



Exercice des droits de vote par les sociétés de gestion en 2014

‘Bien gérer c’est aussi bien voter’

Mars 2015

**Service Economie-Recherche
C. Pardo – T. Valli**

Exercice des droits de vote par les sociétés de gestion en 2014

La pratique du vote lors des assemblées d'actionnaires est l'un des moyens pour les gestionnaires d'actifs et leurs mandants, les investisseurs institutionnels et privés, d'exercer leur rôle de contrôle et d'amélioration de la gouvernance des entreprises, et ce afin de contribuer à terme à améliorer la valeur de celles-ci tout en protégeant leurs placements. Pour exercer pleinement leurs droits, les gérants sont vigilants quant à la qualité et à la pertinence de l'information fournie par les émetteurs, et plus globalement à leur comportement. L'expression de l'influence des actionnaires et de leurs représentants les gérants est d'autant plus efficace que le principe d'égalité entre actionnaires lors des assemblées générales (« une action, une voix ») est respecté. La défense de ce principe est depuis 1997 l'un des axes principaux des recommandations de l'AFG.

Les principaux résultats de l'enquête sont les suivants :

- ✓ **Ouverture à l'international et progression du nombre de participations aux assemblées**
 - Accroissement au global de +3% du nombre de participations aux assemblées générales, dont +12% à celles de l'Union européenne.
 - En lien avec la diversification des portefeuilles, les AG d'émetteurs étrangers représentent désormais les quatre cinquièmes de celles auxquelles participent les SGP.

- ✓ **Une pratique du vote qui reflète le renforcement du niveau d'engagement des gérants**
 - Les SGP n'ont pas approuvé environ 1/5 de l'ensemble des résolutions proposées.
 - Ils ont exprimé au moins un vote d'opposition à 75% des AG françaises, et à plus de 60% des AG étrangères où le champ des résolutions est plus restreint.

- ✓ **Les AG cristallisent les écarts entre stratégie des émetteurs et politique de vote des gérants**
 - Le sujet des rémunérations a catalysé les votes d'opposition des gérants : au global, 40% des résolutions proposées ont été contestées.
 - Les opérations financières et les dispositifs anti-OPA ont également été au centre des votes d'opposition des gérants, avec respectivement 26% et 21% des résolutions.

- ✓ **Généralisation du dialogue et jugement plutôt positif de la gouvernance des émetteurs**
 - Une majorité des SGP jugent que la qualité des dialogues a tendance à s'améliorer, plus particulièrement avec les émetteurs français.
 - Les gérants ont une appréciation plutôt positive de la qualité de la gouvernance des émetteurs et de la compétence des dirigeants. Ils déplorent encore, dans certains cas, l'absence de précision quant aux critères d'attribution de stock-options et d'actions gratuites.

L'AFG a réalisé début 2015 une enquête auprès de ses membres sur leur participation au vote lors des assemblées tenues en 2014. Cette treizième édition, après description de la représentativité de l'échantillon, présente les résultats qui concernent essentiellement la participation des sociétés de gestion aux votes en assemblée générale (première partie), puis l'appréciation par les gérants de la qualité de la gouvernance des émetteurs et leurs dialogues (seconde partie).

Périmètre de l'enquête et caractérisation de l'échantillon

Les résultats de l'enquête 2014 se fondent sur 51 réponses au questionnaire, réunissant 58 sociétés de gestion de portefeuille (SGP)¹. L'échantillon des SGP ayant participé à l'enquête (cf. liste en troisième de couverture) est très représentatif si l'on considère sa taille et la diversité des acteurs. Il inclut en effet les dix premières SGP, dix-sept parmi les vingt premières, et trente-huit parmi les cinquante premières. On retrouve dans l'échantillon tant des généralistes filiales de groupes bancaires, de sociétés d'assurance ou de mutuelles, que des spécialistes filiales d'un groupe ou des sociétés entrepreneuriales².

Ensemble, ces SGP gèrent un total de 360 milliards d'euros en actions cotées (françaises ou étrangères, via des fonds d'investissement ou des mandats discrétionnaires). Parmi celles-ci les actions françaises représentent 35% des actifs, celles de l'Union européenne (hors France) 41%. Ce résultat est cohérent avec le biais positif fort en faveur des émetteurs locaux que l'on constate dans l'allocation des portefeuilles en actions³.

Concernant la répartition de l'encours des actions effectivement votées (260 milliards d'euros), le poids des actions françaises s'élève à 39%, contre respectivement 43% et 18% pour celles de l'Union européenne (hors France) et du reste du monde (hors UE).

