

Exercice des droits de vote par les sociétés de gestion en 2016

Bien gérer c'est aussi bien voter.

Exercice des droits de vote par les sociétés de gestion en 2016

Les principaux résultats de l'enquête sont les suivants :

- ✓ **Progression de la généralisation du vote et de la couverture internationale**
 - La hausse du nombre de participations aux assemblées générales se confirme en 2016 (+8% au global), dont +13% à celles hors de l'Europe
 - En lien avec la diversification des portefeuilles, les émetteurs étrangers représentent les 2/3 des actions gérées par les SGP et plus des 4/5 des AG auxquelles elles participent.

- ✓ **L'exercice effectif du vote reflète le renforcement du niveau d'engagement des SGP**
 - Les SGP n'ont pas approuvé environ 1/5 de l'ensemble des résolutions proposées.
 - Elles ont exprimé au moins un vote « contre » à 81% des AG françaises, et à plus de 60% des AG étrangères où le champ des résolutions est plus restreint.

- ✓ **Ecarts persistants entre résolutions soumises aux AG et politiques de vote des SGP**
 - Les résolutions afférentes aux rémunérations (actions gratuites, options, *say on pay...*) ont catalysé à nouveau les votes d'opposition des gérants : au global, plus de 40% des résolutions ont été contestées, dont près de 50% de celles aux AG d'émetteurs français.
 - En effet, les gérants déplorent un manque de transparence de l'information/benchmarks utilisés pour la fixation des rémunérations et notamment le détail des critères d'attribution de stock-options et d'actions gratuites.
 - Les opérations financières et les dispositifs anti-OPA ont également été au centre des votes d'opposition des gérants, avec respectivement 29% et 22% des résolutions.

- ✓ **Intensification du dialogue et jugement plutôt positif de la gouvernance des émetteurs**
 - A l'égard des émetteurs français, les SGP jugent en amélioration, d'une part la qualité du dialogue (60% des SGP, contre 46% en 2015), et d'autre part la qualité de leur gouvernance (76% des SGP).
 - En complément de l'exercice des votes, le dialogue se développe avec les émetteurs étrangers, et est davantage apprécié, notamment pour les émetteurs « hors Europe » (29% des SGP en 2016 contre 14% en 2015).
 - Cependant, les gérants restent critiques quant à la composition des conseils d'administration (proportion d'administrateurs indépendants/libres d'intérêts, complémentarité des profils) ne répondant pas pleinement aux préconisations des « Recommandations sur le gouvernement d'entreprise » de l'AFG.

L'AFG a réalisé, début 2017, son enquête annuelle auprès de ses membres, les sociétés de gestion de portefeuille (SGP), sur l'exercice de leurs votes lors des assemblées tenues en 2016. Après une description du périmètre de l'échantillon, cette quinzième édition de l'étude présente en première partie, les tendances de la participation des SGP aux votes en assemblée générale et les motifs de contestation, puis en seconde partie, les moyens déployés par les SGP pour réaliser cette activité et établir leur jugement sur la qualité de la gouvernance des émetteurs.

Périmètre de l'enquête et caractérisation de l'échantillon

Les résultats de l'enquête 2016 sont basés sur les réponses de 51 SGP¹ via les 44 questionnaires reçus. L'échantillon des SGP ayant participé à cette enquête (cf. liste à la fin de ce document) est très représentatif compte tenu de la taille et la diversité des acteurs. Il inclut les quinze premières SGP en termes d'encours gérés, vingt-deux parmi les trente premières, et vingt-huit des cinquante premières. L'échantillon est constitué aussi bien de sociétés généralistes filiales de groupes bancaires, de sociétés d'assurance ou de mutuelles, que des spécialistes filiales d'un groupe ou des sociétés entrepreneuriales².

Ces SGP gèrent, ensemble, un total de 330 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 34% des actifs, celles de l'Europe (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.

S'agissant de la répartition de l'encours des actions effectivement votées (260 mds €), le poids des actions françaises s'élève à 37%, et respectivement 43% et 20% pour les actions européennes (hors France) et du reste du monde (hors Europe).

