

Politique, entreprises et politique d'entreprise



Saura Masconale • Assistant Professor, Département d'économie politique et de sciences morales de l'Université d'Arizona ; Center for the Philosophy of Freedom de l'Université d'Arizona

Simone M. Sepe • Professeur de Law & Finance, The University of Arizona - James E. Rogers College of Law ; Toulouse School of Economics ; ECGI ; American College of Governance Counsel

Activisme des entreprises, efficacité économique et démocratie

44

Les sociétés cotées affichent désormais leur identité politique. Elles s'engagent de plus en plus dans l'« activisme des entreprises »¹, en prenant position et en diffusant des messages sur des questions sociales très sensibles : contrôle des armes à feu, égalité des sexes et des ethnies, immigration, droits sexuels et reproductifs, liberté d'expression, entre autres.

Les détracteurs de l'activisme des entreprises craignent en général qu'il ne compromette la maximisation de la valeur de l'entreprise et partant l'efficacité économique de l'entreprise². Cette critique ne tient toutefois pas compte de la demande croissante des investisseurs pour les engagements activistes et de leurs effets sur le prix des actifs financiers. À l'instar de ce qui se passe en cas de bulle financière, la demande accrue des investisseurs pour les titres des sociétés activistes entraîne une augmentation du prix des actions de ces dernières. L'efficacité de l'activisme des entreprises soulève toutefois une autre préoccupation. En raison de la tension inhérente à ce nouvel agenda social des entreprises (on ne peut pas être des deux côtés d'une question sociale conflictuelle) et dans la tentative de profiter des effets positifs sur les marchés financiers, les entreprises en quête d'une maximisation de la valeur sont incitées à déterminer leurs initiatives *exclusivement* en fonction de la demande majoritaire des investisseurs. Dans le contexte actuel de re-concentration de l'actionariat et compte tenu des règles régissant le droit de vote, cela signifie que l'activisme des entreprises est susceptible de refléter les préférences sociales et morales de la petite poignée d'individus, de familles et de fonds qui contrôlent ces entreprises.

1. Note de la rédaction : nous traduisons ainsi l'expression « *corporate activism* » utilisée par les auteurs dans la version anglaise (originale) de cet article.
2. Note de la rédaction : dans la version française de cet article, nous utilisons la notion « entreprise » pour désigner l'entité économique et la notion « société » pour désigner l'entité juridique.

Par conséquent, une préoccupation plus importante est celle du risque que la montée de l'activisme des entreprises n'entraîne un effritement *démocratique*, tant à l'intérieur qu'à l'extérieur des entreprises. Sur le plan interne, cela est dû au fait qu'un groupe d'individus de la taille d'un conseil d'administration (les gérants des fonds) peut exploiter le mécanisme ploutocratique de prise de décisions au sein des sociétés (c'est-à-dire la règle « une action, une voix ») pour dicter leur agenda moral. Le risque est de porter atteinte à la liberté politique des parties prenantes qui ne sont pas d'accord avec cet agenda. Sur le plan externe, le risque est que l'exclusivité de l'influence des investisseurs sur le discours public des sociétés leur permette d'exercer une influence disproportionnée sur les questions sociales les plus clivantes. Le risque est de nuire au principe d'égalité politique et d'introduire des distorsions dans le règlement démocratique de ces questions³.

Qu'est-ce qu'est l'activisme des entreprises ?

L'activisme des entreprises est l'engagement des entreprises sur des questions morales et sociales clivantes généralement associées aux croyances politiques ou religieuses des individus et sur lesquelles des personnes raisonnables peuvent *être* en profond désaccord. Cette nouvelle forme d'engagement social s'appuie sur le concept classique de responsabilité sociétale des entreprises (RSE)⁴ mais en diffère sensiblement tant sur le fond que sur la forme. Bien qu'il soit notoire qu'il n'existe pas de définition universelle de la RSE, les commentateurs s'accordent sur un point : les initiatives RSE d'une entreprise sont pensées pour le bénéfice de tous les citoyens et parties prenantes⁵. Les exemples classiques de RSE sont ainsi la lutte contre la pauvreté, l'amélioration des programmes éducatifs ou la réduction de la pollution⁶. Au contraire, le trait caractéristique de l'activisme des entreprises est

3. L'analyse décrite dans cet essai, ainsi que d'autres recherches relatives aux nouveaux engagements politiques des entreprises, sont exposées plus en détail dans Saura Masconale et Simone M. Sepe, « Citizen Corp ». 100 *Washington University Law Review* (à paraître en 2022).
4. La question de la responsabilité sociale des entreprises est présente dans le discours sur le gouvernement d'entreprise depuis le débat de Berle et Dodd sur l'objet de l'entreprise dans les années 1930. Voir A. A. Berle, Jr, « Corporate Powers as Powers in Trust », 44 *Harvard Law Review* 1049, 1067-68 (1931) ; E. Merrick Dodd, Jr, « For Whom Are Corporate Managers Trustees ? » 45 *Harvard Law Review* 1145 (1932).
5. Les critiques de la RSE partent simplement du principe que ce n'est pas à l'entreprise de fournir ces bénéfices généraux, mais plutôt au gouvernement (ou peut-être aux organisations caritatives). Les approches progressistes supposent, au contraire, que, précisément parce que les avantages de la RSE sont universels, l'entreprise a le devoir de les offrir et d'accroître ainsi le bien-être social. Les approches plus récentes axées sur la demande supposent également qu'il n'y a pas de conflit dans les préférences morales des parties prenantes, au mieux, elles concèdent que certains individus pourraient être « neutres » vis-à-vis de l'utilité morale ou sociale produite par la RSE.
6. Voir par exemple Roland Benabou et Jean Tirole, « Individual & Corporate Social Responsibility », 77 *Economica* 1, 2 (2009) (qui fournit une liste non exhaustive d'initiatives classiques de RSE).

l'engagement sur des questions pour lesquelles on ne peut raisonnablement pas s'attendre à un consensus⁷.

