, disponible sur : www.ethosfund.ch/fr/news-et-publications/publications-rapports (consulté le 6 septembre 2019). Cité : Ethos, Lignes directrices de vote (2019).
- European Fund and Asset Management Association (EFAMA), Asset Management in Europe - Facts and Figures, avril 2015. Cité: EFAMA (2015).

- European Securities and Markets Authority (ESMA), Final Report – Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry, ESMA/2013/84, 19 février 2013. Cité: ESMA (2013).
- European Securities and Markets Authority (ESMA), Discussion Paper – An Overview of the proxy advisory industry. Considerations on Possible Policy Options, ESMA/2012/212, 22 mars 2012 Cité: ESMA (2012).
- Eurosif, Corporate Pension Funds & Sustainable Investment Study, 2011, disponible sur: www.eurosif.org/wp-content/uploads/2014/07/corporate-pensions-funds.pdf (consulté le 18 septembre 2019). Cité: Eurosif (2011).
- Eurosif, European SRI Study 2014, novembre 2014 disponible sur: <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2014/09/Eurosif-SRI-Study-20142.pdf> (consulté le 18 septembre 2019).
- Eurosif, European SRI Study 2018, novembre 2018, disponible sur: www.eurosif.org/wp-content/uploads/2018/11/European-SRI-2018-Study.pdf (consulté le 20 octobre 2019).

F

- Fonds de compensation de l'AVS/AI/APG, Règlement du Conseil d'administration relatif à l'exercice des droits de vote, mars 2010.
- Fonds de compensation de l'AVS/AI/APG, Rapport annuel 2018, disponible sur: www.compenswiss.ch/fr/?page_name=rep consulté le 18 septembre 2019).
- Fonds de Réserve pour les Retraites (FRR), Stratégie d'investissement responsable pour 2008-2012, disponible sur: www.fondsdereserve.fr/fr/investissement-socialement-responsable (consulté le 18 septembre 2019).
- Fonds de Réserve pour les Retraites (FRR), Stratégie d'investissement responsable pour 2013-2017, disponible sur: www.fondsdereserve.fr/fr/investissement-socialement-responsable (consulté le 18 septembre 2019).
- Fonds Monétaire International (FMI), Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda, du 29 février 2008, disponible sur: www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf (consulté le 18 septembre 2019). Cité: FMI-SWF (2008).

Forum Nachhaltige Geldanlage/Swiss Sustainable Finance, Sustainable Investment in Switzerland 2016, disponible sur: www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/20160510_FNG_Market_Report_2016_CH_EN_Final.pdf (consulté le 18 septembre 2019). Cité : FNG/SSF (2016).

G

Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), Global Sustainable Investment Review 2014, disponible sur : www.gsi-alliance.org/ (consulté le 8 avril 2018).

Government Accountability Office (GAO), Corporate Shareholder Meetings - Issues Relating to Firms That Advise Institutional Investors on Proxy Voting, GAVO-07-765, juin 2007, disponible sur: <http://www.gao.gov/new.items/d07765.pdf> (consulté le 18 septembre 2019). Cité : GAO (2007).

Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC) - Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC), Changements climatiques 2013 : Les éléments scientifiques - résumé à l'intention des décideurs, résumé technique et foire aux questions, du 27 septembre 2013, disponible sur : <http://www.ipcc.ch/report/ar5/wg1/> (consulté le 18 septembre 2019).

Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC) - Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC), Global Warming above 1.5 °C, 8 octobre 2018, disponible sur : www.ipcc.ch/report/sr15/ (consulté le 18 septembre 2019).

I

Instance pour la publicité des participations (IPP) de la SIX, Rapport annuel du 13 octobre 2010. Cité : IPP, Rapport annuel (2010).

Institutional Shareholder Services Inc. (ISS), Due Diligence Compliance Package, 2014, disponible sur: www.issgovernance.com/file/duediligence/ISS-Due-Diligence-Compliance-Pkg-5-2014.pdf (consulté le 18 septembre 2019). Cité : ISS (2014).

Institutional Shareholder Services Inc. (ISS), Due Diligence Package, Form ADV Part 2A, 2015, disponible sur : www.issgovernance.com/compliance/due-diligence-materials/ (consulté le 8 avril 2018). Cité : ISS (2015).