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

	Total déclarés mds.€	dont part des actions émises			Toutes nationalités confondues
		France	Europe*	Hors Europe	
Actions gérées	330	34%	41%	25%	100%
Actions effectivement votées	260	37%	43%	20%	100%

* Hors France

De manière agrégée, ces niveaux d'actifs et de participation aux votes confèrent aux gestions un rôle de premier plan dans le capital des entreprises illustrant, entre autres, l'influence que peuvent exercer les SGP sur les émetteurs en termes de gouvernance, et ce à travers l'exercice des droits de vote et le dialogue qu'elles engagent avec ceux-ci. Par cette démarche, la gestion contribue positivement à l'amélioration du comportement des entreprises et à la qualité de leurs actifs, et donc in fine sur le moyen-long terme à la performance des placements des investisseurs et épargnants.

Au global, les SGP exercent effectivement leurs votes pour 79% de leurs actions cotées en portefeuille. Relativement aux actions françaises cette proportion est la plus élevée (86%) et reflète un très bon niveau de couverture du vote. La représentativité des actions votées d'émetteurs Européens (83%) et hors Européens (65%) poursuit sa tendance haussière reflétant l'élargissement continu des périmètres de vote et le développement des moyens humains et techniques dans les SGP. Toutefois, ces différences expriment aussi la persistance de coûts élevés et des difficultés d'accès au vote sur certains marchés.

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 indicielle, 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 "Rôle des sociétés de gestion dans le financement de l'économie de la zone euro : changement de paradigme ?", C.Pardo / T.Valli, Revue d'Economie Financière n°118, juin 2015.

Représentativité du périmètre effectif du vote

	Au global	dont part des actions (émetteurs)		
		France	Europe**	Hors Europe
Part des actions votées*	79%	86%	83%	65%

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

** Hors France

En considérant le nombre global d'assemblées auxquelles les SGP de l'échantillon ont participé, plus de la moitié (24 SGP sur 44) 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*	Europe**	Hors Europe	
plus de 500 assemblées		5	4	7
entre 100 et 499 assemblées	13	12	4	17
entre 20 et 99 assemblées	22	9	5	13
entre 1 et 19 assemblées	8	5	4	7
Total SGP	43	31	17	44

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

** Hors France

Toutes les SGP de l'échantillon, sauf une, ont participé à au moins une AG d'émetteurs français, 70% des SGP ont voté à des assemblées d'émetteurs en Europe (hors France) et 39% à des AG d'émetteurs hors Europe.

Sur l'année 2016, les sociétés de gestion répondantes ont participé, en cumulé, à 18 520 assemblées dont 3 404 d'émetteurs français, 6 572 d'émetteurs européens, et 8 544 d'émetteurs en dehors de l'Europe.

Concentration des participations aux assemblées selon la nationalité des émetteurs

Cumul des participations	Nationalité des émetteurs			Toutes nationalités confondues
	France	Europe**	Hors Europe	
3 premières SGP *	21%	43%	74%	52%
4ème à 10ème SGP	35%	35%	24%	29%
11ème à 20ème SGP	26%	18%	2%	13%
SGP suivantes	17%	3%	0%	6%
Total des participations (en %)	100%	100%	100%	100%
Nombre de participations	3 404	6 572	8 544	18 520
Distribution des participations	18%	35%	46%	100%

* Selon les volumes de participation aux assemblées

** Hors France

Toute nationalités d'émetteurs confondues, l'analyse des participations aux AG en volume montre une forte concentration qui est étroitement liée à la taille des acteurs et plus particulièrement à leur activité à l'international. En effet le niveau de concentration s'accroît proportionnellement à « l'éloignement géographique » des émetteurs. Au global, les trois premières SGP représentent plus de la moitié des participations (52%) et les dix premières SGP plus des quatre-cinquièmes. S'agissant des participations aux assemblées d'émetteurs français, les 20 premières SGP concentrent plus de 80%, alors que ce niveau est presque atteint pour les 10 premières SGP dans le cas des AG européennes, ainsi que par les 3 premières SGP pour les AG d'émetteurs hors Europe.

1^{ère} Partie : L'implication des gérants lors des votes en AG se confirme via...

Cette partie expose 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 principaux points de la gouvernance et de la stratégie des émetteurs qui engendrent des votes d'opposition des gérants (1.3). Ces deux dernières sections font notamment ressortir les différences nationales en matière de droit des actionnaires.

1.1 ...la généralisation du vote et l'accroissement de la couverture internationale...

En 2016, les SGP de l'échantillon ont participé à 18 520 assemblées soit une hausse de +8% sur un an à périmètre constant.

