



Exercice des droits de vote par les sociétés de gestion en 2021

DONNÉES D'ENQUÊTE 2021 – 20^E ÉDITION

Bien gérer c'est aussi bien voter



SOMMAIRE

☰	Principaux résultats de l'enquête	1
☰	Périmètre de l'enquête et caractérisation de l'échantillon	2
☰	1. Confirmation de l'implication des gérants lors des votes en AG	5
	1.1 Généralisation du vote et accroissement de la couverture internationale	5
	1.2 Plein exercice des droits d'actionnaires des gérants	7
	1.3 Les rémunérations des dirigeants et les opérations financières au centre des votes d'opposition des gérants	10
☰	2. Les moyens déployés pour juger de la qualité de la gouvernance	12
	2.1 Une activité qui confirme son importance par le renforcement de ressources dédiées	12
	2.2 Le dialogue, moyen privilégié pour favoriser les principes de bonne gouvernance...	13
	2.3 ...sur la base d'une politique de vote...	15
	2.4 ...dont la mise en œuvre dans les entreprises est jugée en amélioration par les gérants	16
☰	Conclusion	19
☰	Liste des SGP répondantes au questionnaire	20
☰	Bien gérer c'est aussi bien voter	21

Principaux résultats de l'enquête

■ Une forte progression de la participation aux votes dans un contexte de vote à distance pour la deuxième année

- ▶ Dans un contexte de montée en puissance de la digitalisation du vote aux assemblées générales, la participation des sociétés de gestion aux assemblées générales est en forte hausse en 2021 (+ 12 % sur un an). Plus en détail, la généralisation du vote aux AG d'émetteurs non européens se poursuit : + 30 % de participation aux AG des émetteurs d'Amérique du Nord et + 16 % aux AG d'émetteurs japonais.
- ▶ Cependant, des barrières qui limitent l'accès au vote subsistent encore en Europe, qu'elles soient réglementaires (*Power of attorney*, inscriptions au nominatif requises...) ou propres à certains acteurs (dates limites raccourcies exigées par certains conservateurs/plateformes par rapport à celles publiées officiellement par les sociétés cotées), et ce de manière contraire à l'objectif poursuivi par la Directive droits des actionnaires.
- ▶ Point positif, de plus en plus d'émetteurs ont proposé en 2021 des outils conversationnels pour améliorer la tenue de leur AG à distance. Dans la perspective d'un retour au présentiel en 2022, l'AFG souhaite que la possibilité d'une interaction avec les actionnaires pendant l'AG par le biais des questions continue à se développer.

■ Hausse des votes d'opposition aux résolutions sur la rémunération des dirigeants, notamment aux AG américaines

- ▶ Les SGP ont exprimé au moins un vote "contre" à près de trois quarts des AG françaises, et aux deux tiers des AG étrangères, où le champ des résolutions est en général plus restreint qu'en France.
- ▶ Au global, près de 40 % des résolutions afférentes aux rémunérations des dirigeants ont été contestées (contre 35 % en 2020). Ce taux s'élève à 54 % s'agissant des émetteurs d'Amérique du Nord, en retard notamment par rapport à des pratiques européennes s'agissant par exemple de l'alignement de ces rémunérations sur les performances de l'entreprise.
- ▶ Un nombre croissant de SGP rend public, en totalité ou en partie (37 % des SGP contre 26 % en 2020), le détail des votes résolution par résolution et ce pour chacune des assemblées auxquelles elles ont participé. Cette pratique en croissance permet de mettre en avant les bonnes pratiques de vote des sociétés de gestion françaises, notamment leurs engagements.

■ Dialogue renforcé sur des enjeux identifiés comme essentiels

- ▶ En complément de l'exercice des droits de vote, le dialogue se développe tout au long de l'année lors de rencontres avec les représentants de la société en fonction d'enjeux identifiés qu'ils soient de gouvernance (politique de rémunération des dirigeants, opérations sur capital, composition du conseil...), environnementaux (alignement des stratégies aux objectifs de l'Accord de Paris, affichage de l'empreinte environnementale des produits et des services...) ou sociaux (emploi et conditions d'emploi, télétravail, santé, sécurité...).
- ▶ Lorsqu'il existe des divergences entre les politiques de vote des sociétés de gestion et les résolutions envisagées, le dialogue permet aux SGP d'exprimer leurs intentions d'opposition. La démarche constructive de dialogue des SGP a par exemple conduit en 2021 des émetteurs à apporter des modifications sur leurs projets de résolutions, ou des informations supplémentaires notamment sur la politique de rémunération, le ratio d'équité, les niveaux des rémunérations variables et les critères de performance des dirigeants.