Estimations du volume des actions gérées et du périmètre effectif du vote

	Total déclarés	dont part des actions émises			Toutes nationalités confondues
	mds. €	En France	Dans l'UE*	hors UE	
Actions gérées	360	35%	41%	24%	100%
Actions effectivement votées	260	39%	43%	18%	100%

* Hors France

Ces niveaux de détention confèrent aux gestions, à un niveau agrégé, un rôle de premier plan dans le capital des entreprises, et laissent entrevoir, entre autres, l'influence que peuvent exercer les SGP sur les émetteurs en termes de gouvernance, notamment à travers l'exercice des droits de vote et le dialogue qu'elles engagent avec ceux-ci. A cet égard, la gestion peut être considérée comme un vecteur de progrès social et économique dans la mesure où elle peut avoir un impact significatif, dans le moyen-long terme, aussi bien sur le comportement des entreprises que sur la qualité des actifs, et donc sur la performance des placements d'investisseurs et épargnants.

Au global, les SGP exercent effectivement leurs votes à plus de 70% de leurs actions cotées en portefeuille. Relativement aux actions françaises cette proportion est la plus élevée (80%), tandis que pour les actions UE et hors UE le vote est exercé respectivement pour les trois quarts et la moitié des actifs gérés. Ces différences s'expliquent probablement par des facteurs liés à la concentration et au nombre de titres disponibles sur les différents marchés ce qui implique des moyens et des coûts accrus pour exercer le vote.

¹ Dans certains groupes, l'exercice des votes est centralisé au sein d'une entité qui représente plusieurs SGP.

² Certaines catégories de SGP, plus particulièrement de spécialistes de la gestion indiciaire, quantitative ou de la multi-gestion, du fait de la définition de leur politique de vote et/ou des particularités de leurs techniques de gestion, ne participent pas au vote en assemblée. Ainsi, elles sont absentes du périmètre de cette étude.

³ Cahier de la gestion n° 4 « Financement de l'économie par les gestions françaises : ou comment les émetteurs domestiques bénéficient d'une gestion développée » (disponible sur www.afg.asso.fr).

Représentativité du périmètre effectif du vote

	Au global	dont part des actions (émetteurs)		
		France	UE**	hors UE
Part des actions votées*	72%	80%	75%	53%

* Dans certains cas, les SGP peuvent ne pas avoir reçu de délégation de vote.

** Hors France

Si l'on considère le nombre d'assemblées auxquelles ont participé les répondants à l'enquête, au global, la moitié de ceux-ci (26 sur 51) a participé à plus de 100 assemblées, dont sept à plus de 500 AG.

Ventilation des SGP selon le nombre de participations à des assemblées

Nombre de SGP ayant participé à	Nationalité des émetteurs			Toutes nationalités confondues
	France*	UE**	Hors UE	
plus de 500 assemblées		5	5	7
entre 100 et 499 assemblées	14	9	3	19
entre 20 et 99 assemblées	29	15	5	20
entre 1 et 19 assemblées	8	6	5	5
Total SGP	51	35	18	51

* Du fait du nombre d'entreprises françaises cotées, aucune SGP n'a participé à plus de 500 AG.

** Hors France

Soulignons que si toutes les sociétés de l'échantillon ont participé à au moins une AG d'émetteurs français, 70% ont voté dans des assemblées d'émetteurs de l'UE, et 35% des répondants auprès d'émetteurs hors de l'UE (18/51). Courant 2014, les sociétés de gestion de l'échantillon ont, en cumulé, participé à 19 180 assemblées, dont 3 808 d'émetteurs français, 6 775 d'émetteurs de l'Union Européenne, et 8 597 en dehors de l'Union.

Toutes nationalités d'émetteurs confondues, on constate par ailleurs une forte concentration des participations aux assemblées. En effet, les trois premières SGP concentrent un peu plus de la moitié des participations (51%) et les dix premières les quatre-cinquièmes... Le niveau de concentration s'accroît proportionnellement à l'« éloignement géographique » des émetteurs. Ainsi, les 20 premières SGP concentrent 75% des participations aux assemblées d'émetteurs français, alors que ce niveau est dépassé pour les 10 premières SGP dans le cas des actions de l'UE, et presque atteint par les 3 premières SGP pour les actions hors UE. Ce phénomène est en lien étroit avec la taille des acteurs et plus particulièrement leur présence à l'international.

Concentration des participations aux assemblées selon la nationalité des émetteurs

Cumul des participations	Nationalité des émetteurs			Toutes nationalités confondues
	France	UE**	Hors UE	
3 premières SGP *	20%	44%	72%	51%
4ème à 10ème SGP	29%	36%	26%	29%
11ème à 20ème SGP	26%	15%	2%	11%
SGP suivantes	25%	4%	0,1%	9%
Total des participations (en %)	100%	100%	100%	100%
Nombre de participations	3 808	6 775	8 597	19 180
Distribution des participations	20%	35%	45%	100%

* Selon les volumes de participation aux assemblées

** Hors France

1^{ère} Partie : Implication croissante des gérants lors des votes en assemblée

Cette partie examine l'évolution du nombre de participations aux assemblées (section 1.1). Elle décrit ensuite la structure des votes selon l'origine géographique des émetteurs, avec une attention particulière sur le poids des votes d'opposition (1.2). Elle met enfin en évidence les aspects de la gouvernance et de la stratégie des émetteurs qui suscitent l'opposition des gérants (1.3). Ces deux dernières sections font ressortir les différences nationales en matière de droit des actionnaires.