- En 2016, l'accroissement des participations aux assemblées concerne principalement les émetteurs en Europe (+13%) et hors Europe (+9%). Ceci reflète d'une part la généralisation du vote à certaines catégories de fonds (internationaux...) et/ou à certains pays, et d'autre part l'ouverture de cette activité à de nouveaux marchés, notamment asiatiques et/ou émergents. Quant à la France, on constate une stabilité du nombre de participations, après la hausse de +9% en 2015, expliquée l'année dernière pour certaines SGP, par la mise en place et le développement interne et externe de moyens supplémentaires, qu'ils soient humains ou techniques.

Evolution du nombre des participations aux AG

(Estimations à périmètre constant)

En cumul des participations	Nationalité des émetteurs			
	France	Europe*	Hors Europe	Total
2016	-0,5%	+13%	+9%	+8%
2015	+9%	+8%	+18%	+13%
2014	+1%	+12%	-3%	+3%

* Hors France

- A périmètre constant, le tableau ci-dessous met en évidence le caractère général de cet accroissement des participations à un nombre important de SGP. Ainsi, toutes nationalités confondues, près des 60% des SGP ont augmenté leurs participations aux AG.

Part des SGP ayant augmenté le nombre de leurs participations aux AG

(Estimations à périmètre constant)

En nombre de SGP	Nationalité des émetteurs			
	France	Europe*	Hors Europe	Total
2016	34%	53%	28%	59%
2015	72%	48%	41%	72%
2014	56%	57%	47%	56%

* Hors France

- L'augmentation du nombre de SGP participant aux assemblées, et sa volumétrie, sont de bons indicateurs 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 AFG sur le gouvernement d'entreprise*, ainsi que la poursuite 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 du recours aux services de *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 gestions 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.
- Il subsiste, cependant, encore des barrières exogènes, réglementaires et techniques, notamment en Europe⁵, qui limitent l'accès au vote. Outre des particularités nationales et/ou réglementaires (*Power of attorney*, inscriptions au nominatif...) ces difficultés peuvent dépendre également 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, irrégularité dans la date de réception des bulletins de vote et/ou dans la date limite imposée par certains conservateurs ; faible niveau d'informations préliminaires délivrées par des émetteurs et/ou des modalités d'organisation des assemblées (formulaires de vote spécifiques non-standardisés, blocage des titres...) ; etc. Hormis 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. ...mais dont la structure de vote est conditionnée par les spécificités du droit des actionnaires

La structure des votes, et de même la connaissance en détail de l'importance des résolutions d'opposition (ou votes « contre »), permettent 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, les opérations financières, la rémunération des dirigeants et des salariés jusqu'à celles relatives à l'activité des émetteurs telle que l'approbation des comptes, entre autres.

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, en cours de révision.

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

Thématiques des résolutions	Structure de l'ensemble des votes			Tous émetteurs confondus
	France	Europe	Hors Europe	
Composition, nomination, taille / jetons de présence ou autre forme de rémunération des membres du CA, de surveillance ou équivalent	21%	44%	61%	45%
Nomination et rémunération des contrôleurs légaux des comptes	5%	8%	6%	6%
Modifications statutaires	3%	6%	4%	4%
Approbation des conventions réglementées (hors rémunérations)	5%	1%	2%	3%
Dispositifs anti-OPA	6%	4%	1%	3%
Opérations financières / fusions	19%	10%	7%	11%
Rémunération des dirigeants et des salariés (hors actionnariat salarié)	16%	8%	7%	9%
Actionnariat salarié	4%	0,4%	0,4%	1%
Approbation des comptes et affectation du résultat	15%	13%	7%	11%
Résolutions externes (non agréées par le Conseil)	1%	2%	4%	3%
Formalités et autres motifs...	5%	4%	1%	3%
TOTAL (en %)	100%	100%	100%	100%

- La hiérarchie et le poids de ces thématiques diffèrent en fonction de l'origine géographique des entreprises. Les résolutions afférentes à la composition/nomination des membres du CA sont, en moyenne par assemblée, respectivement deux à trois fois plus nombreuses pour les émetteurs en Europe et hors Europe que celles soumises au vote en France. En effet, dans certains pays anglo-saxons, les mandats des administrateurs sont renouvelés chaque année ce qui suscite un nombre plus important de votes sur cette thématique. Pour éliminer ce biais qui rend difficile la comparabilité, les données du tableau ci-dessous ont été normalisées (hors composition/nomination au CA) afin de montrer le poids relatif des autres thématiques.
- Comme le montre le tableau ci-dessous, il en ressort finalement une plus grande homogénéité du volume des votes pour les thématiques liées à l'approbation des comptes et l'affectation des résultats (un cinquième des votes en moyenne), ainsi que celles relatives aux rémunérations des dirigeants et des salariés (17%). En revanche, en France, les votes sur la mise en place, le développement, et les modalités de calcul des dispositifs d'actionnariat salarié représentent 5% des votes contre moins de 1% pour les émetteurs étrangers, ce qui caractérise la forte diffusion de ces dispositifs dans les entreprises françaises.
- Des différences subsistent 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.
- La thématique « Opérations financières/fusions » arrive en tête des résolutions proposées au vote (24%) dans les AG des émetteurs français. Par rapport aux autres pays, le nombre de ces résolutions est beaucoup plus important en France, principalement dû au fait que le droit français accorde un pouvoir de contrôle 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 des votes hors "composition/nomination" des membres du CA