Le plus souvent, cet engagement prend corps en réponse à un événement catalyseur, souvent une crise ou, à tout le moins, un événement qui a fait l'objet d'une attention médiatique intense. En 2015, la vague de critiques par des entreprises à l'encontre de la controversée « *Bathroom Bill* » en Caroline du Nord offre un exemple frappant d'activisme par réaction. En réponse à cette loi, quelque 200 grandes sociétés américaines se sont engagées dans un boycott ou d'autres formes de représailles économiques contre l'État⁸. Les exemples se sont multipliés depuis lors. Par exemple, la fusillade du lycée de Parkland en 2018 a déclenché un activisme des entreprises en faveur d'une réglementation des armes à feu⁹. Plus récemment, l'introduction de nouvelles restrictions en matière d'avortement dans plusieurs États du sud des États-Unis, ainsi que la loi sur le vote SB2 en Géorgie, ont suscité la désapprobation de la plupart des grandes entreprises américaines et ont déclenché, là encore, des menaces de représailles économiques contre les États¹⁰.

Les formes que prend l'activisme des entreprises sont également très différentes des actions classiques de RSE (souvent assimilables à des initiatives caritatives) et s'apparentent davantage à des actions politiques. Ces formes comprennent généralement des prises de position, des messages sur les réseaux sociaux et dans les médias, des boycotts ainsi que d'autres types de représailles économiques et publiques. Les moyens de pression des

investisseurs sont souvent tout aussi politiques et clivants. En particulier, les principaux fonds indiciels, qui exercent ensemble une forte influence voire un contrôle sur la plupart des grandes sociétés cotées, se font de plus en plus entendre, parfois même conflictuels, en exigeant des engagements sur des questions importantes telles que les politiques d'égalité des sexes et ethniques¹¹. La campagne *Fearless Girl* de State Street illustre bien les limites que les fonds indiciels sont désormais prêts à franchir pour défendre l'égalité des sexes¹².

L'activisme des entreprises et la maximisation de la valeur de l'entreprise

Il est surprenant que les partisans comme les détracteurs de l'activisme d'entreprise ne tiennent pas compte du potentiel désaccord d'une frange plus ou moins importante des parties prenantes avec les positions affichées d'une entreprise. Une explication possible est que, en dépit de leurs différences majeures, les commentateurs réduiraient l'activisme des entreprises à un simple prolongement de la RSE.

Avec une telle grille de lecture, le débat fondamental au sujet de l'activisme des entreprises est le même que celui qui porte sur la RSE : ce type d'engagement peut-il être concilié avec l'objectif de maximisation de la valeur de l'entreprise et son efficacité économique. Les partisans de l'activisme des entreprises défendent le point de vue selon lequel les entreprises devraient être les moteurs de changements sociaux positifs et donc assumer des obligations sociales plus larges, y compris au détriment de la maximisation de la valeur¹³. Les détracteurs de l'activisme soutiennent, au contraire, que le seul but de l'entreprise est de maximiser sa valeur et la valeur actionnariale et considèrent l'activisme comme un pas de côté nuisible à cet objectif¹⁴.

Ces deux positions sont obsolètes lorsqu'on les examine à la lumière de la demande croissante d'engagement social des entreprises. Les chiffres sont éloquentes. Deux tiers des consommateurs mondiaux se déclarent prêts à dépenser davantage pour des produits et services

7. Ces questions coïncident avec ce que le théoricien du droit Jeremy Waldron appelle « des questions décisives en matière de droits ». Il s'agit de questions majeures de philosophie politique ayant des ramifications importantes pour la vie de nombreuses personnes. Ils définissent des choix majeurs qui sont au cœur des désaccords moraux et politiques dans de nombreuses sociétés. Jeremy Waldron, « The Core of the Case against Judicial Review », 115 *Yale Law Journal* 1346, 1367 (2006).
8. Voir par exemple, Jason Zengerle, « Can the Black Rifle Company Become the Starbucks of the Right ? », *New York Times* (14 juillet 2021), <https://www.nytimes.com/2021/07/14/magazine/black-rifle-coffee-company.html>.
9. Voir par exemple, Joseph Pisani, « US Companies Take a Stand, Raise Age to Purchase Guns », *AP News* (Mar. 2, 2018), <https://apnews.com/article/north-america-us-news-ap-top-news-ar-state-wire-shootings-a70d3d6e213d4b3a8af92ffd1849b725>.
10. Voir par exemple, Sinead Baker, « 187 Companies, Including Bloomberg, Tinder, and Ben & Jerry's, Teamed up to Slam Abortion Restrictions Sweeping Southern States », *Bus. Insider* (11 juin 2019), <https://www.businessinsider.com/187-companies-criticize-state-abortion-limits-new-york-times-ad-2019-6?r=US&IR=T>. ; Chip Cutter et al, « With Georgia Voting Laws the Business of Business Becomes Politics », *Wall St. J.* (21 avril 2021), disponible sur <https://www.wsj.com/articles/with-georgia-voting-law-the-business-of-business-becomes-politics-11618027250>. Parfois, l'activisme des entreprises peut également être « proactif » et initier des changements révolutionnaires : par exemple, l'adoption par Target d'une signalisation neutre dans les magasins en 2015 a été un événement majeur, qui a suscité une nouvelle prise de conscience à l'échelle nationale sur les questions de genre. Voir « Target, A Bullseye View, What's in Store: Moving Away from Gender-Based » (7 août 2015), <https://corporate.target.com/article/2015/08/gender-based-signs-corporate>.

11. Voir Michal Barzuza, Quinn Curtis et David H. Webber, « Shareholder Value(s): Index Funds, ESG Activism and the New Millennial Corporate Governance », 93 *South Cal. L. Rev.* 101, 105, 121-24 (2020).
12. Le 7 mars 2017 (la veille de la journée internationale des droits de la femme), State Street a placé la statue d'une jeune fille provocante en face de la fameuse statue de taureau Charging Bull dans le quartier financier de Manhattan, et a annoncé qu'elle commencerait à voter contre les administrateurs des entreprises qui ne comptent aucune femme parmi leurs administrateurs. Id. à 122.
13. Le professeur Einer Elhauge est peut-être le plus célèbre défenseur de ce point de vue. Voir Einer Elhauge, « Sacrificing Corporate Profits in the Public Interest », 80 *N.Y.U. Law Review* 733 (2005).
14. Comme le dit si bien Milton Friedman, selon ce point de vue, la seule « responsabilité sociale des entreprises est d'augmenter leurs profits ». Voir Milton Friedman, « The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits », *N.Y. Times* (Magazine), 13 septembre 1970.

durables¹⁵. De même, une majorité de consommateurs américains estime qu'il est important que les entreprises prennent position sur des questions sociales pressantes¹⁶ et une grande majorité de salariés d'entreprises américaines pensent que les entreprises doivent mener leurs activités en fonction d'une finalité autre que financière¹⁷.