1.1 Une couverture à l'international du vote en assemblée en progression

En hausse de +3%, en 2014 les SGP de l'échantillon ont participé à 19 180 assemblées.

- En 2014, l'augmentation est due principalement à une activité croissante à l'endroit des assemblées d'émetteurs de l'Union européenne (+12%), qui reflète la généralisation de cette activité à l'ensemble des titres en portefeuille sur certains marchés. En France, en revanche, on constate depuis plusieurs années une stabilité du nombre de participations aux AG, en raison de la généralisation de cette pratique auprès des émetteurs résidents. Relativement au vote hors UE, la décroissance de cette année (-3%) reflète largement une consolidation du périmètre de vote, après la progression continue et très forte de ces dernières années. En effet, certaines SGP ont procédé à un recentrage consistant à réduire le nombre de titres en portefeuille.

Evolution du nombre des participations aux AG
(Estimations à périmètre constant)

En cumul des participations	Nationalité des émetteurs			
	France	UE	Hors UE	Total
2014	+1%	+12%	-3%	+3%
2013	-1%	+14%	+45%	+23%
2012	-5%	+8%	+22%	+10%

- A périmètre constant, la majorité (56%) des SGP de l'échantillon ont augmenté leurs participations aux AG. De manière plus spécifique, 57% des SGP ont accru leur participation aux assemblées d'émetteurs de l'Union européenne. Ces évolutions reflètent pour certaines SGP une poursuite de l'élargissement de leur périmètre de vote (en particulier vis-à-vis des émetteurs hors de France), se traduisant souvent par un renforcement des équipes en charge de ces questions et/ou l'amélioration de leur organisation.

Part des SGP ayant augmenté le nombre de leurs participations aux AG en 2014
(Estimations à périmètre constant)

	Nationalité des émetteurs			
	France	UE	Hors UE	Total
En nombre de SGP	56%	57%	47%	56%

- L'augmentation du nombre de SGP participant aux assemblées, et sa volumétrie, est un bon indicateur de leur engagement et celui de leurs mandants les investisseurs institutionnels⁴. En effet, les évolutions constatées confirment l'effet conjugué d'un certain nombre de facteurs :
 - approfondissement de l'action volontariste de la profession en matière de gouvernement d'entreprise, notamment avec la publication, régulièrement actualisée, des *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise*, ainsi que la mise en place d'un programme de veille alertant les SGP sur les résolutions non conformes à ces recommandations ;
 - valorisation du processus de professionnalisation conduisant à un renforcement des équipes en charge des questions de gouvernance au sein des SGP ;
 - développement d'outils informatiques et de services par les *proxy providers*, les plateformes et les dépositaires visant à compléter l'information et à faciliter l'exercice des votes ;
 - diffusion et prise en compte accrue des critères ESG par les gestionnaires lors des votes en assemblée et du dialogue avec les émetteurs ;
 - enfin, fort développement commercial de l'offre des SGP françaises vers des investisseurs non-résidents qui, eux aussi, encouragent, voire exigent une pratique étendue en matière de vote.
- En dépit des évolutions positives constatées, il subsiste des barrières, notamment encore en Europe⁵, qui limitent l'accès au vote. Outre des particularités nationales et/ou réglementaires (Power of attorney, inscriptions au nominatif...) ces difficultés ne sont pas systématiques, mais dépendent de pratiques, limitatives ou bloquantes, spécifiques à certains acteurs tout au long du processus de vote. A titre d'illustration : existence de droits de vote multiples qui diluent le poids du vote des gérants, blocage des titres en l'absence de comptes ségrégués, différences de dates de réception des bulletins de vote et/ou de la date limite de celui-ci imposés par certains conservateurs ; le faible niveau d'informations préliminaires délivrées par des émetteurs et/ou des modalités d'organisation des assemblées (formulaire de vote spécifiques non-standardisés, blocage des titres...) ; etc. Outre les coûts dissuasifs induits, ces pratiques, selon les enquêtés, peuvent constituer au cas par cas de véritables barrières à l'exercice effectif du vote en assemblée.

1.2. AG : confrontation entre stratégies des émetteurs et politique de vote des gérants

La structure des votes, et de même la connaissance en détail de l'importance des votes « contre », permet de se faire une idée de l'action des SGP en matière de vote pour leur propre compte et celui de leurs mandants.