Thématiques des résolutions	Structure de l'ensemble des votes			Tous émetteurs confondus
	France	Europe	Hors Europe	
Nomination et rémunération des contrôleurs légaux des comptes	6%	14%	15%	12%
Modifications statutaires	4%	11%	9%	8%
Approbation des conventions réglementées (hors rémunérations)	7%	2%	6%	5%
Dispositifs anti-OPA	8%	7%	3%	6%
Opérations financières / fusions	24%	18%	17%	20%
Rémunération des dirigeants et des salariés (hors actionariat salarié)	20%	14%	18%	17%
Actionariat salarié	5%	0,6%	0,9%	2%
Approbation des comptes et affectation du résultat	19%	23%	17%	20%
Résolutions externes (non agréées par le Conseil)	1%	3%	10%	5%
Formalités et autres motifs...	6%	8%	4%	6%
TOTAL (en %)	100%	100%	100%	100%

- Sur un total d'environ 240 000 résolutions votées, les SGP ont exercé leur vote en moyenne à 13 résolutions par assemblée). Le nombre des résolutions varient selon les zones géographiques des émetteurs, ceci est expliqué par les différences entre les droits des actionnaires français plus étendus que ceux de certains pays étrangers qui entraînent un moindre périmètre d'expression pour les SGP. Ainsi, si les SGP votent en moyenne à 20 résolutions par AG en France, ce nombre diminue à 10 votes pour les AG d'émetteurs hors UE.

Nombre de votes par AG

Nationalité des émetteurs			
France	Europe	Hors Europe	Total
20	13	10	13

- La structure de l'orientation des votes observée en 2016 est très similaire à celle des années précédentes : un peu moins d'un cinquième de votes non favorables (18% de votes « contre » et 1% d'abstention).

Structure des votes		Dont SGP > à 100 assemblées
Pour	81%	min (52%) - max (91%)
Contre	18%	min (9%) - max (48%)
Abstention	1%	

- Néanmoins, il existe une grande dispersion de la structure des votes entre les sociétés de gestion reflétant les différences, d'une part des politiques de vote propres à chaque SGP, et d'autre part la participation de celles-ci aux assemblées d'émetteurs étrangers où le poids des votes d'opposition est, en moyenne, plus faible. Par conséquent, pour les SGP ayant participé à plus de 100 assemblées, le poids des votes favorables varie dans une fourchette allant de 52% à 91%.
- Concernant les votes d'opposition, au global, les sociétés ont exprimé en moyenne au moins un vote « contre » à 65% des assemblées, ce niveau est relativement stable par rapport aux années précédentes : en 2015 (65%), 2014 (62%) et 2013 (64%). Pour les émetteurs français ce chiffre atteint 81%. Pour ce qui est du poids des assemblées à l'étranger où au moins un vote d'opposition est exprimé, celui-ci reste significatif mais à un moindre degré (en moyenne 65% pour les émetteurs Europe et 59% pour ceux hors Europe).

Assemblées où au moins un vote d'opposition a été exprimé

En pourcentage de l'ensemble des assemblées	Nationalité des émetteurs			Tous émetteurs confondus
	France	Europe	Hors Europe	
Moyenne toutes SGP	81%	65%	59%	65%
Dont SGP > à 100 assemblées	min (29%) - max (98%)	min (30%) - max (97%)	min (41%) - max (85%)	min (39%) - max (95%)

- La dispersion reste globalement très forte, pour les SGP ayant participé à plus de 100 assemblées, avec une variation allant au global de 39% à 95%.

1.3 Les rémunérations au centre des votes d'opposition des gérants

L'analyse et la hiérarchie des votes d'opposition aux résolutions soumises au vote, permettent d'identifier clairement celles suscitant des réactions de la part des gérants. Pour cela, dans la continuité des enquêtes précédentes, 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.