Les chiffres les plus frappants proviennent de l'investissement socialement responsable, dont les encours ont *désormais atteint le seuil* de 40.000 milliards de dollars dans le monde¹⁸, ce chiffre ne devrait qu'augmenter¹⁹. Parallèlement, les investissements durables s'articulent de plus en plus autour d'initiatives militantes portant sur des questions sociales très sensibles. La combinaison de ces facteurs suggère que les investisseurs - et notamment les plus importants d'entre eux - choisissent de détenir des « portefeuilles moraux ».

Le point de départ pour comprendre la notion de portefeuille moral est la théorie du portefeuille, théorie selon laquelle on peut s'attendre à ce que tous les investisseurs incluent certaines actions militantes dans leurs avoirs²⁰. Cependant, les « investisseurs sympathisants » (sympathetic investors) qui ont un penchant pour l'activisme des entreprises incluront plus d'actions de ces dernières que les investisseurs non sympathisants²¹. Ces choix déformés de portefeuille sont ce que nous appelons des portefeuilles moraux.

Il est important de noter que les portefeuilles moraux déclenchent des effets sur le prix des actifs : à l'instar d'une bulle financière, la demande accrue d'actifs activistes entraîne une augmentation du prix des actions des entreprises concernées ce qui contribue à internaliser (c'est-à-dire à compenser) le coût des initiatives mi-

litantes²². En d'autres termes, tant que les investisseurs sympathisants sont prêts à payer une prime pour détenir des actions de sociétés militantes, l'activisme des entreprises est compatible avec la maximisation de la valeur actionnariale. Cependant, ainsi que nous le verrons plus loin, le prix d'un tel activisme est l'effritement démocratique à l'intérieur comme à l'extérieur des entreprises.

Activisme et conformisme des entreprises

Pour bien saisir les implications de l'activisme des entreprises, il est nécessaire de prendre du recul et de s'intéresser à la nature conflictuelle des engagements activistes. En effet, la « production » du militantisme ne répond pas aux règles habituelles de production de biens.

La vertu essentielle des marchés concurrentiels est de permettre une grande diversité d'objectifs et de ressources²³. Si vous aimez les chaussures rouges et que j'aime les chaussures bleues, les entreprises produiront les deux (la même entreprise produira même probablement les deux types de chaussures). A l'inverse, l'engagement militant sur des questions morales clivantes est nécessairement excluant. Cela signifie que si une entreprise s'engage dans une initiative militante reflétant une identité morale progressiste (par exemple, en soutenant une politique dite *pro-choice*), cette entreprise ne pourra s'engager dans une initiative militante contraire qui relèverait d'une identité conservatrice (par exemple, soutenir une politique dite *pro-life*). En effet, s'engager dans les deux initiatives saperait la capacité de l'entreprise à satisfaire l'une comme l'autre de ces demandes morales contradictoires et donc annulerait pour elle tout gain de valeur découlant d'un tel engagement.

15. Nielsen Research, « The Sustainability Imperative - New Insights on Consumer Expectations », https://www.nielsen.com/wpcontent/uploads/sites/3/2019/04/Global20Sustainability20Report_October202015.pdf.

16. Voir Tim Stobierky, « 15 Eye-Opening Corporate Social Responsibility Statistics », *Harv. Bus. School Online J.* (15 juin 2021).

17. Id.

18. Opimas, « ESG Data Integration by Asset Managers: Targeting Alpha, Fiduciary Duty & Portfolio Risk Analysis » (17 juin 2020), <http://www.opimas.com/research/570/detail/>.

19. Voir Alastair Marsh, « Almost 60% of Mutual Funds Will Be ESG by 2025 », PwC Says (oct. 19, 2020), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-10-19/almost-60-of-mutual-fund-assets-will-be-esg-by-2025-pwc-says> (rapportant que les actifs labellisés ESG devraient bientôt représenter la moitié de tous les actifs gérés aux États-Unis). L'augmentation des investissements durables a entraîné une transformation au point de rebaptiser la RSE. Aujourd'hui, l'accent est mis sur les critères « ESG » (environnementaux, sociaux et de gouvernance) dans la conduite des affaires.

20. Voir généralement Stephen F. LeRoy et Jan Werner, *Principles of Financial Economics* 214 (2001).

21. Notre caractérisation des portefeuilles moraux s'inspire de Christian Gollier & Sébastien Pouget, « The Washing Machine: Investment Strategies and Corporate Behavior with Socially Responsible Investors », n° 14-157 Document de travail TSE (2014).

22. Voir id. On pourrait faire valoir que ce résultat ne vaut que tant que les effets sur le prix des actifs découlant des réajustements de portefeuille des investisseurs sympathisants dominant tout effet miroir pouvant découler des réajustements de portefeuille des investisseurs non sympathisants. C'est une objection valable, mais deux raisons s'y opposent. La première est la croissance rapide des investissements militants. Deuxièmement, même si l'on était sceptique quant à la prévalence de ces investissements, les mêmes effets sur le prix des actifs se vérifieraient dans le cadre d'une vision keynésienne des marchés où les prix sont influencés par le comportement grégaire. Pour un traitement de ce point de vue adapté à un public juridique, voir K.J. Martijn Cremers et Simone M. Sepe, « The Empowered Value of Staggered Boards », *68 Stan. L. Rev.* 67, 113-14 (2016). Le comportement grégaire peut inciter les investisseurs à réagir à la demande globale du marché plutôt qu'à leurs propres informations. Par conséquent, les effets du prix des actifs peuvent refléter non seulement les attentes moyennes des acteurs du marché concernant les valeurs fondamentales, mais aussi les croyances de ces acteurs concernant les croyances des autres acteurs du marché (c'est-à-dire les croyances d'ordre supérieur). Voir par exemple Bruno Biais et Peter Bossaerts, « Asset Prices and Trading Volume in a Beauty Contest », *65 Rev. Econ. Stud.* 307, 307-09 (1998). Appliqué à notre contexte, cela signifie que si les investisseurs non sympathisants croient que le réajustement du portefeuille par les investisseurs sympathisants aura des effets positifs sur le prix des actifs, ils pourraient décider de ne pas réajuster leurs portefeuilles ou même de les réajuster de la même manière que les investisseurs sympathisants.