- La colonne de gauche du tableau ci-dessous liste de manière synthétique les principales thématiques des résolutions présentées en AG. Elles concernent aussi bien la gouvernance que les opérations financières, jusqu'à celles relatives à l'activité des émetteurs (approbation des comptes...). La hiérarchie et le poids de ces thématiques varie selon l'origine géographique des entreprises concernées par le vote. Ainsi, en moyenne par assemblée, les résolutions afférentes à la composition/nomination des membres du CA sont respectivement deux à trois fois plus nombreuses pour les émetteurs UE et hors UE que celles soumises au vote en France. En effet, dans certains pays anglo-saxons, les administrateurs ont des mandats limités à une année, ce qui suscite un nombre plus important de votes sur cette thématique.

⁴ Dans le cadre de la gestion sous mandat, les investisseurs institutionnels ont le pouvoir de déléguer, au cas par cas et indépendamment de la taille des mandats, l'exercice du vote aux sociétés de gestion. En raison de leurs propres engagements, ils expriment en général un intérêt accru pour le vote, et en particulier pour le contenu des résolutions votées.

⁵ Ces obstacles semblent en contradiction avec l'esprit de la directive « droits des actionnaires » de 2007.

Distribution de l'ensemble des votes selon les thématiques des résolutions

Thématiques des résolutions	Structure de l'ensemble des votes			Tous émetteurs confondus
	France	UE	Hors UE	
Composition, nomination, taille / jetons de présence ou autre forme de rémunération des membres du CA, de surveillance ou équivalent	23%	43%	63%	47%
Nomination et rémunération des contrôleurs légaux des comptes	3%	8%	6%	6%
Modifications statutaires	5%	5%	4%	5%
Approbation des conventions réglementées (hors rémunérations)	6%	3%	2%	3%
Dispositifs anti-OPA	4%	3%	1%	3%
Opérations financières / fusions	22%	12%	5%	11%
Rémunération des dirigeants et des salariés	16%	9%	7%	10%
Approbation des comptes et affectation du résultat	20%	15%	8%	13%
Résolutions externes (non agréées par le Conseil)	0,6%	1%	3%	2%
TOTAL (en %)	100%	100%	100%	100%

- Le poids très élevé de la rubrique relative à la « composition/nomination » des CA dans les pays de l'UE (hors France) et hors UE, qui a pour résultat d'écraser les autres thématiques, pose un problème de comparabilité. Pour éliminer ce biais, les données du tableau ci-dessous ont été « épurées » et normalisées (hors composition/nomination au CA) afin de montrer le poids relatif des autres thématiques. Il en ressort finalement une certaine homogénéité du volume des votes pour les thématiques liées à l'approbation des comptes et l'affectation des résultats (25% des votes en moyenne) ou à la rémunération des dirigeants et des salariés (19% des votes).
- En revanche, il subsiste encore des différences dans le volume des votes pour la thématique relative à la nomination et la rémunération des contrôleurs légaux des comptes entre les entreprises françaises et étrangères. En effet, outre des différences sur la durée des mandats, dans certains pays les résolutions distinguent le vote des nominations de celui des rémunérations.
- Concernant les entreprises françaises, la thématique « Opérations financières/fusions » arrive en tête des résolutions proposées au vote (28%). Le nombre de ces résolutions est beaucoup plus important que pour les émetteurs des autres pays, du fait principalement, en droit français, du pouvoir de contrôle accordé aux actionnaires en matière d'augmentation de capital. En effet, toutes les modalités/catégories d'augmentation de capital proposé par l'entreprise sont appelées séparément au vote.

Distribution "épurée" des votes hors "composition/nomination" des membres du CA

Thématiques des résolutions	Structure de l'ensemble des votes			Tous émetteurs confondus
	France	UE	Hors UE	
Nomination et rémunération des contrôleurs légaux des comptes	4%	13%	16%	12%
Modifications statutaires	7%	9%	10%	9%
Approbation des conventions réglementées (hors rémunérations)	8%	6%	6%	6%
Dispositifs anti-OPA	6%	6%	3%	5%
Opérations financières / fusions	28%	21%	14%	21%
Rémunération des dirigeants et des salariés	21%	16%	20%	19%
Approbation des comptes et affectation du résultat	26%	26%	22%	25%
Résolutions externes (non agréées par le Conseil)	1%	2%	9%	4%
TOTAL (en %)	100%	100%	100%	100%

- Avec en moyenne près de 13 résolutions votées par assemblée (sur un total de 240 000 résolutions votées), on observe en 2014 une structure dans le signe des votes très similaire à celle des années précédentes : un peu moins d'un cinquième de votes non favorables (17% de votes « contre » et 1% d'abstention).

Structure des votes		Dont SGP > à 100 assemblées	
Pour	82%	min (65%) - max (92%)	
Contre	17%		
Abstention	1%	min (8%) - max (35%)	

- Chaque société définissant sa propre politique de vote, et pouvant être présente sur plusieurs marchés étrangers, on observe une grande dispersion de la structure des votes. Par exemple, pour les SGP ayant participé à plus de 100 assemblées, le poids des votes favorables varie dans une fourchette allant de 65% à 92%.
- Concernant les votes d'opposition, au global, les sociétés ont exprimé en moyenne au moins un vote « contre » à plus des 3/5 des assemblées (62%), niveau relativement équivalent à celui de 2013 et 2012. Ce chiffre atteint 75% pour les émetteurs français. Le poids des assemblées à l'étranger où au moins un vote d'opposition est exprimé reste significatif mais à un moindre degré (en moyenne 65% pour les émetteurs UE et 60% pour ceux hors UE).

