

Exercice des droits de vote par les sociétés de gestion en 2010

Pour la neuvième année consécutive, l'AFG a réalisé début 2011, une enquête auprès de ses membres sur l'exercice des droits de vote.

Les principaux résultats de l'enquête sont les suivants :

1. La participation des sociétés de gestion aux assemblées a augmenté en 2010, notamment pour les émetteurs étrangers (+22%).
2. Le dialogue préalable à l'assemblée générale continue de se développer. Trois SGP sur cinq ont désormais établi une politique dans ce domaine, tandis qu'un nombre croissant d'émetteurs français contactent les SGP et/ou l'AFG.
3. Dans le cadre des mandats, les investisseurs institutionnels déléguant le vote ont porté en 2010 un intérêt particulier à l'endroit de résolutions relatives à la politique de rémunération, la nomination des membres du conseil et la séparation des pouvoirs.
4. Les SGP ont exprimé, en moyenne, au moins un vote « contre » à 80% des assemblées d'émetteurs français (52% pour les émetteurs étrangers.)
5. Parmi les principaux motifs des votes « contre » dans les assemblées des émetteurs français et étrangers, on retrouve les résolutions relatives aux opérations en capital dilutives pour l'actionnaire et celles liées à la nomination des membres du conseil.
6. Une large majorité des SGP (88%) ont recours aux recommandations et aux alertes du programme de veille de l'AFG (résultat en hausse par rapport à 2009).

Cadre général et périmètre de l'enquête

Les résultats de l'enquête 2011 portant sur les assemblées tenues courant 2010, s'appuient sur les réponses d'une cinquantaine de sociétés de gestion (SGP), qui ensemble représentent près de 85% des actions gérées (que celles-ci soient françaises ou étrangères) via des OPCVM ou des mandats.

Par les encours gérés, l'échantillon est représentatif. Il comprend neuf SGP parmi les dix premières, seize parmi les vingt premières, et vingt-six parmi les cinquante premières. Certaines catégories de SGP, du fait de leurs techniques de gestion, ne sont pas comprises dans le périmètre de l'étude : il s'agit notamment de spécialistes de la gestion indiciaire, quantitative ou de la multi-gestion.

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 lorsque les SGP ont reçu une délégation pour exercer les votes.

Les réponses des SGP de l'échantillon portent, globalement, sur 8 746 participations à des assemblées générales (dont 3 060 d'émetteurs français et 5 686 d'émetteurs étrangers), plusieurs SGP participant bien entendu aux mêmes assemblées. Le nombre de votes par assemblée ressort à près de 14 résolutions en moyenne, et ce dans un contexte de hausse du nombre de résolutions présentées.

1. Organisation du vote dans les sociétés de gestion

1.1. Analyse des résolutions

- **Pour l'analyse des résolutions, l'exécution et la réalisation du rapport des votes, les SGP adoptent des formes diverses d'organisation.** Le processus de décision est mené par les équipes de gestion, d'analystes et du *middle-office*, en étroite collaboration avec les responsables du contrôle interne et de la conformité.
- **Dans les principales sociétés généralistes** (filiales de groupes bancaires, de sociétés d'assurances et/ou mutualistes), ainsi que dans **certaines sociétés de taille moyenne spécialisées en gestion actions**, des **effectifs en interne** sont **dédiés à l'analyse et l'exécution des votes**. Ces équipes, dont les **effectifs varient d'une à huit personnes**, sont en charge notamment des questions relatives à la gouvernance et, le cas échéant, de l'investissement socialement responsable.
- En support de l'analyse des résolutions, **88% des SGP** de l'échantillon (niveau légèrement supérieur à celui des années précédentes) **ont recours aux recommandations et aux alertes du programme de veille de l'AFG**. Les SGP utilisent également les services de prestataires privés ou d'organismes spécialisés.
 - Concernant l'analyse des résolutions d'émetteurs français, plus de la moitié des SGP déclarent utiliser les services d'un ou deux prestataires. Par ordre décroissant de citations, il s'agit de : Proxinvest, ISS (RiskMetrics)...
 - Pour les émetteurs étrangers, les prestataires les plus fréquemment cités sont : ISS (RiskMetrics), ECGS, Glass Lewis...