Institutional Shareholder Services Inc. (ISS), Continental Europe Proxy Voting Guidelines – Benchmark Policy Recommendations, 6 décembre 2018, disponible sur: www.issgovernance.com/file/policy/active/emea/Europe-Voting-Guidelines.pdf (consulté le 6 septembre 2019).

International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSWF), Santiago Principles: 15 case studies, Doha 2014, <https://www.ifswf.org/santiago-principles-landing/15-case-studies> (consulté le 18 septembre 2019).

Investment Leaders Group (ILG), The value of responsible investment – The moral, financial and economic case for action, University of Cambridge Institute for Sustainability Leadership, 2014.

J

Julius Bär Gruppe AG, Statuten vom 9. April 2014, disponible sur: www.juliusbaer.com/fileadmin/user_upload/your-private-bank/discover-julius-baer/corporate-information/corporate-governance/document/JuliusBaer-Articles-of-Incorporation_de-Global.pdf (consulté le 18 septembre 2019).

M

Mercer Consulting, Climate Change Scenarios – Implications for Strategic Asset Allocation, 2011, disponible sur: https://www.cdsb.net/sites/cdsbnet/files/attachments/04028-ic_climatechangeasset-allocationstudy_report_fnl_lowres.pdf (consulté le 18 septembre 2019).

N

Nations Unies, Commission sur l'Environnement et le Développement, Rapport Brundtland – Notre avenir à tous, 1987. Cité: Rapport Brundtland (1987).

Norges Bank Investment Management, 2014 Responsible Investment – Government Pension Fund Global, disponible sur: www.nbim.no/en/publications/reports/ (consulté le 18 septembre 2019). Cité : Norges Bank (2014).

Novartis SA, Annual Report 2017, disponible sur: www.novartis.com/investors/novartis-annual-report/novartis-annual-report-2017 (consulté le 18 septembre 2019).

O

Observatoire de l'épargne européenne (OEE), Who owns the European Economy? Evolution of the Ownership of EU-listed companies between 1976 and 2012, août 2013, disponible sur: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/1308-report-who-owns-european-economy_en_0.pdf (consulté le 18 septembre 2019). Cité : OEE (2013).

Office fédéral de la justice (OFJ), Poggio Karin/Zihler Florian/ Adrian Tagmann Adrian, Résultats de la consultation sur l'avant-projet du 28 novembre 2014 de modification du code des obligations (droit de la société anonyme), du 17 septembre 2015, disponible sur : <https://www.bj.admin.ch/dam/data/bj/wirtschaft/gesetzgebung/aktienrechtsrevision14/ve-ber-f.pdf> (consulté le 18 septembre 2019).

Office fédéral de la statistique (OFS), La prévoyance professionnelle en Suisse - principaux résultats de la statistique des caisses de pensions 2004-2010, Neuchâtel : 2012. Cité : OFS (2012).

Office fédéral de la statistique (OFS), Scénarios de l'évolution de la population de la Suisse 2015-2045, Communiqué de presse du 22 juin 2015, Neuchâtel : 2015, disponible sur : www.bfs.admin.ch/bfs/fr/home/statistiques/population/evolution-future.assetdetail.39912.html (consulté le 20 octobre 2019). Cité : OFS (2015)

Office fédéral de la statistique (OFS), La prévoyance professionnelle en Suisse. Statistique des caisses de pensions 2014, Neuchâtel : 2016. Cité : OFS (2016).

Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), Institutional Investors in the new financial landscape, Publications OCDE, 1998.

Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis, Financial Market Trends, Publications OECD, 2008.

Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), Blundell-Wignall Adrian/Hu Yu-Wei/Yermo Juan, Sovereign Wealth and Pension Fund Issues, OECD Working Papers and Private Pensions 14 (2008) 14, Paris : Publications OCDE, 2008.

Organisation de coopération et de développement économiques (OECD), Benchmark Definition of Foreign Direct Investment, Paris : Publications OCDE, 2008. Cité : OECD, Foreign Direct Investment (2008).

- Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), *Corporate Governance and the Financial Crisis : Key Findings and Main Messages*, Paris : Publications OECD, 2009.
- Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), *The Role of Institutional Investors in Promoting Corporate Governance*, Corporate Governance, Paris : Publications OECD, 2011. Cité : OCDE (2011).
- Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), Çelik Serdar/Isakkson Mats, *Institutional Investors and Ownership Engagement*, OECD Journal : Financial Market Trends 2 (2013), Paris : Publications OCDE, 2014. Cité : OCDE (2014a).
- Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), *Institutional Investors and Long-term Investment - Project Report*, Paris : Publications OCDE, 2014. Cité : OCDE (2014b).
- Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), *Investment governance and the integration of environmental, social and governance factors*, Paris : Publications OCDE, 2017. Cité : OCDE (2017).
- Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), *Statistiques de l'OCDE sur les investisseurs institutionnels 2010-2017*, Paris : Publications OCDE, 2018. Cité : OCDE (2018).
- Organisation internationale du travail (OIT), Goy Julien/Schwarzer Helmut, *Investissement socialement responsable, travail décent et fonds de pension : concepts et expériences internationales*, Bureau international du Travail (BIT), Département de la protection sociale, Genève, 2013. Cité: BIT (2013).

P

- Pricewaterhouse Coopers (PwC)/World Wildlife Fund (WWF), *Paradigm shift in financial markets - The economic and legal impacts of the EU Action Plan Sustainable Finance on the Swiss financial sector*, mars 2019, disponible sur: www.pwc.ch/en/publications/2019/paradigm-shift-in-financial-market-EN-web.pdf (consulté le 22 octobre 2019).
- Programme des Nations Unies pour l'environnement - initiative financière (PNUE-FI)/Freshfields Bruckhaus Deringer, *A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment*, Genève, 2005. Cité : Rapport Freshfields (2005).

Programme des Nations Unies pour l'environnement – initiative financière (PNUE-FI) / Mirova Responsible Investing Article 173 de la Loi relative à la transition énergétique et pour la croissance verte – Note d'information destinée aux investisseurs internationaux, Genève/Paris, 2017.

Programme des Nations Unies pour l'environnement – initiative financière (PNUE-FI), Asset Management Working Group, Fiduciary responsibility. Legal and practical aspects of integrating environmental, social and governance issues into institutional investment, Genève, 2009. Cité : PNUE-FI (2009).

Programme des Nations Unies pour l'environnement – initiative financière (PNUE-FI/UNEP-FI), Universal ownership – Why environmental externalities matter to institutional investors (2011), disponible sur : www.unepfi.org/fileadmin/documents/universal_ownership_full.pdf (consulté le 18 septembre 2019). Cité : PNUE-FI (2011).

Publica, Règlement concernant les placements de la caisse fédérale de pensions Publica du 15 avril 2010, disponible sur : www.publica.ch/_file/3627/anlagereglement-f.pdf (consulté le 18 septembre 2019).

S

Secrétariat d'État à l'économie (SECO), Zimmermann Heinz/Seiler Zimmermann Yvonne, Besitzverhältnisse an börsenkotierten schweizerischen Unternehmen – Eine Analyse des «SMI expanded» Aktienuniversums, Strukturberichterstattung Nr. 59, Berne 2019. Cité: SECO (2019).

Securities and Exchange Commission (SEC), Concept Release on the US Proxy System, 14 juin 2010, disponible sur: www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf (consulté le 18 septembre 2019). Cité: SEC, Concept Release (2010).

Securities and Exchange Commission (SEC), Proxy Voting: Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers and Availability of Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Advisory Firms, Staff Legal Bulletin No. 20 (IM/CF) du 30 juin 2014. Cité : SEC, Legal Bulletin (2014).

Sulzer AG, Statuten vom 1. April 2015, disponible sur : www.sulzer.com/russia/-/media/files/aboutus/investors/financial-reporting/annual-results-2016/sulzer_statuten.ashx?la=de-ch (consulté le 18 septembre 2019).

Swiss Fund Data AG, Statistiques du marché suisse des fonds pour le mois de juin 2019, disponible sur : www.swissfunddata.ch/sfdpub/statistiques-du-marche (consulté le 18 septembre 2019).