■ Vigilance sur les mécanismes de nature à réduire les droits des actionnaires

- ▶ Concernant la démocratie actionnariale, des axes d'amélioration sont attendus dans certains pays. Il s'agit par exemple des mécanismes qui portent atteinte à l'expression du droit des actionnaires minoritaires : ainsi l'instauration de droit de vote multiple dans de nouvelles juridictions a pour effet de limiter fortement l'existence de contre-pouvoirs dans les sociétés concernées à l'égard des dirigeants, ce qui constitue un risque pour les actionnaires et les parties prenantes.

L'AFG a réalisé, début 2022, son enquête annuelle auprès de ses membres, les sociétés de gestion de portefeuille (SGP), sur l'exercice de leurs droits de vote lors des assemblées générales tenues en 2021. Après une description du périmètre de l'échantillon, cette vingtième 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, développer le dialogue avec les émetteurs et établir leur jugement sur la qualité de leur gouvernance.

📌 Périmètre de l'enquête et caractérisation de l'échantillon

Les résultats de l'enquête 2021 sont basés sur les réponses de 71 SGP¹ via les 64 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 douze des quinze premières SGP en termes d'encours gérés, vingt-trois parmi les trente premières, et trente-cinq des cinquante premières.

L'échantillon est constitué aussi bien de sociétés généralistes filiales de groupes bancaires, de sociétés d'assurance ou de mutuelles, que de spécialistes filiales d'un groupe ou de sociétés entrepreneuriales².

Ces SGP gèrent, ensemble, un total estimé de 510 milliards d'euros en actions cotées, via des fonds d'investissement ou des mandats discrétionnaires. Parmi celles-ci, les actions françaises représentent 33 % des actifs, celles européennes (hors France) 39 %. Ce résultat est cohérent avec le biais positif fort en faveur des émetteurs locaux que l'on constate dans l'allocation des portefeuilles en actions.

S'agissant de la répartition de l'encours des actions cotées dans le périmètre de vote effectif de l'ensemble des SGP (406 Mds€), le poids des actions françaises s'élève à 35 %, et respectivement 41 % et 24 % 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	Dont part des actions émises			Toutes nationalités confondues
		France	Europe*	Hors Europe	
Actions gérées	510 Mds€	33 %	39 %	28 %	100 %
Actions effectivement votées	406 Mds€	35 %	41 %	24 %	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, 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 *in fine* sur le moyen-long terme à la performance des placements des investisseurs et épargnants.

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

2) Certaines catégories de SGP, plus particulièrement certaines sociétés spécialistes 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 générale.

Au global, les SGP exercent effectivement leurs droits de vote pour 80 % de leurs actions cotées en portefeuille. Concernant les actions françaises, cette proportion est la plus élevée (86 %) reflétant un très bon niveau de couverture du vote. La représentativité des actions "votées" d'émetteurs Européens (83 %) et hors Européens (68 %) poursuit sa tendance

haussière, reflétant l'élargissement continu des périmètres de vote et le développement des moyens humains et techniques dédiés au vote dans les SGP.

Toutefois, ces différences expriment aussi la persistance sur certains marchés de coûts élevés et des difficultés d'accès au vote.

Représentativité du périmètre effectif du vote

	Au global	Dont part des actions émises (émetteurs)		
		France	Europe**	Hors Europe
Part des actions votées*	80 %	86 %	83 %	68 %

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

** Hors France

En considérant le nombre global d'assemblées générales auxquelles les SGP de l'échantillon ont participé, plus de

la moitié (33 SGP sur 64) a participé à plus de 100 assemblées, dont dix SGP 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		6	5	10
...entre 100 et 499 assemblées	12	18	11	23
...entre 20 et 99 assemblées	41	16	8	28
...entre 1 et 19 assemblées	11	15	9	3
Total SGP	64	55	33	64

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

** Hors France

Ainsi, 12 SGP ont participé à plus de 100 assemblées générales d'émetteurs français, et 41 SGP à entre 20 et 99 assemblées. Plus des quatre-cinquième des SGP ont voté à des assemblées d'émetteurs en Europe (hors France) et plus de la moitié des SGP à des AG d'émetteurs hors Europe.

Sur l'année 2021, les sociétés de gestion répondantes ont participé, en cumulé, à 29 513 assemblées dont 4 254 d'émetteurs français (14 % de l'ensemble des assemblées), 10 036 d'émetteurs européens (34 %), et 15 223 d'émetteurs (52 %) en dehors de l'Europe. Parmi ces derniers, les émetteurs d'Amérique du Nord en représentent plus du tiers (38 %) et les émetteurs japonais (13 %), reflet du poids de ces sociétés dans la capitalisation mondiale.

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*	15 %	37 %	71 %	51 %
4 ^e à 10 ^e SGP	26 %	31 %	19 %	23 %
11 ^e à 20 ^e SGP	22 %	18 %	8 %	13 %
SGP suivantes	37 %	14 %	1 %	12 %
Total des participations	100 %	100 %	100 %	100 %
Nombre de participations	4 254	10 036	15 223	29 513
Distribution des participations	14 %	34 %	52 %	100 %

* Selon les volumes de participation aux assemblées.