23. Voir John Geanakoplos, « Arrow-Debreu Model of General Equilibrium », in *The New Palgrave Dictionary Of Economics* 119 (John Eatwell et al. eds., 1987).

Cette contrainte de production n'aurait que des effets limités si diverses entreprises s'engageaient dans des initiatives militantes opposées. Or, on en est loin. Dans le contexte actuel, d'aucun serait en peine de citer des prises de position sociales proactives et visibles de la part de sociétés cotées américaines qualifiables de modérées ou de conservatrices. En revanche, des centaines de sociétés cotées ont exprimé des positions progressistes sur des sujets politiques. Pourtant, sur bon nombre de questions sociales sous-jacentes - notamment le contrôle des armes à feu ou l'idéologie dite *pro-choice* - l'opinion américaine est plus partagée. Comment expliquer cette divergence ? Quelles sont ses implications normatives ?

Le point de départ pour traiter de ce sujet est le mécanisme de prise de décision que les entreprises utilisent pour déterminer dans quelle initiative militante s'engager. En effet, les entreprises, en raison de la nature exclusive des initiatives militantes, ne peuvent pas capter et agréger toutes les demandes en la matière comme elles le font pour d'autres biens ou services (rappelons que l'on ne peut pas être des deux côtés pour ce type de question). Si elles cherchent des prises de position efficaces, les entreprises ont donc intérêt à guider leur engagement sur des questions très sensibles selon la plus grande demande économique. Mais d'où cette demande est-elle susceptible de provenir ?

Comme nous l'avons vu, dans une certaine mesure, toutes les parties prenantes soulèvent désormais des « demandes morales ». Toutefois, si l'on considère l'ampleur des effets sur le prix des actifs découlant des portefeuilles moraux, les préférences morales des investisseurs sympathisants sont susceptibles de peser plus lourd économiquement et donc d'avoir un impact disproportionné dans la détermination des choix militants d'une entreprise. Ce n'est qu'en se conformant à ces préférences que les entreprises pourront profiter des effets positifs sur le prix des actifs engendrés par la constitution de portefeuilles moraux. Par conséquent, le « conformisme des entreprises », c'est-à-dire la tendance des entreprises à répondre exclusivement aux demandes des investisseurs en matière d'activisme, est le prix à payer pour un activisme économiquement efficace²⁴.

De plus, du fait des règles actuelles de vote et de la concentration de la propriété du capital des sociétés cotées due à la montée des fonds indiciels, l'activisme des entreprises est susceptible de revêtir un caractère oligarchique, ne reflétant que les préférences de la poignée de gérants à la tête des sociétés de gestion les plus importantes.

Activisme oligarchique

Bien que les décisions des activistes soient largement déterminées par les effets sur le prix des actifs, ces effets ne sont pas indépendants des règles de vote au sein des sociétés cotées. La règle « une action, une voix » qui distingue le gouvernement d'entreprise du jeu électoral influence le phénomène de deux manières. Premièrement, les dirigeants anticipent les effets négatifs sur le prix des actifs si les préférences morales des investisseurs ne sont pas satisfaites. Dans ce cas, les investisseurs sympathisants pourraient réajuster leurs portefeuilles en conséquence, l'ampleur économique des effets négatifs sur le prix étant alors proportionnelle à leur participation au capital. Deuxièmement, les dirigeants anticipent la probabilité d'actions de représailles que les actionnaires peuvent exercer par leur droit de vote, y compris en œuvrant pour leur révocation.

A la lumière de ces explications, on comprend pourquoi les prises de position militantes des sociétés cotées est largement oligarchique et répond exclusivement aux préférences des principaux fonds indiciels. BlackRock, State Street et Vanguard (les *Big Three*) détiennent aujourd'hui les plus grosses participations dans 40 % de toutes les sociétés américaines cotées²⁵. Ce pourcentage atteint presque 90 % à la seule échelle du S&P 500²⁶. Cela signifie que le poids de ces fonds indiciels est essentiel pour déterminer les effets sur le prix des actifs déclenchés par les prises de position militantes des entreprises et donc pour influencer les décisions de ces dernières. Le vote des fonds indiciels est également déterminant dans la plupart des décisions sociales soumises au vote des actionnaires et l'anticipation de ce rôle pivot incite fortement les dirigeants à répondre aux désirs des gérants des sociétés de gestion.

Ce phénomène est décrit par John Coates comme le « problème des Douze » qui souligne ainsi que le contrôle de la plupart des sociétés cotées sera bientôt concentré entre les mains de quelques personnes²⁷. Coates met également en évidence que les fonds indiciels élaborent des politiques au sujet des décisions que les entreprises de leurs portefeuilles doivent prendre tout en partageant de manière informelle ces politiques entre eux²⁸. Les fonds peuvent ainsi parvenir à une coordination significative sur de nombreuses questions, cette coordination étant renforcée par l'exercice réel de leurs droits de votes²⁹. Ces votes étant publics, chaque fonds peut obtenir, sans collusion directe, des signaux forts sur les positions des autres fonds.

24. Cela n'exclut pas que la demande d'activisme des investisseurs puisse, dans une certaine mesure, recouper celle d'autres groupes d'intérêt, notamment les consommateurs et les salariés. Néanmoins, la conformité des entreprises exclut simultanément, de manière proactive, tous ceux qui ne sont pas d'accord avec le camp choisi par la majorité des investisseurs.

25. Voir Jan Fichtner et al., « Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re- Concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk », 19 *Bus. & Pol.* 298, 313 (2017).

26. Id.

27. Voir Joan Coates, « The Future of Corporate Governance Part I : The Problem of Twelve », (manuscrit non publié), <https://ssrn.com/abstract=3247337>.

28. Id.

29. Id.

Dans ce contexte de concentration de pouvoir et d'influence coordonnée, comment imaginer que les entreprises prennent position sur un sujet de discord qui ne correspond pas aux préférences de leurs principaux investisseurs ?