Swiss Funds and Asset Management Association (SFAMA), Exercice des droits attachés à la qualité de sociétaire ou de créancier, Information spécialisée du 27 juillet 2012. Cité : SFAMA, information spécialisé (2012).

Swiss Sustainable Finance (SSF), Center for Sustainable Finance and Private Wealth - University of Zurich, Swiss Sustainable Investment Market Study 2018, 30 mai 2018, disponible sur: www.sustainablefinance.ch/en/swiss-sustainable-investment-market-study-2018-_content---1--3037--15964.html (consulté le 18 octobre 2019).

U

UBS Group AG, Annual report 2016, disponible sur : www.ubs.com/global/en/about_ubs/investor_relations/annualreporting/2016.html (consulté le 18 septembre 2019).

United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), Investment and Enterprise Responsibility Review, New York/Genève, 2011, disponible sur: http://unctad.org/en/docs/diaeed20101_en.pdf (consulté le 18 septembre 2019).

W

The Worldwatch Institute, State of the World 2014: Governing for Sustainability, Washington D.C: Island Press, 2014, disponible sur: www.worldwatch.org/bookstore/publication/state-world-2014-governing-sustainability (consulté le 18 septembre 2019).

WWF Schweiz/Inrate AG, Amstutz, Claude/Schwegler Regina, Schweizer Pensionskassen und verantwortungsvolles Investieren - WWF Pensionskassenrating 2018/2019, février 2019, disponible sur: www.wwf.ch/sites/default/files/doc-2019-02/WWF_PK_Rating18-19_eVers_deutsch.pdf (consulté le 18 octobre 2019).

Arrêts et décisions

États-Unis

Aronson v Lewis 437 a 2d 805 (Del 1984).

Dodge v Ford Motors 170 NW 668 (Mich 1919).

In re the Walt Disney Company Derivative Litigation, 907 A.2d 693 (Del Ch. 2005).

In re Walt Disney Co. Derivative Litigation, 906 A.2d 27 (Del 2006).

Meinhard v Salmon, 164 NE 545 (NY 1928).

SEC v Capital Gains Research Bureau Inc., 375 (US 180, 1968).

Smith v van Gorkom, 488 A.2d 858 (Del 1985).

Transamerica Mortgage Advisors Inc. v Lewis, 444 (US 11, 1979).

Grande Bretagne

Cowan v Scargill [1985] Ch 270.

Suisse

Arrêts du Tribunal fédéral

Arrêt du Tribunal fédéral du 29 juin 1943, Verwaltungsgesellschaft Affida & Brupbacher c. Schweizerisch-Amerikanische Elektrizitätsgesellschaft, ATF 69 II 246.

Arrêt du Tribunal fédéral du 21 mars 1950, F. X. c. X & Co. AG, ATF 76 II 51.

Arrêt du Tribunal fédéral du 19 mars 1956, M. et N. c. Société anonyme X., ATF 82 II 216.

Arrêt du Tribunal fédéral du 23 mai 1957, Preiswerk c. Fromer, ATF 83 II 194.

Arrêt du Tribunal fédéral du 3 avril 1973, Rignier & Co. AG c. Weltwochen-Verlag Karl von Schumacher & CO AG, ATF 99 II 55.

Arrêt du Tribunal fédéral du 22 septembre 1976, Rignier & Co. AG c. Jean Frey et Offset & Buchdruck AG, ATF 102 II 265.

Arrêt du Tribunal fédéral du 1^{er} mars 1978, Ringier & Co. C. Jean Frey AG et Offset & Buchdruck AG, ATF 104 II 32.

Arrêt du Tribunal fédéral du 4 mai 1983, Hämmerli (communauté héréditaire) c. EMS-Chemie Holding AG et Président du Tribunal de district d'Imboden, ATF 109 II 47.

Arrêt du Tribunal fédéral du 23 septembre 1987, Alusuisse AG c. Office fédéral du registre du commerce, ATF 113 II 528.

Arrêt du Tribunal fédéral du 30 janvier 1989, E. Revisions-und Treuhand AG, ATF 115 II 62.

Arrêt du Tribunal fédéral du 9 octobre 1990, S.M. Ltd. c. T. AG, ATF 116 II 525.