** Hors France

Toutes 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 (51 %) et les dix premières SGP les trois-quarts. S'agissant des participations aux assemblées d'émetteurs français, les 20 premières SGP en concentrent près des deux-tiers, alors que ce niveau est déjà dépassé par les 10 premières SGP dans le cas des AG européennes et par les 3 premières SGP pour les AG d'émetteurs hors Europe.

La crise de la Covid-19 avait bouleversé l'organisation des AG en 2020, et les émetteurs se sont adaptés cette année 2021 à des degrés divers pour assurer la tenue de leurs AG avec des interactions renforcées. Parmi les bonnes pratiques relevées par les SGP, un plus grand nombre d'émetteurs qu'en 2020, notamment français ont donné la possibilité aux actionnaires de poser des questions en direct lors de l'AG par le biais d'outils conversationnels, ce qui permet aux actionnaires notamment de réagir aux interventions des représentants de la société.

De plus, de nombreuses entreprises proposent en amont aux actionnaires d'adresser leurs questions et d'y répondre pendant l'assemblée générale.

Plus avancé en termes d'outils de communication, certains émetteurs ont donné la possibilité aux actionnaires de poser des questions orales en direct avec caméra ou via des vidéos pré-enregistrés.

Cette pratique a offert l'opportunité aux actionnaires de continuer dans un format en distanciel à inciter les émetteurs au dialogue sur diverses problématiques E, S et G.

Cependant, il serait souhaitable de communiquer le contenu des questions en détail dans les procès-verbaux en 2022.

Dans la perspective d'un retour aux AG en présentiel en 2022, l'AFG, conformément à ses "Recommandations sur le gouvernement d'entreprise", préconise la mise en place d'assemblées générales hybrides qui offrent la possibilité d'assister à l'assemblée générale, soit en présentiel, soit à distance avec les mêmes droits. Une assemblée générale hybride doit donner aux actionnaires à distance l'ensemble des droits, dans des conditions similaires aux actionnaires présents physiquement, comme celui de poser des questions à l'oral ou à l'écrit durant la séance, de révoquer ou proposer des administrateurs ou encore de voter en direct les résolutions soumises à l'assemblée générale.

1. Confirmation de l'implication des gérants lors des votes en AG

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 Généralisation du vote et accroissement de la couverture internationale

En 2021, les SGP de l'échantillon ont participé à 29 513 assemblées soit une hausse de + 12 % sur un an à périmètre constant. Pour la deuxième année, la majorité des assemblées générales se sont tenues à huis clos et les SGP ont pu exercer leurs droits dans le cadre de votes par correspondance.

- En 2021, l'accroissement des participations aux assemblées se poursuit pour les émetteurs non européens + 9 % (après + 14 % en 2020 et + 13 % en 2019) reflétant 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 (+ 16 % pour les AG des émetteurs japonais) et/ou émergents. En particulier, la participation aux AG des émetteurs d'Amérique du Nord est en hausse de + 30 % (après + 19 % en 2020). Quant aux AG d'émetteurs européens (hors France), on constate aussi une poursuite de la hausse du nombre des participations (+ 17 %). Globalement, la hausse continue du nombre des participations s'explique par le développement interne et externe de moyens supplémentaires, qu'ils soient humains ou techniques.

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

En cumul des participations	Nationalité des émetteurs			Total
	France	Europe*	Hors Europe	
2021	+ 11 %	+ 17 %	+ 9 %	+ 12 %
2020	+ 5 %	+ 7 %	+ 14 %	+ 10 %
2019	- 4 %	+ 5 %	+ 13 %	+ 6 %
2018	+ 1 %	+ 5 %	- 1 %	+ 1 %
2017	- 5 %	- 0,8 %	+ 11 %	+ 4 %

* Hors France

- À périmètre constant, le tableau ci-après met en évidence que la hausse du cumul des participations aux AG des émetteurs européens (voir tableau ci-dessus) s'explique par l'accroissement des participations pour un nombre important de SGP (74 % des SGP).

De même, les deux tiers des SGP ont accru leurs participations aux AG des émetteurs français. Au global, le nombre de participations aux AG a progressé pour plus des trois-quarts des SGP.

