

Exercice des droits de vote par les sociétés de gestion en 2008

Pour la septième année consécutive, l'AFG a réalisé début 2009, une enquête auprès de ses membres sur l'exercice des droits de vote.

Les principaux résultats de l'enquête sont les suivants :

1. En nombre de participations aux assemblées d'actionnaires, la répartition est de 37% pour les émetteurs français et 63% pour les émetteurs étrangers.
2. La moitié des sociétés de gestion pratiquent une politique de dialogue actif avec les émetteurs, ce qui participe à l'évolution de leurs pratiques de gouvernance.
3. Les investisseurs institutionnels spécifient de plus en plus leurs consignes de vote, et expriment un intérêt accru sur l'exercice en assemblée des droits de vote par les SGP.
4. Les SGP ont exprimé, en moyenne, au moins un vote « contre » à 57% des assemblées auxquelles elles ont participé (pourcentage en légère hausse par rapport aux années précédentes).
5. En 2008, les résolutions relatives à la nomination des membres du conseil et celles liées aux rémunérations des mandataires sociaux sont en nette progression parmi les principaux motifs des votes « contre ».
6. 80% des sociétés de l'échantillon (résultat identique à celui de 2007) ont recours aux recommandations et aux alertes du programme de veille de l'AFG.

Cadre général et périmètre de l'enquête

Les résultats de cette enquête portent sur un échantillon d'une cinquantaine de sociétés de gestion, qui ensemble représentent près des 85% des actions gérées (que celles-ci soient françaises ou étrangères) via des OPCVM ou des mandats.

Dans la continuité des pratiques de l'année dernière, un tiers des sociétés de l'échantillon ont précisé que leurs votes concernent aussi bien les actions détenues via des OPCVM (actions, diversifiés...) qu'une partie de celles contenues dans les mandats.

Par les encours gérés, l'échantillon comprend notamment les dix premières sociétés de gestion, dix-sept parmi les vingt premières, et vingt-neuf parmi les cinquante premières.

Les réponses des sociétés présentes dans l'échantillon portent, globalement, sur près de 11 150 participations à des assemblées (dont 4 100 d'émetteurs français et 7 050 d'émetteurs étrangers), plusieurs sociétés de gestion participant bien entendu aux mêmes assemblées. Ceci se traduit par quelques 135 000 votes, soit une moyenne de 12 votes par assemblée.

1. Organisation du vote dans les sociétés de gestion

1.1. Analyse des résolutions

- **Les sociétés de gestion adoptent des formes diverses d'organisation pour analyser les résolutions et exécuter les votes.** Pour la majorité d'entre elles, le processus de décision est mené par les responsables du contrôle interne et de la conformité, en étroite association avec les équipes de gestion et les analystes.
- **Dans les principales sociétés de gestion généralistes** (appartenant à des groupes bancaires, de sociétés d'assurances et mutualistes), ainsi que dans quelques sociétés de taille moyenne spécialisées en gestion actions, des **effectifs en interne sont dédiés à l'analyse et l'exécution des votes**, en charge notamment des questions relatives à la gouvernance et de même à l'investissement socialement responsable. **Ces effectifs dédiés varient d'une à neuf personnes.**
- Pour analyser les résolutions, **80% des SGP** de l'échantillon (niveau similaire à ceux des années précédentes) **ont recours aux recommandations et aux alertes du programme de veille de l'AFG.** Plus de la moitié de celles-ci, dont les principales SGP, utilisent en outre les services d'un ou deux prestataires privés ou d'organismes spécialisés dans l'analyse des résolutions (Riskmetrics, Proxinvest, ECGS, Ethos, IVIS...)

1.2. Dialogue avec les émetteurs

- **Deux sociétés sur cinq déclarent développer une politique de dialogue avec les émetteurs** (niveau similaire à ceux de 2007 et 2006), ce qui participe à l'évolution des pratiques de gouvernance et de transparence des entreprises en portefeuille. Ce dialogue à son tour contribue à l'amélioration des standards de bonne gouvernance mis en place par les émetteurs eux-mêmes.
- **La moitié des SGP informe explicitement les émetteurs** (systématiquement ou au cas par cas) sur **leur politique générale de vote et leurs standards de bonne gouvernance** (par exemple ceux de l'AFG) qu'elles suivent, notamment lors des rencontres avec les dirigeants des entreprises. Ces échanges ont lieu à la demande des émetteurs ou bien après ciblage d'un groupe d'entreprises (par exemple, les entreprises du SBF 120, du CAC 40...).
- **Le dialogue permet aussi à la société de gestion, si elle l'estime nécessaire, d'informer les émetteurs, préalablement à l'assemblée, de ses motivations en cas de vote négatif.** D'une année sur l'autre, l'intensité de ce dialogue dépendra pour beaucoup de l'évolution de la politique de vote des sociétés de gestion et de la nature des résolutions proposées aux assemblées. La quasi-totalité des principales SG généralistes pratiquent cette démarche. En effet, en 2008, celles-ci ont informé de 21 à 83 émetteurs français, et un nombre plus réduit d'émetteurs étrangers. Une de ces SGP fait figure d'exception avec 35 émetteurs étrangers informés. Certaines sociétés de gestion ont développé une procédure systématique pour les émetteurs français ou relativement à un type particulier de résolution.
- Il est désormais courant de même que **des émetteurs consultent, préalablement à leurs assemblées, les sociétés de gestion (et/ou l'AFG)** afin de connaître leurs positions sur