Arrêt du Tribunal fédéral du 25 juin 1991, Association Canes c. Nestlé, ATF 117 II 290.

Arrêt du Tribunal fédéral du 12 décembre 1991, Christoph N. c. W.G. et K., ATF 117 II 570.

Arrêt du Tribunal fédéral du 25 avril 1995, UBS c. BK Vision AG, ATF 121 III 219.

Arrêt du Tribunal fédéral du 19 juillet 1996, W. c. UBS SA, ATF 122 III 279.

Arrêt du Tribunal fédéral du 11 septembre 1998, Bank AG et Gruppe AG c. CFB, ATF 124 II 581.

Arrêt du Tribunal fédéral 2A_218/219/1999, X. société coopérative c. CFB du 5 janvier 2000.

Arrêt du Tribunal fédéral du 29 octobre 2001, D. c. Bank A, B et Bank C, ATF 128 III 92.

Arrêt du Tribunal fédéral 4C_143/2003, X. c. Y AG du 14 octobre 2003.

Arrêt du Tribunal fédéral du 22 septembre 2004, Steinhalden AG et Realcapital Invest AG c. FINMA, ATF 136 II 43.

Arrêt du Tribunal fédéral du 19 août 2005, AW. et BW. c. CW et DW, ATF 131 III 640.

Arrêt du Tribunal fédéral du 25 avril 2006, WIN + WEG société coopérative c. CFB, ATF 132 II 382.

Arrêt du Tribunal fédéral du 4 mai 2006, Y. c. X., ATF 132 III 523.

Arrêt du Tribunal fédéral du 9 janvier 2004, S.A. c. B. AG, ATF 130 III 213.

Arrêt du Tribunal fédéral du 25 août 2004, Müller c. COPA, ATF 130 II 530.

Arrêt du Tribunal fédéral du 9 novembre 2009, X. c. Banque Y., ATF 136 III 14.

Arrêt du Tribunal fédéral 4A_306/2009, A Bank AG, B Bank, C Bank, D Bank, E Bank Sàrl c. F Bank AG du 8 février 2010.

Arrêt du Tribunal fédéral 2C_77/2009, Laxey Partners Ltd. C. Implenia AG et FINMA du 11 mars 2010.

Arrêt du Tribunal fédéral du 30 mai 2012, V. c. Caisse de prévoyance de l'État du Valais (CPVAL), ATF 138 V 235.

Arrêt du Tribunal fédéral 4A_74/2012, A c. X AG et Y AG du 18 juin 2012.

Arrêt du Tribunal fédéral du 20 novembre 2012, S. A. c. X. AG, ATF 139 III 24.

Arrêt du Tribunal fédéral 4A_375/2012, A, B, C c. X AG du 20 novembre 2012.

Arrêt du Tribunal fédéral 2C_98/2013, X LLC c. IPP de la SIX Swiss Exchange SA et FINMA du 29 juin 2013.

Arrêt du Tribunal fédéral du 14 mars 2014, H. et L. c. Fondation de prévoyance X AG, ATF 128 V 124.

Recommandations de la Commission des OPA

COPA, Recommandation III du 5 décembre 2001 dans l'affaire Baumgartner Papiers Holding SA.

COPA, Recommandation II.A.1.2 135/01 du 23 juillet 2002 dans l'affaire Quadrant SA.

COPA, Recommandation Adval Tech Holding SA du 3 mars 2004.

Recommandations de l'instance pour la publicité des participations

Instance pour la publicité des participations (IPP) de la SIX, recommandation du 28 février 2014 concernant une requête en décision préalable au sens de l'art. 20 OBVM-FINMA.