L'effritement de la démocratie interne aux entreprises

A la lumière de ces explications, le déséquilibre entre les préférences morales exprimées d'une part dans la sphère politique et d'autre part dans la sphère des entreprises semble plus compréhensible. Notre système électoral utilise la règle « une personne, une voix » pour mettre en œuvre le principe démocratique clé de l'égalité politique. En vertu de ce principe, les intérêts de tous les citoyens doivent être pris en compte de la même manière en cas de désaccord. Là où cette règle est appliquée, les positions politiques sont dispersées, des plus libérales aux plus conservatrices. Les entreprises, en revanche, sont gouvernées selon la règle « une action, une voix ». Ainsi, en leur sein, la majorité est entre les mains de quelques institutions (ou individus) qui détiennent ce qui équivaut à une participation majoritaire et qui semblent pour l'heure n'accorder de valeur qu'aux positions progressistes³⁰.

La théorie de la répartition efficace des tâches a fourni l'argument traditionnel pour justifier les différentes règles de gouvernance électorale et de gouvernement d'entreprise : les activités socialement responsables sont laissées au processus politique tandis que les activités économiques relèvent du domaine des entreprises. Dans ce domaine, on peut supposer que les actionnaires-électeurs partagent la même préférence pour l'objectif de maximisation du profit³¹. Dans cette hypothèse de consensus, les raisons incitatives peuvent l'emporter sur les raisons égalitaires, justifiant ainsi une prise de distance avec les instances égalitaires et la règle « une personne, une voix ». D'une part, la règle « une action, une voix » donne plus de poids à ceux qui ont le plus à perdre et donc les meilleures incitations à consacrer du temps et des efforts aux affaires de l'entreprise. D'autre part, tous les actionnaires, même s'ils sont minoritaires, bénéficient

proportionnellement de la réussite de l'entreprise³².

Avec la montée de l'activisme des entreprises, cependant, la division des tâches entre ce qui appartient d'une part à la sphère de l'entreprise et d'autre part à la sphère publique s'est perdue. Deux questions normatives se posent alors. La première concerne les effets des décisions des activistes au sein de l'organisation de l'entreprise. La seconde se concentre sur la relation externe entre les entreprises activistes et la société en général.

Au sein de l'entreprise, la question centrale est de savoir si la dérogation au principe de l'égalité politique par la règle « un actionnaire, une voix » est justifiée quand il s'agit de voter sur des questions morales plutôt qu'économiques. La réponse est négative. Les actionnaires seront en désaccord, parfois radicalement, sur leurs préférences morales. Les actionnaires minoritaires - ou tout autre individu - qui n'adhèrent pas aux préférences morales des actionnaires majoritaires n'en tireront jamais aucun avantage.

Pourtant, si les décisions activistes prises par les actionnaires étaient représentatives des décisions de l'électeur médian, il n'y aurait pas d'atteinte substantielle au principe d'égalité politique. Cette considération suggère que c'est l'expansion de la règle « un actionnaire, une voix » au domaine moral couplé à la montée en puissance des fonds indiciels qui crée un problème de légitimité interne pour les décisions activistes. Si l'actionnariat était dispersé comme il l'était avant la généralisation de la gestion indicielle cela aurait eu deux conséquences, D'abord, le mécanisme d'agrégation résultant de la règle « un actionnaire, une voix » serait assimilable à celui permis par la règle « une personne, une voix ». D'autre part, les actionnaires pourraient former des coalitions hétérogènes dans le choix des engagements activistes, ce qui favoriserait le pluralisme. Dans un contexte de montée des fonds indiciels, au contraire, il n'y a qu'une seule coalition stable d'actionnaires détenant la majorité des droits de votes : la coalition des fonds indiciels³³. Il en découle que les préférences de ces investisseurs prévalent toujours et que le pluralisme est mis à mal.

30. La raison pour laquelle les gérants des fonds indiciels préfèrent les positions progressistes n'est pas claire. Certains chercheurs pensent qu'il s'agit simplement d'une manifestation d'opportunisme ou d'une forme d'élitisme, d'autres que les fonds tentent de capter la confiance et la richesse des Millennials. Pour une discussion des causes possibles, voir Masconale et Sepe, *supra* note 1 (manuscrit aux pages 53-55).

31. Cette conclusion ne va pas sans qualificatifs. Voir William W. Bratton et Simone M. Sepe, « Corporate Law and the Myth of Efficient Market Control », 105 *Cornell L. Rev.* 675, 707-11 (2020) (discutant des conditions dans lesquelles les actionnaires peuvent ne pas partager la même fonction objective). Mais dans le domaine économique, la règle « une action, un vote » apporte une correction à ces qualificatifs. Voir Peter M. DeMarzo, « Majority Voting and Corporate Control : The Rule of the Dominant Shareholder », 60 *Rev. Econ. Stud.* 713, 719 (1993) (montrant que l'actionnaire dominant ayant une incitation financière à orienter l'entreprise vers la maximisation de valeur peut construire une coalition majoritaire et résoudre le désaccord des actionnaires sur la fonction objective de l'entreprise).

32. Cf. Jill E. Fisch & Simone M. Sepe, « Shareholder Collaboration », 98 *TEX. L. REV.* 863, 903 (2018) (« le contrat d'équité prévoit une prime pour tous les actionnaires [...] (proportionnellement à leur participation au capital), égalisant le pouvoir de négociation de toutes les parties intéressées dans la distribution des gains découlant de la délibération »).

33. Dans une certaine mesure, la récente tentative d'Elon Musk d'acheter Twitter peut être considérée comme une tentative d'injecter un certain pluralisme dans le nouveau marché de la moralité. En effet, M. Musk a déclaré que la raison pour laquelle il souhaite prendre le contrôle de l'entreprise n'est pas (seulement) d'augmenter sa rentabilité - et entre-temps de gagner de l'argent - mais plutôt de la transformer en « une arène inclusive pour la liberté d'expression ». Étant donné que M. Musk s'est autoproclamé absolutiste de la liberté d'expression, cela signifie probablement qu'il a l'intention d'assouplir la politique actuelle de modération du contenu de l'entreprise en faveur d'une approche plus libertaire, et donc plus conservatrice. Il est toutefois remarquable que M. Musk pense que, pour réaliser ses ambitions en matière de liberté d'expression, il devra sortir Twitter de la bourse.