certaines résolutions qu'ils estiment « à risques ». Ainsi, chacune des principales sociétés de gestion généralistes a déclaré avoir été interrogée au sujet de ses intentions de votes négatifs par environ une dizaine d'émetteurs. Si ce dialogue, en amont de l'assemblée, permet parfois aux sociétés de gestion de faire modifier ou préciser la formulation de certains points des résolutions, il peut entraîner également des tentatives de pression de la part des émetteurs en vue d'orienter les votes. De ce fait, certaines sociétés de gestion ont décidé de ne plus répondre aux interrogations des émetteurs.

- Soulignons, enfin, que pour beaucoup de sociétés de gestion, la démarche consistant à informer et/ou échanger avec les émetteurs sur le contenu de leurs votes non seulement « ne correspond pas à leurs pratiques », mais qu'elles sont également limitées dans cette pratique par « des problèmes de délai pour recevoir et traiter l'information ».

1.3. Participation aux assemblées selon l'origine des émetteurs

- En 2008, les SGP ont participé à 11 150 assemblées. La répartition entre **émetteurs français (37% du total des participations)** et **émetteurs étrangers (63%)** indique, d'une part, le degré d'ouverture internationale des portefeuilles actions et, d'autre part, le développement des services proposés par des prestataires qui facilitent le vote aux assemblées des uns et des autres.
- **Le vote par correspondance** (retour courrier) **est la forme prédominante de participation aux assemblées d'émetteurs français, à hauteur de 75%**, suivi par le vote électronique (21%). On retrouve ces mêmes proportions, lorsqu'on s'intéresse au nombre de SG qui privilégient ces deux supports.
- A l'opposé, **le vote électronique représente 95% des votes aux assemblées d'émetteurs étrangers**, suivi à hauteur de 4% par le vote par correspondance (retour courrier).
- La participation aux assemblées d'émetteurs étrangers est le fait des principales sociétés de gestion et de certaines SGP spécialistes actions. Parmi celles-ci, les assemblées d'émetteurs étrangers représentent de 40% à 95% de leurs participations, avec une moyenne autour de 70%.
- **Un tiers des sociétés de gestion de l'échantillon ont été physiquement présentes à au moins une assemblée** et l'une d'entre elles a participé en direct à l'ensemble des assemblées du CAC 40.
- En cas de **prêt de titres**, un tiers des sociétés de gestion les rapatrient systématiquement pour exercer leurs droits de vote, les deux tiers restant le faisant au cas par cas quand la situation le justifie (vote négatif par exemple).

2. Participations et votes aux assemblées

2.1. Evolution de la participation aux assemblées

- Par rapport à 2007, et à périmètre constant, **le niveau de participation des sociétés de gestion aux assemblées a légèrement augmenté**. Cette progression, après toutefois exclusion du périmètre d'analyse d'une importante société de gestion ayant changé sa procédure de vote, est due principalement au nombre croissant de participations aux

assemblées d'émetteurs étrangers (+25% en moyenne à périmètre constant). L'adoption de la « record date », qui ne contraint plus à l'immobilisation des titres pendant la période qui précède l'assemblée, a certainement favorisé cette progression.

- **En moyenne, les taux de participation se situent désormais autour de 90%.** Le taux croissant de participation des sociétés de gestion aux assemblées, aussi bien des émetteurs français qu'étrangers, reflète une mise en cohérence de leur politique de vote avec leurs pratiques effectives en matière d'exercice des droits de vote. Soulignons par ailleurs que certaines SGP votent sur un périmètre de titres plus large que celui défini préalablement dans leur politique de vote.
- Malgré ces évolutions positives, pour beaucoup de sociétés, **le coût du vote** tant en effectifs (analyse des résolutions dans un temps court, exécution du vote...) qu'en capital (services informatiques dédiés...) **continue d'être perçu comme représentant une charge relativement lourde.**
- Notons enfin que, lors des délégations de gestion effectuées via des mandats ou des fonds dédiés, **les investisseurs institutionnels non seulement spécifient de plus en plus leurs consignes de vote** (un tiers des sociétés de gestion de l'étude déclarent recevoir des consignes de vote), **mais expriment aussi un intérêt accru sur l'exercice des droits de vote** par leurs mandataires les sociétés de gestion. En effet, près des 60% des sociétés de gestion reçoivent des demandes de leurs clients relatives aux documents détaillant la politique de vote, et près de la moitié sur le *reporting* des votes aux résolutions.