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	
institutionnel	9
Introduction	11
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

Derniers ouvrages parus



Collection
Genevoise

<http://www.unige.ch/droit/CG.html>

Collection générale

- | | | | |
|---|------|--|------|
| <i>Karametaxas, Xenia Elisa</i> | 2019 | <i>Jubin, Oriana</i> | 2017 |
| L'engagement des investisseurs institutionnels : enjeux et perspectives de la prise de décisions collectives | | Les effets de l'union libre
Comparaison des différents modes de conjugalités et propositions normatives | |
| <i>Hänni, Dominique</i> | 2019 | <i>Neri-Castracane, Giulia</i> | 2016 |
| Vers un principe d'intégrité de l'administration publique
La prévention de la corruption en droit administratif | | Les règles de gouvernance d'entreprise comme moyen de promotion de la responsabilité sociale de l'entreprise –
Réflexions sur le droit suisse dans une perspective internationale | |
| <i>Schmidt, Tanja</i> | 2019 | <i>Hohl-Chirazi, Catherine</i> | 2016 |
| Les clauses pour solde de tout compte
Ou la renonciation définitive à se prévaloir de prétentions ultérieures | | La privation de liberté en procédure pénale suisse : but et limites | |
| <i>Liégeois, Fabien</i> | 2018 | <i>Dan, Adrian</i> | 2015 |
| La disponibilité du revenu : le moment de l'acquisition en droit fiscal suisse | | Le délit de commission par omission –
éléments de droit suisse et comparé | |
| <i>Avramov, Philippe</i> | 2018 | <i>Mirfakhraei, Kaveh</i> | 2014 |
| L'omission fautive : la violation d'un devoir juridique ou moral.
Une analyse historique et dogmatique | | Les indemnités de fin de contrat dans le contrat d'agence et le contrat de distribution exclusive | |
| <i>Villard, Katia</i> | 2017 | <i>Sigris, Alexandra</i> | 2013 |
| La compétence du juge pénal suisse à l'égard de l'infraction reprochée à l'entreprise
Avec un regard particulier sur les groupes de sociétés | | Les pouvoirs de la police :
le cas de la délinquance juvénile | |
| | | <i>Pavlidis, Georgios</i> | 2012 |
| | | Confiscation internationale :
instruments internationaux, droit de l'Union européenne, droit suisse | |
| | | <i>Rubido, José-Miguel</i> | 2012 |
| | | L'exercice du droit de préemption immobilier au regard du droit privé | |

- Gonin, Luc* 2011 *Fardel, Mélissa* 2019
L'obsolescence de l'Etat moderne
Analyse diachronique et contextuelle
à l'exemple de l'Etat français
La participation des victimes aux
procédures pénales internationales
et les droits de l'accusé
- Marti, Ursula* 2011 *Le Fort, Olivia* 2018
Das Vorsorgeprinzip im Umweltrecht
Am Beispiel der internationalen,
europäischen und schweizerischen
Rechtsordnung
La preuve et le principe de non-refoulement
Entre droit international des réfugiés, protection
des droits humains et droit suisse
des migrations
- Alberini, Adrien* 2010 *Thalmann, Vanessa* 2018
Le transfert de technologie en droit
communautaire de la concurrence
Mise en perspective avec les règles
applicables aux accords de recherche
et développement, de production
et de distribution
Reasonable and effective universality
Conditions to the exercise by national
courts of universal jurisdiction over international
crimes
- Bernard, Frédéric* 2010 *Sangbana, Komlan* 2017
L'Etat de droit face au terrorisme
La protection des eaux douces
transfrontières contre la pollution :
dimensions normatives et institutionnelles
- Donatiello, Giuseppe* 2010 *Marquis, Julien* 2017
Responsabilité du débiteur :
de la délégation à l'organisation
de l'exécution des obligations
Codifications supranationales récentes
(CVIM, Principes d'UNIDROIT, Principes
européens) et Code des obligations suisse
La qualité pour agir devant la Cour
européenne des droits de l'homme
- Riondel, Ghislaine* 2016
La prise en charge des soins de santé
dans un contexte transfrontalier
européen – Problématique générale en
Europe et propositions pour la Région
franco-valdo-genevoise
- Rodriguez Ellwanger, Maria* 2016
Les instruments juridiques de la planification
territoriale transfrontalière dans le
bassin de vie franco-valdo-genevois
- Herren, Pascal* 2016
L'intervention internationale au nom
des droits de l'homme – L'autorité de
l'approche finaliste
- Christófolo, João Ernesto* 2016
Solving Antinomies Between Peremptory
Norms in Public International Law