Combinés, ces facteurs peuvent entraîner une perte de liberté politique pour les salariés (et d'autres parties prenantes qui dépendent économiquement de l'entreprise, par exemple les petits fournisseurs), en interférant avec l'exercice des libertés fondamentales. Le fait que les salariés n'aient pas voix au chapitre dans la prise des décisions morales au sein des entreprises réduit intrinsèquement leur liberté politique en les privant de la capacité de faire ces choix par eux-mêmes. De plus, en raison du conformisme des entreprises (c'est-à-dire la tendance des entreprises à converger vers les mêmes initiatives militantes), les salariés ne peuvent pas recourir à l'option de l'« *exit* » (c'est-à-dire voter avec leurs pieds en rejoignant la concurrence) pour éviter cette interférence. Il est notable qu'aucune coercition active de la part des entreprises n'est nécessaire car les parties prenantes minoritaires s'autocensurent le plus souvent de peur des conséquences néfastes pour elles si elles manifestent des opinions contraires. A cet égard, le cas de James Damore, l'ingénieur de Google licencié pour avoir fait circuler un mémo sur les différences de traitement en interne entre les hommes et les femmes est éloquent³⁴. Dans la même veine, Jack Dorsey, l'ancien PDG de Twitter, avait ouvertement reconnu il y a quelques années que les employés conservateurs de l'entreprise craignaient d'exprimer leurs opinions³⁵. Pourtant, malgré toute la publicité dont ces affaires, et quelques autres, ont fait l'objet, qui sait combien de collaborateurs se sentiraient aujourd'hui à l'aise pour « regarder les autres dans les yeux sans la crainte ou la déférence que pourrait inspirer un pouvoir d'ingérence »³⁶ ?

L'effritement de la démocratie externe aux entreprises

L'arbitrage ploutocratique des décisions militantes des entreprises est également important pour la société dans son ensemble car il risque de compromettre l'égalité politique dans la gouvernance électorale, c'est-à-dire la prise en compte égale des préférences et des besoins politiques de tous les individus *en tant que* citoyens. Ce risque est à la fois direct et indirect.

Le risque direct est que les entreprises militantes tentent d'interférer avec l'adjudication démocratique des

34. Voir par exemple Paul Lewis, « I See Things Differently: James Damore on His Autism and the Google Memo », *The Guardian* (17 nov. 2017), www.theguardian.com/technology/2017/nov/16/james-damore-google-memo-interview-autism-regrets.

35. Voir Kristine Phillips, « Twitter CEO Jack Dorsey Admits 'Left-leaning' Bias But Says It Does Not Influence Company Policy », *Wash. Post.* (19 août 2018), <https://www.washingtonpost.com/technology/2018/08/19/twitter-ceo-jack-dorsey-admits-left-leaning-bias-says-it-doesnt-influence-company-policy/>.

36. C'est le « test de l'œil » du philosophe politique Philip Pettit, selon lequel les citoyens sont libres lorsque, selon les normes sociales et culturelles locales, et n'ayant qu'un courage moyen, ils « peuvent regarder les autres dans les yeux sans la crainte ou la déférence qu'un pouvoir d'ingérence pourrait leur inspirer ; ils peuvent marcher la tête haute et assumer le statut public... d'égaux, à cet égard, avec meilleurs ». Philip Pettit, *On the People's Terms: A Republican Theory and Model of Democracy* 84 (2012).

choix politiques et moraux, par exemple en essayant d'arrêter la mise en œuvre des choix sociétaux ou de les modifier. Tant les récentes représailles économiques que les menaces de telles représailles contre l'adoption ou la mise en œuvre de lois suggèrent qu'il s'agit désormais d'un risque tangible qui pourrait bien s'accroître si l'activisme des entreprises continue à se développer à un tel rythme.

Le risque indirect est plus subtil. Il s'agit du risque que l'activisme des entreprises donne à quelques personnes, les plus riches, le monopole sur l'usage des entreprises comme porte-voix aux fins d'influencer le discours public au sujet de questions morales clivantes, sapant ainsi le principe d'égalité politique. En effet, la prise en compte égale des préférences et des besoins de tous les citoyens exige non seulement un accès égal au vote, mais aussi l'égalité dans d'autres formes d'expression politique³⁷. Par conséquent, le risque est que l'activisme des entreprises introduise des distorsions dans les délibérations liées aux questions morales clivantes et donc, indirectement, dans le processus de prise de décision démocratique.

Cette dernière préoccupation fait écho à l'avertissement du juge Stevens dans l'arrêt *Citizens United*, selon lequel les moyens et les ressources disproportionnés des entreprises peuvent conduire à la marginalisation des voix des citoyens ordinaires³⁸. Cependant, plusieurs facteurs découlant de l'activisme des entreprises menacent aujourd'hui encore plus sévèrement la démocratie.

Premièrement, le problème n'est pas l'intervention des entreprises dans l'activité politique en soi, comme l'argument de Steven semblait le suggérer. Il s'agit plutôt de l'« appropriation » exclusive de cette voie d'intervention par un groupe d'individus de la taille d'un conseil d'administration (les gérants des fonds). Si différentes sociétés s'engageaient dans différentes initiatives militantes - c'est-à-dire si le marché de la moralité offrait un certain niveau de pluralisme - le fait que certaines sociétés puissent servir de porte-voix à certains individus n'aurait qu'un impact limité sur l'égalité politique. En effet, d'autres entreprises offriraient un contrepoids au service d'individus ayant des préférences différentes. Ce n'est que lorsqu'il n'y a pas de pluralisme sur le marché de la moralité, mais plutôt un conformisme des entreprises que les citoyens « perdent confiance dans leur capacité, en tant que citoyens, à influencer les politiques publiques »³⁹.

Deuxièmement, au cours de la dernière décennie, les grandes entreprises sont devenues de « grandes économies » dotées de moyens et de ressources compa-

37. En d'autres termes, l'égalité politique requiert non seulement l'égalité dans l'agrégation des préférences des citoyens, mais aussi dans la délibération qui précède ou accompagne cette agrégation, car la délibération peut entraîner des changements dans les préférences. Voir, par exemple, Christian List et al, *Deliberation, « Single-Peakedness, and the Possibility of Meaningful Democracy: Evidence from Deliberative Polls »*, 75 *J. Pol.* 80 (2013).