2.2. Motifs de non votes

- Cette année encore, des SGP indiquent que les principales difficultés rencontrées dans l'exercice des droits de vote, dans le cas des émetteurs français, sont notamment imputables à leurs prestataires : **non réception des formulaires de vote dans des délais raisonnables** (55% des cas cités) ; **difficultés techniques pour exécuter leurs votes** (37%)...
- Concernant les **émetteurs étrangers, la principale raison identifiée de « non vote » est liée aux difficultés techniques de l'exécution du vote (70% des cas)**. On retrouve ensuite la non réception des formulaires de vote ou les hors délai (17%), ainsi que la qualité de certains documents fournis par les émetteurs pour l'analyse des résolutions qui ne sont pas toujours aisément accessibles pour les investisseurs, ou suffisamment détaillés (12%).

2.3. Structure des votes

- La répartition des votes est pratiquement la même que celle de l'année dernière :
 - 83% des résolutions ont été acceptées (contre 85% en 2007) ;
 - 15% « Contre » ;
 - et 2% « Abstention ».Pour les SGP ayant déclaré plus de 1 000 votes, la part des votes « contre » et « abstention » dans l'ensemble de leurs votes varie de 5% à 38%.
- La quasi-totalité des principales sociétés de gestion ont également voté à des résolutions non agréées par le conseil d'administration. Celles-ci représentent, en moyenne, moins de 2% de l'ensemble de leurs votes, mais près de 5% de leurs votes « protestataires ». Ainsi, les gestionnaires votent, en moyenne, dans le sens de ce type de résolution dans un peu moins de la moitié des cas.

- **Sept sociétés de gestion, en association avec d'autres investisseurs, ont déposé de deux à trois résolutions.** Par exemple, une société de gestion a déposé trois résolutions à des assemblées de sociétés du CAC 40 concernant notamment la séparation des pouvoirs, la rémunération variable des dirigeants, et la suppression des droits de vote double.
- **En moyenne, les SGP ont exprimé au moins un vote « contre » à 57% des assemblées auxquelles elles ont participé** (pourcentage proche en 2007 et 2006). Pour les SGP ayant déclaré plus de 1 000 votes, les réponses varient de 21% à 100%. Il est intéressant de remarquer que certaines des sociétés dont le ratio est inférieur ou très inférieur à la moyenne sont très actives en amont des assemblées dans leur dialogue avec les émetteurs. A l'inverse, d'autres SGP préfèrent exprimer leurs votes négatifs directement lors des assemblées auxquelles seront présentées des résolutions qu'elles peuvent considérer comme étant non conformes à leurs standards de bonne gouvernance.

2.4. Principaux motifs de votes « contre »

- Cette année, parmi les motifs de votes « contre » des sociétés de gestion, le nombre des **résolutions relatives à la nomination des membres du conseil et aux rémunérations des mandataires sociaux, a connu la plus forte progression.**
- Les sept thèmes qui suivent recouvrent plus de 90% des votes « contre »¹ :
 - nomination des membres du conseil d'administration ou de surveillance : pourcentage d'administrateurs non libres d'intérêts, cumul de mandats... (29% des votes « contre ») ;
 - opérations en capital dilutives pour l'actionnaire : augmentation de capital sans DPS, augmentation de capital et délai de priorité, émissions d'emprunts... (23%) ;
 - association des dirigeants et des salariés au capital : attributions d'actions gratuites ou attribution de stock options, rémunération des mandataires sociaux... (17%) ;
 - opérations en capital considérées comme dispositifs anti-OPA : émissions de bons de souscriptions réservés, programme de rachat d'actions... (14%) ;
 - approbation des conventions règlementées (9%) ;
 - modifications statutaires ayant un impact négatif sur les droits des actionnaires : droits de vote multiples et limitation, changements de statuts... (4%) ;
 - Approbation des comptes et affectation du résultat (5%).
- Parmi les autres raisons de votes « contre » figurent des résolutions portant sur : les résolutions groupées, la désignation de contrôleurs légaux des comptes, la nomination et rémunération des commissaires aux comptes, le quitus donné aux administrateurs, des niveaux excessifs de jetons de présence...

¹ Certaines sociétés de gestion regroupent dans leurs réponses les votes « contre » et « abstention ».