Assemblées où au moins un vote d'opposition a été exprimé				
En pourcentage de l'ensemble des assemblées	Nationalité des émetteurs			
	France	UE	Hors UE	Tous émetteurs confondus
Moyenne toutes SGP	75%	65%	60%	62%
Dont SGP > à 100 assemblées	min (52%) - max (96%)	min (29%) - max (94%)	min (37%) - max (79%)	min (37%) - max (97%)

- Pour les SGP ayant participé à plus de 100 assemblées, la dispersion reste globalement très forte, avec une variation allant au global de 37% à 97%. On remarque que certaines SGP de ce groupe qui participent à un nombre très important d'assemblées UE ou hors UE déclarent un nombre de votes d'opposition relativement faible. On constate toutefois que la dispersion est moindre pour les assemblées des émetteurs français (entre 52% et 96%).

1.3 La rémunération au centre des votes d'opposition des gérants en 2014

L'analyse et la hiérarchie des votes d'opposition aux résolutions soumises au vote, permet d'identifier clairement celles suscitant des réactions de la part des gérants. Pour cela, dans la continuité de l'enquête 2013, l'analyse des votes d'opposition est relativisée en tenant compte de l'ensemble des votes de chaque thématique, et ceci selon l'origine des émetteurs.

- Le tableau ci-dessous met clairement en évidence, que les résolutions afférentes aux rémunérations ont été les plus contestées. Au global, les gérants ont rejeté 40% de ces résolutions proposées. Sur ce thème, l'information jugée parfois insuffisante, concernant le détail des critères pris en compte pour déterminer de manière objective l'attribution de *stock-options* et d'actions gratuites, constitue un point de discordance.

Poids relatif des votes d'opposition par rapport au nombre total de chaque résolution

Thématiques des résolutions	France	UE	Hors UE	Tous émetteurs confondus
Composition, nomination, taille / jetons de présence ou autre forme de rémunération des membres du CA, de surveillance ou équivalent	25%	15%	14%	15%
Nomination et rémunération des contrôleurs légaux des comptes	18%	17%	10%	14%
Modifications statutaires	13%	9%	12%	11%
Approbation des conventions réglementées (hors rémunérations)	25%	5%	7%	13%
Dispositifs anti-OPA	30%	17%	16%	21%
Opérations financières / fusions	31%	22%	26%	26%
Rémunération des dirigeants et des salariés	43%	37%	38%	40%
Approbation des comptes et affectation du résultat	4%	3%	8%	4%
TOTAL (en %)	24%	16%	16%	18%

Note de lecture : dans le cadre des AG des émetteurs français, les SGP se sont opposés à 43% de l'ensemble des résolutions relatives aux "rémunérations des dirigeants" ; et à hauteur de 31% à celles afférentes aux "Opérations financières/fusions"

- Les sociétés de gestion veillent tout particulièrement à ce que l'évolution de la structure du capital des sociétés investies ne conduise pas à une dilution de leurs investissements. Elles s'opposent en conséquence aux résolutions permettant des augmentations de capital sans droit préférentiel de souscriptions (DPS) exagérément dilutives. A ce titre, les opérations financières arrivent au global en deuxième place des résolutions les plus contestées (26%). Aux AG d'émetteurs français, ce taux atteint 31%. En lien avec cette thématique, soulignons par ailleurs que la défense du principe « une action une voix » est depuis 1997 au centre des recommandations et des combats menés par l'AFG.
- Du fait également de la suppression du principe de neutralité du Conseil imposé par la loi Florange, les gérants et l'AFG veillent, et veilleront à l'avenir, à ce que les résolutions relatives aux opérations financières contiennent des mentions précisant explicitement l'impossibilité de leur utilisation en cas d'OPA.
- Par rapport à 2013, les « Dispositifs anti-OPA » ont suscité moins de contestation de la part des gérants : leur taux d'opposition passant au global de 34% à 21% en 2014. Ces dispositions sont d'autant plus importantes qu'elles permettent, en période d'OPA, d'émettre des bons de souscriptions d'actions (BSA) ou de procéder à des rachats d'actions. Le taux d'opposition est moins élevé pour les émetteurs UE et hors UE du fait de l'inclusion des résolutions dans cette thématique d'éléments positifs pour les actionnaires (par exemple, la possibilité de convoquer une assemblée extraordinaire dans un délai raccourci...).
- Sujet majeur, concernant la thématique « Nominations des membres du Conseil », la gestion française souhaite que ses recommandations relatives à la composition des conseils (nombre de membres libres d'intérêt), ainsi qu'au cumul des mandats (dont certaines dispositions ont été intégrées en 2013 dans le code AFEP-MEDEF), soient appliquées dans les sociétés investies.
- Enfin, on constate également que les résolutions liées à l'approbation des comptes et, plus particulièrement, l'affectation des résultats (dividendes) sont très peu contestées alors même qu'elles représentent près du quart des résolutions votées.