1.2. Dialogue avec les émetteurs

- **Un nombre croissant de sociétés** de gestion, trois sur cinq, **développent désormais une politique de dialogue avec les émetteurs à des degrés divers** (tout au long de l'année, en période d'AG...). Ce dialogue tend à améliorer les pratiques de gouvernance et de transparence des entreprises en portefeuille, et a une influence sur la qualité des standards de bonne gouvernance mis en place par les émetteurs eux-mêmes, de même que ceux mis en œuvre par les organismes professionnels.
- **La moitié des SGP informe explicitement les émetteurs de leur politique générale de vote et leurs standards de bonne gouvernance** (par exemple ceux de l'AFG) qu'elles préconisent et suivent lorsqu'elles rencontrent des dirigeants d'entreprise. Ces échanges ont lieu soit à la demande des émetteurs, soit sur l'initiative des SGP elles-mêmes selon une démarche active consistant à cibler un groupe d'entreprises en fonction de la conjoncture ou

de leur politique d'investissement (par exemple des entreprises faisant partie d'un indice ou d'un secteur d'activité).

- **Le dialogue permet 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**. L'intensité de ce dialogue dépend pour beaucoup de l'évolution dans le temps 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 suivent désormais cette démarche, principalement pour les émetteurs français. Prises individuellement, elles ont informé de 2 à 133 émetteurs. Certaines sociétés de gestion ont même développé une procédure systématique pour les émetteurs français. Hormis un nombre très réduit de SGP, cette approche n'est pas souvent pratiquée pour les émetteurs étrangers.
- Il est désormais courant de même que **des émetteurs** (majoritairement français) **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, une dizaine des principales SGP généralistes a déclaré avoir été contactées au sujet de leurs intentions de vote par un nombre d'émetteurs allant de 8 à 22 pour chacune d'entre elles. La fréquence de ces demandes semble en nette augmentation par rapport à 2009. Si ce dialogue, en amont de l'assemblée, semble positif dans la mesure où il permet de faire modifier ou préciser la formulation de certains points des résolutions, il peut malheureusement se traduire par des tentatives de pression de la part des émetteurs en vue d'orienter les votes.
- Soulignons enfin qu'un nombre réduit de SGP ont adressé en 2010 des questions via un courrier formel à l'attention du président d'un émetteur préalablement à l'assemblée.

2. Participations et votes aux assemblées

2.1. Evolution de la participation aux assemblées

- En 2010, les SGP ont participé à 8 746 assemblées. Par rapport à 2009, et à périmètre constant, **le niveau de participation des sociétés de gestion aux assemblées a augmenté de 13%**. Cette progression est due principalement au nombre croissant de participations aux assemblées d'émetteurs étrangers (+22% en moyenne). Le niveau de participation aux assemblées d'émetteurs français est stable par rapport à 2009.
- **En moyenne, les taux de participation aux assemblées se situent désormais autour de 85%**. Ce taux reflète une mise en cohérence des politiques de vote des SGP avec leurs pratiques effectives en la matière. On observe de même 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**.
- Dans le cadre de la gestion sous mandat, **les investisseurs institutionnels délèguent, indépendamment de la taille des mandats, l'exercice du vote aux sociétés de gestion dans 60% des cas. Ils expriment de même un intérêt accru sur les résolutions votées**. Leurs principaux questionnements cette année ont porté, par ordre décroissant de citation,

sur la politique de rémunération, les nominations des membres du conseil (administrateurs), et la séparation des pouvoirs exécutifs et non exécutifs.

2.2. Modalités de participation aux assemblées

- La répartition entre **émetteurs étrangers (65% du total des participations) et émetteurs français (35%)** indique, d'une part, le degré de diversification internationale des portefeuilles actions et, d'autre part, le développement des services proposés par des prestataires qui facilitent le vote lors des assemblées à l'étranger.
- **Le vote par correspondance** (retour courrier) **reste la forme prédominante de participation aux assemblées d'émetteurs français**, à hauteur de 68% des votes, suivi par le vote (avec instruction) via des plateformes (18%).
- Concernant la participation aux assemblées d'émetteurs étrangers, **le vote avec instruction via des plateformes est la forme quasi-exclusive d'exécution** (92% des votes). Le vote électronique via le site dépositaire ou de l'émetteur est de l'ordre de 5% (niveau identique pour les assemblées d'émetteurs français).
- **Les principales sociétés de gestion et certaines SGP spécialistes actions témoignent d'un niveau de participation significatif** (plus de 50 assemblées) aux assemblées d'émetteurs étrangers. La participation de ces SGP à des assemblées d'émetteurs étrangers est prépondérante, le poids de celles-ci varie de 53% à 87% de l'ensemble des assemblées.
- **Deux SGP sur cinq de l'échantillon ont été physiquement présentes à au moins une assemblée.** Parmi celles-ci, deux SGP spécialisées de taille moyenne et une filiale d'un groupe mutualiste ont participé en direct à plus de 40 assemblées.
- Six sociétés de taille moyenne ont posé **d'une à vingt questions orales** lors des assemblées d'émetteurs français, pour un total de 33 questions.
- **Les sociétés de l'échantillon qui pratiquent le prêt de titres ont mis en place des procédures adaptées** : la moitié de celles-ci les rapatrient systématiquement pour exercer leurs droits de vote, un tiers le faisant au cas par cas ou selon une règle (AG d'émetteurs français, et en cas de vote d'opposition...).