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

En nombre de SGP	Nationalité des émetteurs			Total
	France	Europe*	Hors Europe	
2021	67 %	74 %	43 %	76 %
2020	58 %	67 %	57 %	68 %
2019	52 %	38 %	65 %	47 %
2018	51 %	67 %	48 %	63 %
2017	34 %	25 %	47 %	59 %

* Hors France

- L'augmentation du nombre de SGP participant aux assemblées générales et sa volumétrie sont de bons indicateurs de leur engagement et de celui de leurs mandants, les investisseurs institutionnels³. En effet, les évolutions constatées s'expliquent par 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*" de l'AFG, 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 générale et du dialogue avec les émetteurs ;
 - ▶ enfin, fort développement commercial de l'offre des SGP françaises vers des investisseurs institutionnels qui encouragent ou exigent une pratique étendue en matière de vote.
- Cependant, il subsiste encore des barrières exogènes, réglementaires et techniques, notamment en Europe, qui limitent l'accès au vote, ce qui semble non conforme à la finalité poursuivie par la Directive européenne sur les droits des actionnaires. Outre de réelles 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.
- On peut citer aussi à titre d'illustration la persistance à travers l'Europe de points de résistance au bon fonctionnement du vote aux assemblées générales des sociétés cotées :
 - ▶ des délais pour voter indûment raccourcis par certains conservateurs/plateformes en contradiction avec les dates limites publiées officiellement par les sociétés cotées ;
 - ▶ l'exigence de blocage des titres ;
 - ▶ des coûts prohibitifs pour voter aux AG dans certains pays européens qui exigent un acte notarié ou la présence physique d'un intermédiaire pour le vote ;
 - ▶ un faible niveau d'informations préliminaires sur les modalités pour voter aux AG de certains émetteurs (formulaires de vote spécifiques non-standardisés...).
 - 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.

3) 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 des droits de 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.

1.2 Plein exercice des droits d'actionnaires des gérants

L'analyse de la distribution des votes selon les grandes thématiques de résolutions (cf. les deux tableaux ci-dessous) et de même la connaissance en détail de l'importance des résolutions d'opposition (ou votes "contre"), permettent de se faire une idée de la volumétrie des votes exercés par les SGP 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 par les émetteurs en AG. Elles concernent aussi bien la gouvernance, les opérations financières, que celles relatives à la rémunération des dirigeants.

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

Thématiques des résolutions	Structure de l'ensemble des votes					Total
	France	Europe*	Amérique du Nord	Japon	Reste du monde	
Composition, nomination, jetons de présence pour les membres du CA, de surveillance ou équivalent	19 %	45 %	77%	85 %	34 %	46 %
Dispositifs anti-OPA et Opérations financières / fusions	25 %	13 %	2%	1 %	18 %	14 %
Rémunération des dirigeants et des salariés (hors actionariat salarié)	26 %	10 %	10%	4 %	6 %	12 %
Actionariat salarié	3,8 %	0,4 %	0,5%	0,1 %	0,5 %	1,2 %
Formalités et autres motifs...	26 %	32 %	11%	9 %	41 %	27 %
TOTAL	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

* Hors France

- La hiérarchie et le poids de ces thématiques diffèrent en fonction de l'origine géographique des entreprises. Les résolutions afférentes à la composition et nomination des membres du conseil sont, en moyenne par assemblée, respectivement deux à quatre fois plus nombreuses pour les émetteurs en Europe et hors Europe (Amérique du Nord, Japon) que celles soumises au vote en France. En effet, dans certains pays anglo-saxons et au Japon, les mandats de l'ensemble 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 deuxième tableau ci-dessous ont été normalisées (en retirant la thématique composition/nomination des membres du CA) afin de montrer le poids relatif des autres thématiques.
- Comme le montre le tableau ci-dessous, s'il en ressort finalement une plus grande homogénéité du volume des votes, des différences importantes subsistent selon la nationalité des émetteurs mettant aussi en évidence les particularités du droit des actionnaires propres à chaque pays.
- Ainsi, la thématique "Dispositifs anti-OPA et Opérations financières/fusions" arrive dans le peloton de tête des résolutions proposées aux votes dans les AG des émetteurs européens (24 %) et français (31 %). Par rapport aux autres pays, le nombre de ces résolutions est plus important, 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 proposées par l'entreprise sont appelées séparément au vote.

- Les thématiques liées aux rémunérations des dirigeants et des salariés concentrent 43 % des votes des émetteurs nord-américains, 32 % des votes pour les émetteurs français et 29 % des émetteurs japonais. Par ailleurs, en France, les votes sur la mise en place, le déve-

loppement, et les modalités de calcul des dispositifs d'actionnariat salarié représentent 5 % des votes, un niveau bien supérieur à celui constaté aux AG des émetteurs des autres pays, ce qui caractérise la forte diffusion de ces dispositifs dans les entreprises françaises.

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

Thématiques des résolutions	Structure de l'ensemble des votes					Total
	France	Europe*	Amérique du Nord	Japon	Reste du monde	
Dispositifs anti-OPA et Opérations financières / fusions	31 %	24 %	7 %	8 %	27 %	25 %
Rémunération des dirigeants et des salariés (hors actionnariat salarié)	32 %	18 %	43 %	29 %	10 %	23 %
Actionnariat salarié	4,7 %	0,8 %	2,2 %	0,9 %	0,8 %	2,2 %
Formalités et autres motifs...	32 %	57 %	48 %	62 %	62 %	50 %
TOTAL	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

* Hors France

- Il convient de noter que les résolutions externes (proposées par les actionnaires), sont de nature différente suivant les pays et le droit applicable. Ainsi si ces résolutions sont plus fréquentes aux AG des émetteurs nord-américains (plus de 6 % des votes)

qu'aux AG françaises, contrairement au droit français, il s'agit de résolutions purement consultatives. Les régimes juridiques très différents expliquent le faible nombre de résolutions sur certains marchés comme la France.