2^{ème} partie : Moyens déployés pour juger de la qualité de la gouvernance

Cette partie décrit les moyens humains et techniques dans les SGP en vue de l'analyse des résolutions (section 2.1). Elle présente les processus servant à promouvoir le dialogue et les échanges entre investisseurs et émetteurs (2.2). Cette dernière section met en évidence, selon plusieurs critères et pour la première fois, la perception des gérants concernant la qualité de la gouvernance des émetteurs (2.3).

2.1 Une professionnalisation qui facilite l'analyse des résolutions et l'exécution du vote

Pour l'analyse des résolutions, l'exercice du vote et la réalisation du rapport du vote, l'organisation est très variable d'une SGP à l'autre, et inclut selon les cas les équipes de gestion, d'analystes et du *middle-office*, travaillant de concert avec les responsables du contrôle interne et de la conformité. De manière générale la tendance est à la professionnalisation et au renforcement des moyens alloués.

- Dans les principales SGP généralistes, ainsi que dans quelques sociétés spécialisées en gestion actions, des effectifs en interne sont dédiés, entre autres à l'analyse et l'exercice des votes, en charge notamment des questions relatives à la gouvernance et souvent à la RSE.
- Ces sociétés à personnel dédié ont en règle générale une pratique collégiale en matière de vote, concrétisée le plus souvent par l'existence d'un comité de vote. Pour les sociétés spécialisées et/ou entrepreneuriales, la pratique est soit individuelle, sous la responsabilité du gérant en charge de la valeur, soit centralisée via le responsable de la conformité (RCCI).

Pratiques pour l'analyse des résolutions et exécution des votes
(Plusieurs réponses possibles)

Modalité d'organisation	En % des SGP de l'échantillon	Dont SGP > à 100 assemblées
Collégiale (comité de vote,...)	42%	56%
Individuelle (chaque gérant,...)	42%	32%
Centralisée (RCCI,...)	26%	32%

- En appui du travail d'analyse interne des résolutions, plus des trois-quarts des SGP ont recours aux alertes du programme de veille de l'AFG⁶, qui facilite la mise en pratique des « Recommandations sur le gouvernement d'entreprise » de l'AFG. Ces alertes ne sont en aucun cas des conseils de vote. Elles sont édictées pour attirer l'attention des gérants sur le contenu des projets de résolution non conformes à ces recommandations. Chaque SGP élabore sa propre politique de vote.
- Des services d'études et de conseil sont souvent utilisés par les sociétés de gestion pour compléter leurs propres analyses, et/ou pour contribuer à l'exécution du vote. Concernant les émetteurs français, les trois cinquièmes des SGP ont recours à ces prestataires, principalement Proxinvest et ISS. S'agissant des sociétés qui votent aux assemblées d'émetteurs étrangers, elles utilisent ce type de services plus fréquemment (77%). Elles citent particulièrement ISS, ECGS et Glass Lewis.

2.2 Amélioration de la qualité et généralisation du dialogue

Le dialogue avec les émetteurs, notamment avec leurs dirigeants, est le moyen que privilégient les gérants pour les questionner sur la marche de l'entreprise et les principes de gouvernance pouvant l'impacter. Il permet également aux gérants d'informer les émetteurs de leurs politiques de vote et standards de bonne gouvernance.

⁶ Les « alertes » de l'AFG sont publiques et disponibles sur : www.afg.asso.fr / Rubrique « Gouvernement d'entreprise »/Alertes SBF 120. Les données relatives à ces alertes remontent à l'année 1999, et concernent aujourd'hui la totalité des entreprises du SBF120. Pour plus d'informations cf. P. Bollon, « Bien gérer, c'est aussi bien voter », REF, n° 63, sept. 2001 ; et C. Pardo et T. Valli, « Gouvernement d'entreprise et vote des sociétés de gestion : structuration d'un contre-pouvoir », Revue Française de Gouvernance d'Entreprise, n° 11, 2012.

- Plus des deux tiers des SGP (68%) ont désormais intégré, à des degrés divers, la thématique du gouvernement d'entreprise dans leurs dialogues qu'elles entretiennent avec les entreprises, lors de rencontres individuelles et/ou de communications groupées (cette proportion n'était que de 39% en 2006). Les SGP déclarent expliciter auprès des dirigeants des émetteurs leur politique générale de vote et leurs standards de bonne gouvernance (par exemple ceux de l'AFG). Cette démarche se réalise également par envoi du document contenant leur politique de vote, soit de manière systématique à un périmètre d'émetteurs préalablement défini, soit au cas par cas lorsque des émetteurs n'ont pas de pratiques conformes à cette politique sur certaines thématiques particulières.