- Cette année encore, les résolutions les plus contestées sont celles afférentes aux rémunérations. Au global, les gérants ont rejeté 43% des résolutions proposées (46% en 2015). Sur ce thème, les gérants considèrent qu'un manque de transparence persiste au niveau de l'information/benchmarks utilisés pour la fixation des rémunérations et notamment le détail des critères pris en compte pour déterminer de manière objective l'attribution de *stock-options* et d'actions gratuites, ce qui constitue un point de discordance. Le niveau d'opposition est plus marqué à l'encontre des émetteurs français (50% des votes, après 58% en 2015 et 43% en 2014). La *soft law* sur le principe de *say on pay* entrant dans sa troisième année, en attendant l'application complète de la loi Sapin 2, vis-à-vis des émetteurs français, les gérants sont exigeants quant à l'adéquation du contenu de ces résolutions et de l'information disponible dans le document de référence avec leur propre politique de vote.

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

Thématiques des résolutions	France	Europe	Hors Europe	Tous émetteurs confondus
Composition, nomination, taille / jetons de présence ou autre forme de rémunération des membres du CA, de surveillance ou équivalent	23%	11%	10%	11%
Nomination et rémunération des contrôleurs légaux des comptes	30%	13%	8%	14%
Modifications statutaires	14%	8%	8%	9%
Approbation des conventions réglementées (hors rémunérations)	31%	7%	17%	22%
Dispositifs anti-OPA	34%	13%	18%	22%
Opérations financières / fusions	38%	23%	24%	29%
Rémunération des dirigeants et des salariés (hors actionariat salarié)	50%	36%	39%	43%
Actionariat salarié	14%	11%	6%	12%
Approbation des comptes et affectation du résultat	3%	3%	4%	3%
Formalités et autres motifs...	1%	9%	19%	8%
TOTAL (en %)	28%	16%	16%	19%

Note de lecture : dans le cadre des AG des émetteurs français, les SGP se sont opposés à 50% de l'ensemble des résolutions relatives aux "rémunérations des dirigeants" ; et à hauteur de 38% 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 participations. Elles s'opposent en particulier aux résolutions permettant des augmentations de capital sans droit préférentiel de souscriptions (DPS) exagérément dilutives. A ce titre, les opérations financières arrivent, tous émetteurs confondus, en deuxième place des résolutions les plus contestées (29%), à un niveau équivalent à celui de 2015. Aux AG d'émetteurs français, ce taux atteint 38% niveau équivalent à 2015 et à 30% en 2014. Suite à l'impact de la loi Florange, les gérants sont par ailleurs très attentifs à ce que les résolutions relatives aux opérations financières contiennent des mentions précisant explicitement l'impossibilité de leur utilisation en cas d'OPA.
- Les « Dispositifs anti-OPA » permettant, en période d'OPA, d'émettre des bons de souscriptions d'actions (BSA) ou de procéder à des rachats d'actions sont également contestés par les gérants, à hauteur de 34% pour les AG d'émetteurs français.
- 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, 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 disponibles 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). Enfin, la dernière section met en évidence, selon plusieurs critères, la perception des gérants concernant la qualité de la gouvernance des émetteurs (2.3).

2.1 Une activité qui confirme son importance par le renforcement de ressources dédiés

Les effectifs en charge des activités d'analyse des résolutions, d'exercice des votes et de réalisation du rapport du vote, incluent selon l'organisation des sociétés de gestion : des équipes de gestion, d'analystes, du *middle-office*, travaillant en collaboration avec les responsables du contrôle interne et de la conformité. Depuis plusieurs années, en relation avec l'élargissement du périmètre de vote, la tendance est à la professionnalisation et également au renforcement des moyens techniques.

- Dans les principales SGP généralistes, ainsi que dans quelques sociétés spécialisées en gestion actions, des effectifs dédiés à l'analyse extra-financière, qui varient de 2 à 4 personnes pour les principales SGP, participent au processus d'analyse des résolutions et d'exercice des votes. Outre, ce processus centralisé via les effectifs dédiés, ces sociétés ont en règle générale une pratique collégiale en matière de vote, concrétisée le plus souvent par l'existence d'un comité de vote où interviennent des gérants.
- 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 execution des votes

(Plusieurs réponses possibles)