38. *Citizens United*, 130 S. Ct. à 977 (Stevens, J., dissident).

39. *Id.*

rables à ceux de certains des États occidentaux les plus riches. La capitalisation boursière de sociétés comme Apple (soit 2.200 milliards de dollars) ou Amazon (1.730 milliards de dollars) est comparable au produit intérieur brut de pays comme l'Italie (soit environ 2.000 milliards de dollars) ou de la France (soit 2.700 milliards de dollars). Or, ces entreprises ont une présence mondiale, ne manquent pas de liquidités et sont prêtes à offrir des services bien au-delà du numérique.

Troisièmement, certaines entreprises ne se contentent pas de participer au discours politique en fournissant du contenu. Des entreprises comme Facebook et Twitter fournissent également les plateformes où se déroule le débat politique et où sont agrégées les informations politiques pertinentes alors même qu'elles conservent le contrôle exclusif sur la définition des règles d'utilisations de leurs outils. Cela exacerbe encore le risque pour la démocratie que soulève l'activisme des entreprises. En effet, l'égalité dans la délibération politique exige que les procédures de délibération (c'est-à-dire le cadre dans lequel la délibération a lieu) et le comportement délibératif (c'est-à-dire la manière dont les gens délibèrent) répondent à des exigences démocratiques⁴⁰. Comment ces exigences peuvent-elles être satisfaites lorsque quelques individus ont un contrôle exclusif sur les procédures de délibération applicables sur les plateformes politiques ainsi que sur les comportements qui y sont autorisés ?

Démocratiser l'activisme des entreprises

Un retour en arrière ne sera pas aisé. Il exigerait de revenir en principe à la théorie de la division des tâches. Mais il semble irréaliste que les entreprises renouent spontanément avec un modèle de neutralité morale alors que leurs principaux investisseurs ne le souhaitent pas. Pour reprendre les termes de Coates, nous ne pouvons pas compter sur « les Douze » pour résoudre « le problème des Douze ». D'autre part, un modèle obligatoire de neutralité morale ne semble pas souhaitable d'un point de vue normatif, car on ignore comment les régulateurs pourraient tracer la ligne de démarcation entre les décisions économiques et morales d'une entreprise tout en évitant pour ce faire de mettre en œuvre des standards uniformes peu flexibles et inefficaces.

Néanmoins, le modèle de neutralité morale fournit un point de référence utile pour évaluer le bien-fondé d'autres options politiques. Prenons, par exemple, la proposition avancée par plusieurs chercheurs de restreindre ou de diluer le pouvoir de vote des fonds indiciels⁴¹. Ces

propositions s'attaquent aux effets de la concentration du pouvoir des fonds indiciels sur le gouvernement d'entreprise plutôt que sur l'activisme des entreprises. Cela dit, elles pourraient également servir à promouvoir un modèle d'entreprise plus neutre sur le plan moral. Cependant, à moins que ces restrictions de vote ne soient accompagnées de seuils sur les détentions d'actions (qui ont également été proposés mais qui ne vont pas sans leurs propres problèmes)⁴², elles n'impacteraient pas l'exercice de l'influence des investisseurs sur les décisions morales des entreprises par le biais des effets sur les prix des actifs. Même en supposant qu'un ensemble de mesures puisse être introduit pour limiter le pouvoir de contrôle des fonds indiciels sur les entreprises, on ignore quelles en seraient les conséquences. Ces mesures renforceraient la capacité d'autres investisseurs, tels que les fonds spéculatifs, à obtenir ce contrôle⁴³. Dans un tel scénario, le seul effet de ces mesures serait le transfert du contrôle oligarchique des engagements activistes d'une catégorie d'investisseurs à une autre⁴⁴.

Une autre possibilité serait de démocratiser le processus de prise de décision au sein des entreprises en matière d'engagement social. En effet, si le retour à un modèle de neutralité morale est irréalisable, la promotion du pluralisme sur le marché de la moralité pourrait être la meilleure alternative⁴⁵. Si différentes entreprises s'engageaient dans

titre des actions qu'ils détiennent pour le compte de leurs investisseurs parce que « des informations significatives ne sont pas produites et les fonds communs de placement ne peuvent pas assumer un objectif d'investisseur standard » ; Dorothy Lund, « The Case Against Passive Shareholder Voting », 43 *J. Corp. L.* 493, 516 (2018) suggérant de restreindre le vote des fonds indiciels au motif que leurs faibles incitations à investir dans la surveillance « fausserait » le marché de l'influence des entreprises.

42. Des limites de détention ont été proposées pour limiter le pouvoir des fonds indiciels, mais ils présentent leurs propres problèmes. Voir Coates, *supra* note 25, (manuscrit, p. 21-22) (notant que le plafonnement de la détention d'actions pourrait réduire davantage les faibles incitations des fonds indiciels à surveiller les entreprises de leurs portefeuilles).

43. Id.

44. Dans le même temps, dans l'hypothèse où la posture progressiste adoptée par les fonds indiciels vise à monétiser l'intérêt des Millennials pour l'activisme, il semble peu probable que d'autres investisseurs puissent exiger un activisme plus pluraliste.

45. Il convient toutefois de noter qu'un marché de la moralité pluraliste pourrait n'apporter qu'une solution partielle aux problèmes soulevés par l'activisme des entreprises. Un pluralisme accru permettrait aux acteurs du marché de choisir parmi un plus large éventail d'options, mais il ne rétablirait pas entièrement les avantages de la neutralité morale. Comme nous l'avons expliqué, ces avantages comprennent la fourniture d'une plateforme qui habitue les individus à une indifférence bienveillante à l'égard des questions morales ou politiques clivantes, ce qui contribue à faciliter la coopération et la cohésion sociale. Voir Saura Masconale et Simone Sepe, « Moral Capitalism and Social Order », *Social Phil. & Pol.* (à paraître en 2022). Dans un contexte de neutralité morale, les interactions du marché entraînent les individus à ignorer les désaccords sur les questions politiques ou morales, ou du moins à les traiter comme une préoccupation accessoire qui ne peut entraver des activités plus importantes et plus productives.