Calendrier/modalité des contacts avec les émetteurs

(Plusieurs réponses possibles)

	En % des SGP de l'échantillon	dont SGP > à 100 assemblées
En amont des AG	30%	52%
En période d'AG	34%	60%
Au cas par cas	50%	60%
Au moins un critère	68%	92%

- Le processus (calendrier/modalité) des dialogues est très varié. Ils sont menés tantôt en amont (30%), tantôt pendant les AG (34%), ou bien tout au long de l'année (50%) en fonction des besoins/opportunités.
- Lorsque des divergences entre les politiques de vote des investisseurs et les résolutions à soumettre aux assemblées se manifestent, un dialogue constructif peut être établi en amont des assemblées afin d'apporter des précisions quant à la formulation de résolutions. Les SGP réalisent cette démarche notamment à l'endroit des principales entreprises en portefeuille.
- Les alertes diffusées par l'AFG, avant les AG des entreprises du SBF 120, favorisent également le dialogue entre l'Association et un nombre croissant de dirigeants et responsables de la gouvernance de ces émetteurs.
- Enfin, des sociétés de gestion de l'échantillon témoignent d'une nette amélioration de la qualité du dialogue avec les émetteurs français et de l'UE (respectivement à hauteur de 50% et 25%).

Jugement de la qualité du dialogue avec les émetteurs

Sens de l'appréciation	Emetteurs en		
	France	UE	Hors UE
Amélioration	50%	25%	17%
Stabilité	50%	75%	83%
Détérioration	ns	ns	ns

- L'évolution de la qualité du dialogue témoigne à la fois d'un renforcement de l'engagement des sociétés de gestion et d'une recherche de légitimité et d'amélioration de leur gouvernance par les émetteurs.

2.3 Des gérants qui jugent plutôt positivement la qualité de la gouvernance des émetteurs

Selon les gérants, leurs actions (votes en assemblée, dialogues...) ont un impact positif sur la gouvernance des émetteurs. Ils considèrent par là même qu'à moyen-long terme il existe une relation positive entre une bonne gouvernance d'entreprise et la valeur actionnariale de celle-ci.

- Sur l'évolution de la qualité de la gouvernance des émetteurs dans lesquels elles investissent, les SGP ont une vision plutôt positive, notamment à l'égard des entreprises françaises. En revanche, une plus grande neutralité est exprimée vis-à-vis surtout des émetteurs hors UE, qui peut probablement s'expliquer en partie par un niveau d'information et de « familiarité » moins élevé.

Appréciation des gérants : évolution de la qualité de la gouvernance des émetteurs

	France	UE	Hors UE
Très positive	0%	0%	0%
Plutôt positive	74%	53%	30%
Neutre	17%	47%	70%
Plutôt négative	9%	0%	0%
Très négative	0%	0%	0%

- Le tableau ci-dessous permet, lui, de hiérarchiser les appréciations des gérants sur la qualité de la gouvernance des émetteurs selon les thématiques proposées. Quelle que soit l'origine géographique des émetteurs, les gérants considèrent que le niveau de formation et/ou compétence des dirigeants est le principal critère en adéquation avec leurs exigences en termes de gouvernance. A l'opposé, elles jugent que les modalités d'incitations au sujet de la rémunération des dirigeants ne sont pas suffisamment efficaces. Ce résultat conforte le fort taux d'opposition constaté à l'endroit des résolutions sur la rémunération des dirigeants.

Appréciation des gérants : critères de la qualité de la gouvernance des émetteurs

Les notes moyennes ont été déterminées en tenant compte des valeurs ci-dessous
(1. Très insuffisante, 2. Insuffisante, 3. Moyenne, 4. Satisfaisante, 5. Très satisfaisante)

	France	UE	Hors UE
Mode de fonctionnement de l'assemblée générale	3,6	3,5	3,0
Pouvoir des actionnaires en AG	2,9	3,2	2,9
Mode de fonctionnement du conseil d'administration	3,2	3,3	3,1
Proportion d'administrateurs indépendants/libre d'intérêts	3,0	3,2	2,8
Structure des organes de décision	2,7	3,5	3,0
Indépendance et efficacité fonctionnelle du système d'audit	3,3	3,0	2,8
Ouverture des entreprises au dialogue avec les investisseurs	3,4	3,2	2,8
Transparence et pertinence de l'information délivrée	3,3	3,3	3,1
Existence d'un système incitatif efficace pour les dirigeants	3,0	2,9	2,8
Niveau de formation et/ou compétence des dirigeants	3,7	3,6	3,3
Pour mémoire : nombre de SGP répondantes	44	30	16

- S'agissant des entreprises françaises, les SGP ont une appréciation plutôt positive de la qualité de leur gouvernance, plus particulièrement le mode de fonctionnement des AG, du Conseil d'Administration, et l'indépendance et l'efficacité du système d'audit. Elles restent néanmoins très critiques, quant au cumul des fonctions de Président et Directeur Général en l'absence d'administrateur référent, encore répandu dans beaucoup d'entreprises (note de 2,7). Elles soulignent d'autre part le risque de baisse du pouvoir des actionnaires en AG (note de 2,9), avec le possible développement des droits de vote double, contraire au principe majeur des gestions « une action, une voix », ainsi qu'avec la suppression de principe de neutralité du Conseil instituée par la loi Florange.