Poids des résolutions proposées par des actionnaires dans le total des votes

France	Europe Hors France	Amérique du Nord	Japon	Reste du monde	Tous émetteurs confondus
0,2 %	1,6 %	6,1 %	2,1 %	3,5 %	2,4 %

- Au global, les SGP ont voté favorablement aux trois-quarts des résolutions proposées par les actionnaires. Le fait que les résolutions

externes ne soient pas contraignantes en Amérique du Nord explique le taux de 84 % de votes favorables.

Poids des votes favorables aux résolutions proposées par des actionnaires

France	Europe Hors France	Amérique du Nord	Japon	Reste du monde	Tous émetteurs confondus
34 %	59 %	84 %	61 %	81 %	75 %

- Sur un total de plus de 360 000 résolutions votées présentées par les émetteurs, les SGP ont exercé leur vote en moyenne à 13 résolutions par assemblée. Le nombre des résolutions varie selon les zones géographiques des émetteurs, ceci est expliqué par les différences entre les droits des actionnaires de sociétés françaises

cotées 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 21 résolutions par AG en France, ce nombre diminue à 14 résolutions par AG pour les émetteurs en Europe (hors France) et à 10 résolutions pour les émetteurs hors Europe.

Nombre de votes par AG

Nationalité des émetteurs			
France	Europe*	Hors Europe	Total
21	14	10	13

* Hors France

Structure de l'orientation des votes observée en 2021

Structure des votes		Dont SGP > à 100 assemblées
Pour	80 %	min (51 %) – max (94 %)
Contre	19 %	min (6 %) – max (49 %)
Abstention	1 %	

- La structure de l'orientation des votes observée en 2021 est similaire à celle des années précédentes avec un cinquième

de votes non favorables (19 % de votes "contre" et 1 % d'abstention).

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

En pourcentage de l'ensemble des assemblées	Nationalité des émetteurs			Toutes nationalités confondues
	France	Europe*	Hors Europe	
Moyenne toutes SGP	72 %	65 %	65 %	66 %
Dont SGP > à 100 assemblées	min (27 %) max (93 %)	min (37 %) max (89 %)	min (45 %) max (88 %)	min (31 %) max (92 %)

* Hors France

- 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 51 % à 94 %.
- Concernant les votes d'opposition, au global les sociétés ont exprimé en moyenne au moins un vote "contre" à 66 % des assemblées auxquelles elles ont participé, un niveau relativement comparable aux années précédentes. Pour les émetteurs français ce chiffre atteint 72 %, pour les émetteurs étrangers celui-ci est légèrement inférieur (en moyenne 65 % pour les émetteurs étrangers, soit Europe et ceux hors Europe).

- La dispersion reste très forte, pour les SGP ayant participé au global à plus de 100 assemblées, avec une étendue sur les assemblées où au moins un vote d'opposition a été exprimé allant de 31 % à 92 %.
- Enfin, dix SGP ont déclaré s'être associées à d'autres investisseurs afin de déposer une ou des résolutions aux AG d'émetteurs français et étrangers en 2021. Les résolutions portaient principalement sur des sujets environnementaux (clarification de la stratégie de réduction des émissions de carbone pour des entreprises du secteur des énergies fossiles, demande d'un rapport sur les efforts des sociétés pour aligner leur *lobbying* climatique sur les objectifs de l'Accord

de Paris). Sur ces sujets, nombre des SGP sont aussi membres et participent aux travaux et campagnes d'organisations internationales en faveur de la construction d'une économie durable par la mesure de l'impact des émetteurs sur l'environnement : émissions de gaz à effet de serre, gestion de l'eau, des déchets... Les dépôts de résolutions ont porté aussi sur des thématiques de gouvernance (élection de directeurs indépendants, clarification sur la gouvernance de la société et le fonctionnement du Conseil d'administration) et sociale/sanitaire (Rapport sur les conséquences de l'utilisation d'antibiotiques dans l'élevage animale à destination de l'alimentation humaine).