Modalité d'organisation	En % des SGP de l'échantillon	Dont SGP > à 100 assemblées
Collégiale (comité de vote,...)	32%	43%
Individuelle (chaque gérant,...)	55%	43%
Centralisée (Equipe ESG,RCCI...)	34%	48%

- En appui du travail interne d'analyse des résolutions en adéquation avec leur politique de vote individuelle, les deux-tiers des SGP ont recours aux alertes du programme de veille de l'AFG⁶. Ces alertes sont édictées pour attirer l'attention des gérants sur le contenu des résolutions non conformes aux « Recommandations sur le gouvernement d'entreprise » de l'AFG. Ces alertes ne sont en aucun cas des conseils de vote.
- Conséquence de la généralisation de cette activité, de plus en plus de SGP ont recours aux services d'analyses et/ou d'exécution du vote offert par des prestataires d'études et de conseil. Dans le cas des émetteurs français, les prestataires cités sont Proxinvest et/ou ISS. Les SGP qui votent aux assemblées d'émetteurs étrangers utilisent principalement les services d'ISS, et d'ECGS et Glass Lewis.

⁶ Les « alertes » de l'AFG sont publiques et disponibles sur : www.afg.asso.fr / Rubrique « Gouvernement d'entreprise »/Alertes SBF 120.. Pour plus d'informations « Gouvernement d'entreprise et vote des sociétés de gestion : structuration d'un contre-pouvoir », C. Pardo et T. Valli, Revue Française de Gouvernance d'Entreprise, n° 11, 2012.

Recours à des prestataires d'analyses et de conseil

Origine géographique	En % des SGP de l'échantillon	Dont SGP > à 100 assemblées
Emetteurs français	65%	96%
Emetteurs étrangers	84%	91%

2.2 Le dialogue, moyen privilégié pour favoriser les principes de bonne gouvernance...

Dans le cadre d'un suivi des entreprises en portefeuille, les SGP ont de plus en plus recours au dialogue sur la gouvernance notamment avec les dirigeants, les responsables relations investisseurs, les secrétaires du Conseil d'Administration, les directeurs financiers et/ou juridique. Ces échanges permettent également aux gérants d'informer les émetteurs de leurs politiques de vote et standards de bonne gouvernance.

- Dans leur ensemble, les sociétés de gestion ont un jugement plutôt positif de l'évolution de la qualité du dialogue avec les émetteurs. Plus en détail, 60% des SGP jugent celui-ci en amélioration avec les émetteurs français (contre 46% en 2015). La tendance est également positive pour les émetteurs européens et notamment hors Europe (29% des SGP en 2016 contre 14% en 2015). 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.

Jugement de la qualité du dialogue avec les émetteurs

Sens de l'appréciation	Emetteurs en		
	France	Europe	Hors Europe
Amélioration	60%	33%	29%
Stabilité	40%	67%	71%
Détérioration	ns	ns	ns

- Le tableau ci-dessous montre que 70% des SGP ont désormais intégré, à des degrés divers, le dialogue sur le gouvernement d'entreprise avec les entreprises, lors de rencontres individuelles et/ou de communications groupées (cette proportion n'était que de 39% en 2006). Le processus (calendrier/modalité) des dialogues est très varié. Ils sont menés tantôt en amont des AG (39%) soit via les effectifs des SGP en charge des problématiques ESG et aussi souvent à la demande des émetteurs, tantôt juste avant l'AG et le vote des résolutions (36%) pour expliciter les intentions des votes, ou bien tout au long de l'année lors de rencontres avec le management (55%) en fonction d'enjeux spécifiques identifiés en matière de gouvernance (opérations sur capital, rémunérations...) ou de modifications impactant celle-ci.

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	39%	61%
En période d'AG	36%	52%
Au cas par cas	55%	65%
Au moins un critère	70%	91%

- En appui des échanges avec les émetteurs, et dans la perspective d'une bonne compréhension de leurs attentes, les SGP informent les émetteurs de leur politique de vote et des standards de bonne gouvernance qu'elles souhaitent voir intégrées (par exemple ceux de l'AFG). Cette démarche peut se réaliser soit de manière systématique à un périmètre d'émetteurs préalablement défini, par envoi du document contenant leur politique de vote, soit par ciblage d'entreprises ne respectant pas des pratiques conformes à cette politique.
- Lorsque subsistent des divergences entre les politiques de vote des investisseurs et les projets de résolutions, le dialogue permet aux SGP d'exprimer leurs intentions d'opposition, et ce afin d'inciter les émetteurs à apporter des précisions ou modifications quant à la formulation de résolutions. Cette démarche proactive se réalise encore majoritairement à l'initiative des SGP, souvent de manière systématique pour leurs principales lignes en portefeuille, ainsi que de plus en plus à la demande directe des émetteurs ou via un intermédiaire mandaté par ces derniers. La fréquence de ces échanges en constante augmentation témoigne à la fois d'un renforcement de l'engagement, sous cette forme, de la part des sociétés de gestion, et d'une recherche de légitimité et d'amélioration de leur gouvernance de la part des émetteurs. Notons que l'élargissement du dialogue entre les SGP et les émetteurs étrangers est fortement lié au poids croissant de ces derniers dans le périmètre de vote des SGP.
- L'AFG, également, promeut et réalise de longue date un dialogue sur la gouvernance avec les entreprises du SBF 120.