40. Sur les particularités de la conformité corporative dans les entreprises Big Tech, voir Saura Masconale et Simone Sepe, « Big Tech and Political Equality », in *Technology Ethics: A Philosophical Introduction and Readings* (Gregory J. Robson et Jonathan Y. Tsou ed.) (2022).

41. Voir par exemple, Sean J. Griffith, « Opt-in Stewardship : Toward an Optimal Delegation of Mutual Fund Voting Authority », 98 *Tex. L. Rev.* 983 (2020) proposant que les fonds ne votent pas sur les questions environnementales et sociales au

différentes initiatives militantes, cela permettrait à la fois de renforcer la liberté politique des salariés au sein des entreprises et d'atténuer l'effritement de l'égalité politique en dehors des entreprises. Les employés auraient une option d'*exit* viable s'ils ne sont pas d'accord avec une position morale donnée défendue par leur entreprise. De plus, différentes entreprises fourniraient un porte-voix aux individus en fonction de leurs préférences morales et politiques.

Ce processus de démocratisation pourrait être mis en œuvre par le biais d'un modèle d'habilitation dans lequel les entreprises choisiraient d'étendre les droits de vote sur les décisions militantes à d'autres groupes que les actionnaires, notamment les salariés et les consommateurs. Ce modèle permettrait d'éviter les difficultés découlant de solutions obligatoires standardisées, en laissant la définition des détails aux parties prenantes qui sont les parties les mieux informées sur les situations spécifiques à chaque entreprise.

Reste à déterminer comment surmonter le manque d'incitation des grands actionnaires à s'orienter vers cet activisme plus démocratique. En théorie, on pourrait imaginer que la large diffusion d'un discours public favorable pourrait suffire à créer un risque réputationnel à même d'inciter les entreprises et les investisseurs activistes à adapter leurs comportements. Les bénéfices d'une telle adaptation seraient réels. En effet, si l'activisme gagnait en légitimité démocratique, cela contribuerait à faire avancer la cause qui sous-tend l'idée de l'activisme d'entreprise, à savoir que les entreprises peuvent être des moteurs de changement social.

Bien qu'il s'agisse d'un équilibre possible, il est peut-être hors de portée. Une solution plus réaliste pourrait alors consister à s'appuyer sur un modèle expérimental de réglementation souple, dans lequel l'autorité boursière compétente (par exemple la SEC américaine) pourrait publier des lignes directrices pour guider les entreprises vers des modalités plus démocratiques de s'engager sur des voies activistes.

A titre d'exemple, on pourrait imaginer un système dans lequel les dirigeants de l'entreprise conserveraient un pouvoir discrétionnaire pour décider si une décision relève du domaine moral, ils seraient alors tenus dans ce cas d'appeler à un vote public de toutes les parties prenantes plutôt qu'à un simple vote des actionnaires.

Mais lorsque ces questions occupent le devant de la scène dans les activités commerciales, comme c'est le cas dans le cadre du modèle pluraliste, les acteurs du marché sont contraints de prendre position à leur sujet, ce qui peut induire un désaccord même si les individus n'auraient pas eu de raison immédiate de ne pas être d'accord. En d'autres termes, dans le contexte d'une offre de moralité plus pluraliste, les individus pourraient toujours avoir une raison de second ordre d'être en désaccord. Id.

Chaque catégorie de participants disposerait d'une voix, les lignes directrices de l'autorité de régulation pouvant prévoir soit une règle d'approbation unanime par chaque catégorie, soit une approbation majoritaire par deux catégories sur trois. En application d'une règle d'unanimité (par catégorie), l'absence d'accord entre les parties prenantes de la société sur les décisions des activistes la contraindrait à la neutralité morale. Cela serait souhaitable d'un point de vue normatif mais probablement irréalisable d'un point de vue politique. À l'inverse, une règle de majorité (par classes) pourrait être plus facile à mettre en œuvre⁴⁶.

Quelle que soit la forme que prendraient les lignes directrices - notre proposition se veut simplement illustrative - elles ne seraient pas obligatoires. Les entreprises pourraient décider si et comment elles appliquent les lignes directrices. En principe, ce système devrait suffire à créer de fortes incitations réputationnelles. Dans un modèle à l'équilibre, il faut s'attendre à ce que peu d'entreprises et d'actionnaires veuillent reconnaître qu'ils ne respectent pas les normes des lignes directrices et préfèrent l'activisme ploutocratique. Cependant, on ne peut exclure un résultat qui n'atteigne pas l'équilibre et dans lequel les entreprises et les actionnaires restent indifférents à des lignes directrices non obligatoires. Dans un tel cas, la seule alternative à notre proposition de régulation souple, surtout si l'activisme et l'indexation continuent à augmenter, serait probablement une réglementation obligatoire mais alors bien plus coûteuse.

Il n'y a pas de remède facile lorsqu'il s'agit de traiter l'effritement démocratique induit par le nouvel Activisme des entreprises. Cela ne doit pas nous dissuader de poser les bonnes questions pour y parvenir.

46. En ce qui concerne les règles de vote qui s'appliqueraient à chaque catégorie, on pourrait imaginer que les salariés et les consommateurs votent selon le principe une personne une voix, tandis que les actionnaires pourraient soit continuer à voter selon la règle une action une voix mais avec une exigence de majorité renforcée, soit voter également selon la règle une personne une voix. En particulier, les groupes de population non-actionnaires pourraient soit recevoir des droits de vote sous la forme de droits spéciaux, soit voter dans le cadre de consultations spéciales permettant aux dirigeants de recueillir leurs préférences (ce que, dans un monde connecté, les entreprises font déjà sous la forme d'enquêtes auprès des consommateurs). Dans le cas des actionnaires, exiger un vote selon la règle une personne une voix serait plutôt le choix le plus conséquentialiste, mais se heurterait probablement à une forte opposition des fonds indiciels. Cette proposition, cependant, n'est pas très différente de - et pourrait être combinée avec - la récente proposition de réforme visant à mettre en œuvre le vote par transparence ou le vote par sondage pour les fonds indiciels, en vertu duquel les gestionnaires de fonds voteraient en fonction des préférences exprimées par les investisseurs ultimes.