Publication du détail des votes résolution par résolution pour chaque assemblée

	En % des SGP de l'échantillon	dont SGP > à 100 assemblées
Oui en totalité	20 %	30 %
Oui en partie	17 %	21 %
Non	63 %	49 %

- Un nombre croissant de SGP rend public, 37 % des SGP participantes à l'enquête, en totalité (20 % des SGP contre 14 % en 2020) ou en partie (17 % des SGP contre 12 % en 2020), le détail des votes résolution par résolution et ce pour chacune des assemblées auxquelles elles ont participé. Cette pratique en croissance est plus développée

pour les plus importantes SGP en termes d'encours gérés. Elle permet d'une part de montrer la cohérence entre la réalité du vote et le contenu de la politique de vote, et d'autre part de mettre en avant les bonnes pratiques de vote des sociétés de gestion françaises, notamment leurs engagements.

1.3 Les rémunérations des dirigeants et les opérations financières au centre des votes d'opposition des gérants

L'analyse et la hiérarchie des votes d'opposition aux résolutions soumises au vote par les émetteurs 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.

- Au global, les gérants ont rejeté 38 % des résolutions afférentes aux rémunérations des dirigeants (contre 35% en 2020, 39 % en 2019 et 43 % en 2018). Plus en détail, les gérants se sont opposés à 54 % des résolutions de cette thématique proposées au vote par

les émetteurs japonais (contre 64% en 2020 et 74 % en 2019) : ce chiffre est la résultante d'une part de l'absence de réglementation obligeant à des résolutions sur le *say on pay* au Japon, et d'autre part de la très faible transparence des critères incitatifs des rémunérations lorsque des résolutions sont proposées. Dans le cas des émetteurs des autres pays, le taux d'opposition est en moyenne assez élevé, et en particulier en forte hausse pour les émetteurs d'Amérique du Nord (55 % contre 37 % en 2020), en retard notamment par rapport aux pratiques européennes s'agissant notamment de l'alignement de ces rémunérations sur les performances de l'entreprise.

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

Thématiques des résolutions	France	Europe*	Amérique du Nord	Japon	Reste du monde	Tous émetteurs confondus
Composition, nomination, jetons de présence pour les membres du CA, de surveillance ou équivalent	21 %	19 %	20 %	19 %	29 %	21 %
Dispositifs anti-OPA et Opérations financières / fusions	34 %	17 %	29 %	35 %	20 %	25 %
Rémunération des dirigeants et des salariés (hors actionariat salarié)	30 %	40 %	55 %	54 %	46 %	38 %
Actionariat salarié	6 %	6 %	3 %	3 %	27 %	8 %
Formalités et autres motifs...	7 %	9 %	19 %	15 %	14 %	11 %
TOTAL	22 %	18 %	24 %	20 %	22 %	20 %

* Hors France

- Sur ce thème, les gérants requièrent une transparence quant à l'information transmise aux actionnaires s'agissant des critères pris en compte pour déterminer la rémunération variable ainsi que l'attribution de stock-options et d'actions gratuites. On note toutefois, pour un certain nombre d'émetteurs français, une amélioration des pratiques en matière de rémunération dans le prolongement d'un dialogue constructif avec les investisseurs, ce qui se reflète par un niveau d'opposition qui reste assez élevé mais en tendance baissière 30 % en 2021 (contre 29 % e 2020 et 36 % en 2019). Les gérants restent 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.
- Les sociétés de gestion veillent tout particulièrement aux résolutions proposées pouvant conduire 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. 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 pendant ces périodes sont également très contestés par les gérants.

À ce titre, les taux d'opposition aux résolutions afférentes aux "Dispositifs anti-OPA et opérations financières/fusions" s'élèvent, tous émetteurs confondus, à hauteur de 25 %. Le taux de 34 % pour les AG françaises, reflète la particularité des droits donnés aux actionnaires s'agissant des autorisations financières. En effet, en droit français les résolutions proposant des augmentations de capital sont précises et multiples, et les gérants, consécutivement à la loi Florange, sont 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.

- Sujet majeur, 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 que la disponibilité des administrateurs (présence effective et règles de cumul des mandats), soient appliquées dans les sociétés investies. Tous émetteurs confondus, le taux d'opposition des votes de cette thématique atteint 21 %.

2. Les 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 dédiées

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 dédiées en charge du gouvernement d'entreprise et du vote aux AG, des équipes de gestion/analystes financiers et extra-financiers, du *middle-office*, RCCI... Depuis plusieurs années, en relation avec l'élargissement du périmètre de vote, la tendance est à la professionnalisation via des équipes dédiées et également au renforcement des moyens techniques.

- En appui du travail interne d'analyse des résolutions en adéquation avec leur politique de vote individuelle, la moitié des SGP ont

recours aux alertes du programme de veille de l'AFG⁴. 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.

- Les SGP ont également recours aux services des prestataires d'études et de conseil pour l'aide à l'analyse des résolutions.
- Ces recommandations permettent aux SGP d'analyser les projets des résolutions aux assemblées générales, mais la décision finale sur l'orientation des votes reste toujours à la main des équipes internes et de la responsabilité de la SGP.