2.3...dont la mise en œuvre dans les entreprises est jugée positivement par les gérants

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

- Concernant 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 (76% des SGP). En revanche, et malgré une amélioration de l'appréciation globale cette année encore vis-à-vis des émetteurs hors Europe, il persiste un niveau de neutralité plus élevé qui peut s'expliquer par un niveau plus faible d'information et de « familiarité » sur ces marchés. Pour les émetteurs européens les avis des SGP sont partagés entre une évolution plutôt positive de la qualité de leur gouvernance et la neutralité.

Appréciation des gérants : évolution de la qualité de la gouvernance des émetteurs			
	France	Europe	Hors Europe
Très positive	2%	0%	0%
Plutôt positive	76%	50%	47%
Neutre	21%	50%	53%
Plutôt négative	0%	0%	0%
Très négative	0%	0%	0%

- Le tableau ci-dessous permet de hiérarchiser l'appréciation des gérants sur la qualité de la gouvernance des émetteurs selon les différentes thématiques proposées. Pour la troisième année consécutive et 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. De même, ils soulignent positivement et dans une proportion supérieure par rapport à 2015, le mode de fonctionnement des assemblées générales, et l'ouverture des entreprises au dialogue avec les investisseurs.
- Les SGP ont une appréciation plutôt positive pour les émetteurs français et européens du mode de fonctionnement du Conseil d'Administration et de l'indépendance et de l'efficacité du système d'audit. Pour les émetteurs français, la faible appréciation du critère relatif à la structure des organes de décision (note de 2,8),

reflète encore parfois l'absence d'administrateur référent en cas de non-dissociation des fonctions de Président et Directeur Général.

- Ils jugent également que les incitations relatives à la rémunération des dirigeants ne sont pas toujours suffisamment efficaces. De manière générale, ils estiment que les informations relatives aux systèmes de rémunérations manquent de transparence, et ce particulièrement dans le choix des benchmarks utilisés pour fixer le niveau de rémunération, et les précisions quant aux critères d'attribution de stock-options et d'actions gratuites. Ce résultat conforte le taux d'opposition constaté à l'endroit des résolutions sur la rémunération des dirigeants.
- Les gérants sont également critiques envers les entreprises hors Europe, quant à la proportion insuffisante d'administrateurs indépendants/libre d'intérêts (note de 2,6 en stabilité par rapport à 2015). En effet pour certains pays émergents et le Japon, les standards de gouvernance en matière de composition des conseils sont jugés au-dessous des standards internationaux. Une faible indépendance des administrateurs est aussi signalée pour certains pays européens comme l'Allemagne et l'Espagne. D'autre part, un faible taux de féminisation des conseils est aussi remarqué en Espagne, et un manque de représentation des salariés au sein des conseils au Royaume Uni. Cette appréciation est d'autant plus négative que dans certains pays les résolutions relatives aux nominations des administrateurs représentent en moyenne plus de la moitié des votes aux assemblées générales.

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	Europe	Hors Europe
Mode de fonctionnement de l'assemblée générale	3,9	3,6	3,4
Pouvoir des actionnaires en AG	3,1	3,2	2,9
Mode de fonctionnement du conseil d'administration	3,2	3,2	2,8
Proportion d'administrateurs indépendants/libre d'intérêts	3,1	3,2	2,6
Structure des organes de décision	2,8	3,4	3,0
Indépendance et efficacité fonctionnelle du système d'audit	3,4	3,2	2,7
Ouverture des entreprises au dialogue avec les investisseurs	3,6	3,4	3,0
Transparence et pertinence de l'information délivrée	3,5	3,3	2,8
Existence d'un système incitatif efficace pour les dirigeants	3,1	2,9	2,5
Niveau de formation et/ou compétence des dirigeants	3,8	3,7	3,6
Pour mémoire : nombre de SGP répondantes	41	26	14