Droit international

- Kouassi, Akossia Rachelle* 2019
Programmes de réparations, justice
transitionnelle et droit international
Analyse à la lumière du droit individuel
à réparation
- Graf-Brugère, Anne-Laurence* 2019
La « menace contre la paix » dans la
pratique du Conseil de sécurité des Nations
Unies – Réflexions sur un concept de droit
international

- Carron, Djemila* 2016
L'acte déclencheur d'un conflit armé international
- Sossou Biadja, Cassius Jean* 2015
L'acte uniforme OHADA relatif à l'arbitrage à l'épreuve des standards transnationaux de la justice arbitrale
Approche comparée de droit international privé
- McGregor, Eleanor* 2015
L'arbitrage en droit public suisse
Une comparaison avec la France, les États-Unis et l'arbitrage d'investissement
- Reymond, Michel* 2015
La compétence internationale en cas d'atteinte à la personnalité par Internet
- de María Palaco Caballero, Flor* 2015
La Cour internationale de justice et la protection de l'individu
- Romano, Gian Paolo* 2014
Le dilemme du renvoi en droit international privé
La thèse, l'antithèse et la recherche d'une synthèse
- Granges, Mathieu* 2014
Les intérêts moratoires en arbitrage international
- Grignon, Julia* 2014
L'applicabilité temporelle du droit international humanitaire
- Bulak, Begüm* 2014
La liberté d'expression face à la présomption d'innocence
Justice et médias en droit italien et suisse à l'aune de la convention et de la jurisprudence de la cour européenne des droits de l'homme
- Johannot-Gradis, Christiane* 2013
Le patrimoine culturel matériel et immatériel : quelle protection en cas de conflit armé ?
- Chatton, Gregor T.* 2013
Vers la pleine reconnaissance des droits économiques, sociaux et culturels
- Ludwiczka, Maria* 2013
La délégation internationale de la compétence pénale
- Petry, Roswitha* 2013
La situation juridique des migrants sans statut légal
Entre droit international des droits de l'homme et droit suisse des migrations
- Redalié, Lorenzo* 2013
La conduite des hostilités dans les conflits armés asymétriques : un défi au droit humanitaire
- Tran, Laurent* 2013
Le régime uniforme de responsabilité du transporteur aérien de personnes

Recueils de textes

- Trigo Trindade, Rita / Bahar, Rashid / Neri-Castracane Giulia (éds)* 2019
Vers les sommets du droit
Liber amicorum pour Henry Peter
- Hottelier, Michel / Hertig Randall, Maya / Flückiger, Alexandre (éds)* 2019
Études en l'honneur du Professeur Thierry Tanquerel
Entre droit constitutionnel et droit administratif : questions autour du droit de l'action publique

Bernard, Frédéric / McGregor, Eleanor /
Vallée-Grisel, Diane (éds) 2017

Études en l'honneur de Tristan
Zimmermann
Constitution et religion
Les droits de l'homme en mémoire

Wylér, Rémy / Meier, Anne /
Marchand, Sylvain (éds) 2015

Regards croisés en droit du travail :
Liber Amicorum pour Gabriel Aubert

Bellanger, François /
de Werra, Jacques (éds) 2012

Genève au confluent du droit interne
et du droit international
Mélanges offerts par la Faculté de droit
de l'Université de Genève
à la Société Suisse des Juristes à l'occasion
du Congrès 2012

Hottelier, Michel (éd.) 2011

Albert Cohen
L'écrivain au service de l'Etat de droit
Actes du colloque organisé le 18 février
2011 par la Faculté de droit et la Fonda-
tion Mémoire Albert Cohen

Flückiger, Alexandre (éd.) 2010

Emouvoir et persuader pour
promouvoir le don d'organes ?
L'efficacité entre éthique et droit

Trigo Trindade, Rita / Peter, Henry /
Bovet, Christian (éds) 2009

Economie Environnement Ethique
De la responsabilité sociale et sociétale.
Liber amicorum Anne Petitpierre-Sauvain

Droit de la propriété

Foëx, Bénédicte / Hottelier, Michel (éds) 2018

Imprescriptibilité, contrôle et
responsabilité
Les effets du droit de propriété dans le
temps