Recours à des prestataires d'analyses et de conseil pour l'aide à l'analyse des résolutions

Origine géographique	En % des SGP de l'échantillon	dont SGP > à 100 assemblées
Émetteurs français	77 %	94 %
Émetteurs étrangers	75 %	97 %

- Pour les sociétés spécialisées et/ou entrepreneuriales, la pratique du vote peut être individuelle, sous la responsabilité du gérant, de l'analyste en charge de la valeur, et/ou centralisée via le responsable de la conformité (RCCI) ou les équipes du *middle-office*. Dans les principales SGP généralistes,

ainsi que dans quelques sociétés spécialisées en gestion actions, des effectifs dédiés ont la charge du processus d'exercice des votes. Ces effectifs s'élèvent entre 3 à 6 personnes pour les principales SGP et entre un équivalent mi-temps et une personne pour les SGP de taille moyenne.

Pratiques pour la décision des votes pour chacune des résolutions (Plusieurs réponses possibles)

Modalité d'organisation	En % des SGP de l'échantillon	dont SGP > à 100 assemblées
Collégiale (comité de vote,...)	16 %	18 %
Individuelle (chaque gérant,...)	33 %	34 %
Centralisée (RCCI, équipe dédiée,...)	70 %	85 %

4) Les "alertes" de l'AFG sont publiques et disponibles sur : <http://www.afg.asso.fr/categorie-de-document/documentation/alertes-ag-sbf-120/>

■ Outre ce processus centralisé via les effectifs dédiés, les SGP ont souvent également une pratique collégiale en matière de vote, concrétisée le plus souvent par l'existence d'un comité des votes. Ainsi, 40 % des SGP

déclarent l'existence d'un comité des votes au sein de leur société. Il est souvent composé des responsables des gestions et d'analyses financières et ESG, de la conformité et du contrôle interne...

Rôle du comité des votes (Plusieurs réponses possibles)

Rôle du comité	En % des SGP de l'échantillon	dont SGP > à 100 assemblées
Consultatif uniquement	35 %	33 %
Décisionnaire final	77 %	83 %

■ Ce comité a souvent un rôle de décisionnaire final du vote (77 % des SGP contre 72 % en 2020) pour des résolutions relatives à des enjeux importants, notamment lorsqu'une situation potentielle de conflit d'intérêt est relevée, pour décider d'un vote ne s'inscrivant pas dans la politique de vote

de la SGP, ou s'agissant des dépôts de résolutions. Ce comité a aussi un rôle consultatif lors de la définition et l'actualisation annuelle de la politique de vote, ou pour éclairer certaines décisions de cette politique de vote et d'engagement avec les émetteurs.

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

Afin d'assurer le suivi des entreprises en portefeuille, les SGP ont de plus en plus recours au dialogue lors de rencontres individuelles et/ou de communications groupées.

Le processus (calendrier/modalité) des dialogues, initiés à la fois par les émetteurs et par les sociétés de gestion, est très varié. Ils sont menés à la fois en amont des AG, via les effectifs des SGP en charge des problématiques du vote, et préalablement à l'AG pour expliciter les intentions des votes.

Le dialogue existe également tout au long de l'année lors de rencontres avec le management en fonction d'enjeux spécifiques identifiés en matière de gouvernance (politique de rémunération des dirigeants, opérations sur capital, composition du conseil...), de stratégie ou de thématiques environnementales et sociales mises en lumière par les analystes ESG.

La professionnalisation de cette démarche de dialogue et d'engagement actionnarial se traduit par la présence d'équipes ou de personnes dédiées.

La population d'émetteurs ciblés peut être prédéfinie. Pour les principales SGP elle correspond souvent à plus d'une centaine d'émetteurs représentant les plus importantes positions en portefeuilles et complétée au cas par cas par d'autres valeurs lorsque des axes d'amélioration sont détectés dans le cadre de la politique d'engagement. Ainsi les trois-quarts des SGP répondantes à l'enquête déclarent dialoguer sur les thématiques de gouvernance, environnementales et sociales avec une partie des émetteurs en portefeuille, et ce taux monte à près de 90 % pour les SGP qui participent à plus de cent assemblées.

Dialogue sur les thématiques ESG avec les émetteurs (Plusieurs réponses possibles)

Thématiques ESG	En % des SGP de l'échantillon	dont SGP > à 100 assemblées
Thématique environnementale	77 %	91 %
Thématique sociale	72 %	88 %
Thématique gouvernance	77 %	91 %