2.3. Motifs de non votes

- Comme les années précédentes, 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**. La réception trop tardive des formulaires de vote serait, dans plus d'un tiers des cas cités, le principal motif de non exercice des votes par les gérants.
- Quant aux assemblées d'émetteurs étrangers, à la différence des années précédentes, les **deux motifs les plus cités** de non exercice du vote sont le **coût pour les porteurs de parts** (27% des cas) ainsi que les **difficultés réglementaires** de l'exécution du vote (17%). Les difficultés techniques de l'exécution du vote, qui apparaissaient en premier lieu auparavant, semblent désormais poser moins de problèmes.

2.4. Structure des votes

- On observe en 2010 une structure des votes similaire à celle des années précédentes :
 - 83% des résolutions ont été acceptées (contre 80% en 2009) ;
 - 15% « Contre » ;
 - et 2% « Abstention ».

Pour les SGP ayant déclaré plus de 1 000 votes, la part des votes « contre » et « abstention » varie dans une fourchette allant de 6% à 43%. Des niveaux proches de ceux atteints les années précédentes.

- **Cinq sociétés de gestion** (contre 9 SGP en 2009 et 7 SGP en 2008), **en association avec d'autres investisseurs, ont déposé d'une à deux résolutions**. Ces résolutions concernaient la séparation des fonctions de présidents et de directeur général.
- **Les SGP ont exprimé en moyenne au moins un vote « contre » à 62% des assemblées auxquelles elles ont participé**, niveau équivalent à celui de 2009. S'agissant des assemblées d'émetteurs français, il est proche de 80%, contre un peu plus de la moitié pour les assemblées d'émetteurs étrangers. Pour les SGP ayant voté plus de 1 000 résolutions, la part des assemblées où elles ont exprimé au moins un vote « contre » varie de 26% à 96%. Il est intéressant de souligner que dans le cas de certaines SGP où ce ratio apparaît faible, il s'agit assez souvent de sociétés très actives dans leur dialogue avec les émetteurs, en amont des assemblées.

2.5. Principaux motifs de votes « contre »

- Cette année, une distinction est faite entre émetteurs français et étrangers relativement à l'analyse des motifs de votes « contre ». Si la répartition de la participation des SGP aux assemblées des émetteurs français et étrangers est respectivement de l'ordre de un tiers et deux tiers, celle des votes « contre » est à l'inverse de deux tiers et un tiers.
- Au regard des émetteurs français, les **huit thèmes qui suivent recouvrent plus de 90% des votes « contre »**¹
 - opérations en capital dilutives pour l'actionnaire : augmentation de capital sans DPS, augmentation de capital et délai de priorité, émissions d'emprunts... (29% des votes « contre ») ;
 - nomination des membres du conseil d'administration ou de surveillance : pourcentage d'administrateurs non libres d'intérêts, cumul de mandats... (23%) ;
 - opérations en capital considérées comme dispositifs anti-OPA : émissions de bons de souscriptions réservés, programme de rachat d'actions... (14%) ;
 - association des dirigeants et des salariés au capital : attributions d'actions gratuites ou attribution de *stock-options*, rémunération des mandataires sociaux... (13%) ;
 - approbation des conventions règlementées (11%) ;

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

- nomination et rémunération des contrôleurs légaux des comptes (4%) ;
 - modifications statutaires ayant un impact négatif sur les droits des actionnaires : droits de vote multiples et limitation, changements de statuts... (3%) ;
 - approbation des comptes et affectation du résultat (3%).
- La ventilation des **principaux motifs de vote « contre »** aux résolutions des assemblées d'émetteurs étrangers sont les suivants :
- nomination des membres du conseil d'administration ou de surveillance : pourcentage d'administrateurs non libres d'intérêts, cumul de mandats... (32%) ;
 - opérations en capital dilutives pour l'actionnaire : augmentation de capital sans DPS, augmentation de capital et délai de priorité, émissions d'emprunts... (20%) ;
 - association des dirigeants et des salariés au capital : attributions d'actions gratuites ou attribution de *stock-options*, rémunération des mandataires sociaux... (20%) ;
 - opérations en capital considérées comme dispositifs anti-OPA : émissions de bons de souscriptions réservés, programme de rachat d'actions... (9%) ;
 - modifications statutaires ayant un impact négatif sur les droits des actionnaires : droits de vote multiples et limitation, changements de statuts... (8%) ;
 - approbation des comptes et affectation du résultat (4%) ;
 - nomination et rémunération des contrôleurs légaux des comptes (4%) ;
 - approbation des conventions règlementées (2%).

* *
*