Foëx, Bénédicte / Hottelier, Michel (éds) 2016

La propriété immobilière face aux
défis énergétiques
Du statut juridique de l'énergie au
contrôle des loyers

Foëx, Bénédicte (éd.) 2016

La propriété par étages aujourd'hui
Une alerte cinquantenaire

Foëx, Bénédicte (éd.) 2013

Planification territoriale
Droit fédéral et spécificités cantonales

Foëx, Bénédicte (éd.) 2012

Les rénovations d'immeubles

Foëx, Bénédicte (éd.) 2012

La réforme des droits réels immobiliers
Les modifications du Code civil entrées en
vigueur le 1^{er} janvier 2012

Foëx, Bénédicte (éd.) 2011

Droit de superficie et leasing
immobilier
Deux alternatives au transfert
de propriété

Foëx, Bénédicte / Hottelier, Michel 2009

La garantie de la propriété à l'aube
du XXI^e siècle
Expropriation, responsabilité
de l'Etat, gestion des grands projets
et protection du patrimoine

Droit civil

*Leuba, Audrey/Papaux van Delden,
Marie-Laure/Foëx, Bénédicct (éds)* 2017
Le droit en question
Mélanges en l'honneur de la Professeure
Margareta Baddeley

Geissbühler, Grégoire 2016
Le recouvrement privé de créances
Aspects contractuels et protection du
débiteur

*Baddeley, Margareta/Foëx, Bénédicct/
Leuba, Audrey/Papaux van Delden,
Marie-Laure (éds)* 2014
Facettes du droit de la personnalité
Journée de droit civil 2013 en l'honneur
de la Professeure Dominique Manăi

Marchand, Sylvain 2012
Droit de la consommation

*Baddeley, Margareta/Foëx, Bénédicct/
Leuba, Audrey/Papaux Van Delden,
Marie-Laure (éds)* 2012
Le droit civil dans le contexte
international
Journée de droit civil 2011

*Baddeley, Margareta/
Foëx, Bénédicct (éds)* 2009
La planification du patrimoine
Journée de droit civil 2008 en l'honneur
du Professeur Andreas Bucher

*Perrin, Jean-François/
Chappuis, Christine* 2008
Droit de l'association
3^e édition

Baddeley, Margareta (éd.) 2007
La protection de la personne
par le droit
Journée de droit civil 2006 en l'honneur
du Professeur Martin Stettler

Droit et histoire

Mettral Dubois, Véronique 2015
L'œuvre politique de James Fazy
(1794-1878) et son apport à l'avènement
des droits fondamentaux à Genève
Sources doctrinales et contexte historique

*Dufour, Alfred/Quastana, François/
Monnier, Victor (éds)* 2013
Rousseau, le droit et l'histoire
des institutions
Actes du colloque international pour
le tricentenaire de la naissance de
Jean-Jacques Rousseau (1712-1778)
organisé à Genève, les 12, 13 et
14 septembre 2012

Dufour, Alfred/Monnier, Victor (éds) 2011
La Savoie, ses relations avec
Genève et la Suisse
Actes des journées d'étude à l'occasion
du 150^e anniversaire de l'Annexion
de la Savoie à la France organisées à
Genève, les 4 et 5 novembre 2010

Schmidlin, Bruno 2011
Der Vertrag im europäischen Zivilrecht/
Le contrat en droit civil européen

Hottelier, Michel (éd.) 2010
James Fazy
De l'intelligence collective des sociétés
Cours de législation constitutionnelle

Droit de la responsabilité

Chappuis, Christine/ 2015
Winiger, Bénédicte (éds)
Responsabilité civile – Responsabilité
pénale
(Journée de la responsabilité civile 2014)

Chappuis, Christine/ 2013
Winiger, Bénédicte (éds)
Le tort moral en question
(Journée de la responsabilité civile 2012)

Chappuis, Christine/ 2011
Winiger, Bénédicte (éds)
La preuve en droit de la responsabilité
civile
(Journée de la responsabilité civile 2010)

Chappuis, Christine/ 2009
Winiger, Bénédicte (éds)
La responsabilité pour l'information
fournie à titre professionnel
(Journée de la responsabilité civile 2008)