Liste des SGP ayant répondu au questionnaire et exercé leurs droits de vote en 2014

AESOPE GESTION DE PORTEFEUILLES	GEORGE V ASSET MANAGEMENT
ALLIANZ GLOBAL INVESTORS	GROUPAMA ASSET MANAGEMENT
ALTO INVEST	GUTENBERG FINANCE
AMPLEGEST	HMG FINANCE
AMUNDI	HSBC GLOBAL ASSET MANAGEMENT (FRANCE)
ARKEON GESTION	HUGAU GESTION
A VIVA INVESTORS FRANCE	HUMANIS GESTION D'ACTIFS
AXA INVESTMENT MANAGERS	INDEP'AM
BARCLAYS WEALTH MANAGERS FRANCE	LA BANQUE POSTALE ASSET MANAGEMENT
BFT GESTION	LA FRANCAISE ASSET MANAGEMENT
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	LA FRANCAISE INFLECTION POINT
CAMGESTION	MANDARINE GESTION
CANDRIAM INVESTORS GROUP	MCA FINANCE
CARMIGNAC GESTION	MEESCHAERT ASSET MANAGEMENT
CCR ASSET MANAGEMENT	METROPOLE GESTION
CM - CIC ASSET MANAGEMENT	MIROVA
COMGEST	MONETA ASSET MANAGEMENT
COVEA FINANCE	NATIXIS ASSET MANAGEMENT
CPR ASSET MANAGEMENT	NEUFLIZE OBC INVESTISSEMENTS
DNCA FINANCE	OFI ASSET MANAGEMENT
ECOFI INVESTISSEMENTS	OFI GESTION PRIVEE
EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (FRANCE)	OUDART GESTION
ETOILE GESTION	PALATINE ASSET MANAGEMENT
FEDERAL FINANCE GESTION	PRO BTP FINANCE
FEDERIS GESTION D'ACTIFS	ROTHSCHILD & Cie GESTION
FINANCIERE DE L'ARC	SG29 HAUSSMANN
FINANCIERE DE L'ECHIQUIER	SOCIETE GENERALE GESTION
FINANCIERE GALILEE	SWISS LIFE ASSET MANAGEMENT (FRANCE)
FOURPOINTS INVESTMENT MANAGERS	SYCOMORE ASSET MANAGEMENT



Les grands principes de l'AFG en matière de gouvernement d'entreprise

- Respect du principe « Une action, une voix »
- Une assemblée générale favorisant la démocratie actionnariale
- Une prise en compte des orientations stratégiques à moyen et long terme et de la politique environnementale et sociale de l'entreprise
- Un conseil d'administration indépendant et efficace
- Des rémunérations adaptées, transparentes et régulièrement soumises au vote de l'assemblée générale
- Opposition aux dispositifs anti-OPA



« Bien gérer, c'est aussi bien voter »

Depuis dix-huit ans, la profession de la gestion d'actifs mène une action volontariste et régulièrement renforcée en matière de gouvernement d'entreprise.

En 1997 : dans son code de déontologie, l'AFG recommande aux gérants d'exercer les droits de vote afférents aux titres détenus dans les OPCVM. Création de la Commission « gouvernement d'entreprise » présidée par Jean-Pierre Hellebuyck.

En 1998 : publication d'un ensemble de recommandations relatives aux assemblées générales et aux conseils d'administration des sociétés françaises faisant appel public à l'épargne (document actualisé à onze reprises).

En 2000 : un programme de veille est mis en place afin de faciliter l'exercice du droit de vote des sociétés de gestion en les alertant lorsque les résolutions soumises aux assemblées générales des sociétés du CAC 40 sont contraires à ces recommandations.

En 2002 : deux nouvelles étapes sont franchies :

- les alertes envoyées aux membres de l'association sont rendues publiques sur le site de l'association et donc consultables par tous ([www.afg.asso.fr/gouvernement d'entreprise](http://www.afg.asso.fr/gouvernement_dentreprise))
- le programme de veille est élargi au SBF 120.

En 2003 : l'association attire désormais aussi l'attention de ses membres sur l'importance particulière de l'exercice du droit de vote dans certaines assemblées générales.

En 2007 : création de la Chaire « Finance durable et investissement responsable » dont les questions liées à la gouvernance des entreprises socialement responsables sont l'un des principaux axes.

En 2001, 2004 et chaque année depuis 2006 : actualisation des recommandations de l'AFG.