Conclusion

La pratique du vote lors des assemblées d'actionnaires est l'un des moyens pour les gestionnaires d'actifs, au nom de leurs mandants, les investisseurs institutionnels et privés, d'exercer leur rôle de contrôle et d'amélioration de la gouvernance des entreprises, ce afin de bénéficier à terme d'un effet positif sur la valeur de celles-ci et ainsi de protéger leurs placements. La qualité et la pertinence de l'information fournie par les émetteurs constitue un point de vigilance pour les gérants. L'expression de l'influence des actionnaires, et de leurs représentants les gérants, est d'autant plus efficace que les droits des actionnaires lors des assemblées peuvent être pleinement exercés et que les organes de décision de l'entreprise (conseil d'administration et comités spécialisés) jouent efficacement leur rôle.

Liste des SGP ayant répondu au questionnaire et exercé leurs droits de vote en 2016

AESOPE GESTION DE PORTEFEUILLES	HUMANIS GESTION D'ACTIFS
AGICAM	LA BANQUE POSTALE ASSET MANAGEMENT
ALTO INVEST	LA FINANCIERE DE L'ECHIQUIER
AMPLEGEST	MANSARTIS GESTION
AMUNDI ASSET MANAGEMENT	MCA FINANCE
AVIVA INVESTORS France	MEESCHAERT ASSET MANAGEMENT
AXA INVESTMENT MANAGERS PARIS	METROPOLE GESTION
BFT INVESTMENT MANAGERS	MIROVA
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	MONETA ASSET MANAGEMENT
CAMGESTION	NATIXIS ASSET MANAGEMENT
CARMIGNAC GESTION	OFI ASSET MANAGEMENT
CM - CIC ASSET MANAGEMENT	OFI GESTION PRIVEE
COMGEST SA	OUDART GESTION
COVEA FINANCE	PALATINE ASSET MANAGEMENT
CPR ASSET MANAGEMENT	PHITRUST
DIAMANT BLEU GESTION	PORTZAMPARC GESTION
ECOFI INVESTISSEMENTS	PRO BTP FINANCE
EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT France	PROMEPAR ASSET MANAGEMENT
ETOILE GESTION	RAYMOND JAMES ASSET MANAGEMENT INTERNATIONAL
FEDERAL FINANCE GESTION	ROTHSCHILD & CIE GESTION
FINANCE SA	SEVENTURE PARTNERS
FINANCIERE ARBEVEL	SOCIETE GENERALE GESTION
GROUPAMA ASSET MANAGEMENT	SYCOMORE ASSET MANAGEMENT
GUTENBERG FINANCE	SYQUANT CAPITAL
HSBC GLOBAL ASSET MANAGEMENT France	THEAM
HUGAU GESTION	



“Bien gérer, c’est aussi bien voter”

Depuis vingt ans, la profession de la gestion d’actifs mène une action volontariste et régulièrement renforcée en matière de gouvernement d’entreprise.

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.

1998 : publication d’un ensemble de **Recommandations sur le gouvernement d’entreprise** relatives aux assemblées générales et aux conseils d’administration des sociétés françaises faisant appel public à l’épargne.

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.

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 ([www.afg.asso.fr/gouvernement d’entreprise](http://www.afg.asso.fr/gouvernement_d'entreprise));
- le programme de veille est élargi au SBF 120.

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.

2001, 2004 et chaque année depuis 2006 : actualisation des Recommandations de l’AFG.

Thomas Valli

Directeur des Études Économiques

T : +33 (0)1 44 94 94 03

t.valli@afg.asso.fr

Gabriela Gublin-Guerrero

Économiste-statisticienne

T : +33 (0)1 44 94 94 25

g.gublin-guerrero@afg.asso.fr

L’Association Française de la Gestion financière (AFG) représente et promeut les intérêts des professionnels de la gestion pour compte de tiers. Elle réunit tous les acteurs du métier de la gestion d’actifs, qu’elle soit individualisée (mandats) ou collective. Ces derniers gèrent près de 3 800 milliards d’euros, dont près de 1 800 milliards d’euros sous forme de fonds de droit français et environ 2 000 milliards d’euros en gestion sous mandats et fonds de droit étranger.



41 rue de de la Bienfaisance

75008 Paris

T : +33 (0)1 44 94 94 00

 @AFG_France

www.afg.asso.fr