- Notons que l'élargissement d'un dialogue actif entre les SGP et les émetteurs étrangers, principalement européens, est fortement lié au poids croissant de ces derniers dans le périmètre de vote des SGP.
- Concernant la gouvernance, le dialogue porte notamment sur la composition et le fonctionnement du conseil d'administration et des comités (en termes d'indépendance, de diversité, de compétence, de nomination, d'équilibre des pouvoirs, de renouvellement, de représentation des salariés...), les politiques de rémunération (en termes de transparence, de structures fixe/variable, de choix des critères de performance, d'intégration des critères ESG...), les opérations financières dilutives (augmentations et opérations sur le capital) et les mécanismes anti-OPA, la gestion des acquisitions et restructurations, la défense des intérêts minoritaires, les objectifs de féminisation des instances dirigeantes, la transparence des controverses et des mesures correctives, la protection des données et la cybersécurité, l'implication du conseil sur les enjeux RSE, le *reporting* RSE, et les problématiques d'éthique des affaires (pratiques anti-concurrentielles, responsabilité fiscale, transparence de la comptabilité, corruption, fraude, blanchiment d'argent...)...
- Les principaux sujets de dialogue relatifs à la thématique environnementale avec les émetteurs concernent la mesure de l'impact de leurs activités sur le changement climatique, la biodiversité, la déforestation, leurs stratégies d'accompagnement de la transition énergétique et de développement des énergies renouvelables, l'économie circulaire, leurs politiques de gestion des ressources, la pollution de l'air et de l'eau, l'alignement de leurs stratégies aux objectifs de l'Accord de Paris, la neutralité carbone, l'affichage de l'empreinte environnementale des produits et des services, la transparence des *reporting* de développement durable, l'intégration des recommandations du TCFD dans le *reporting* climat des entreprises, le cycle de vie des produits,... Cette démarche s'organise aussi dans le cadre d'initiatives internationales ou de coalitions d'investisseurs, comme les Objectifs de Développement Durable de l'ONU, *Climate Action 100+*, *Shareholders for Change (SfC)*, le *Carbon Disclosure Project (CDP)*, les engagements organisés dans le cadre des Principes pour l'Investissement Responsable (PRI), *Access to Medicine Foundation (ATM)*....
- S'agissant de la thématique sociale, dans une période encore marquée par la crise de la Covid-19, le dialogue s'est renforcé sur les enjeux liés à la gestion de la crise sanitaire et sociale (emploi et conditions d'emploi, télétravail, santé, sécurité...). Par ailleurs, les principaux sujets de dialogue concernent les indicateurs relatifs aux respect des normes sociales, des droits humains, les mesures pour améliorer la mixité et notamment la part des femmes dans les postes d'encadrement supérieur, l'organisation du travail, l'attractivité et la capacité d'innovation, la politique salariale et l'égalité salariale, la formation, la gestion des ressources humaines, la fidélisation et protection sociale des salariés, le bien-être et la diversité des effectifs, la satisfaction des salariés, le développement de l'actionariat salarié, le partage de la valeur, la confidentialité des données individuelles, le traitement social des restructurations et des acquisitions, le dialogue social et les conditions de travail dans l'entreprise et ses fournisseurs et sous-traitants tout au long des chaînes d'approvisionnement...
- L'intégration de critères extra-financiers dans le processus de gestion favorise une généralisation du dialogue sur ces questions notamment avec les émetteurs les moins bien notés ou sujets à des controverses.
- Au sein des sociétés cotées émettrices, plusieurs profils d'interlocuteurs participent au dialogue avec les SGP selon les thématiques. Parmi ceux-ci, le président du conseil, le secrétaire du conseil, les directeurs des relations investisseurs, les dirigeants, les directeurs financiers, les administrateurs référents, les responsables de la RSE sur les problématiques extra financières et les responsables des rémunérations sur les problématiques correspondant à leurs fonctions.

2.3 ...sur la base d'une politique de vote...

- En appui des échanges avec les émetteurs, et dans la perspective d'une bonne compréhension de leurs attentes, près des trois-quarts des SGP informent les émetteurs de leur politique de vote et des standards de bonne gouvernance qu'elles souhaitent voir intégrés (par exemple ceux de l'AFG). Cette démarche peut se réaliser là aussi, soit de manière systématique à un périmètre d'émetteurs préalablement défini, par envoi du document contenant leur politique de vote ainsi que leurs priorités en matière de vote et d'engagement, soit par ciblage d'entreprises ne respectant pas des pratiques conformes à cette politique, ou en se concentrant sur les assemblées générales des sociétés où les enjeux financiers ou de gouvernance sont importants (par exemple, augmentation de capital sans DPS, absence d'éléments sur les critères de performance...). De plus, la politique de vote des SGP est un document public disponible sur leur site internet.
- Lorsqu'apparaissent des divergences entre les politiques de vote des sociétés de gestion et les résolutions envisagées, 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 se réalise aujourd'hui encore principalement avec les émetteurs français et européens. L'AFG promeut ce dialogue de longue date et le met en œuvre avec les entreprises du SBF 120.
- En 2021, la démarche constructive de dialogue des SGP a par exemple conduit des émetteurs : à apporter des informations supplémentaires sur la politique de rémunération, le ratio d'équité, les niveaux des rémunérations variables et les critères de performance des dirigeants (par exemple modalités de calculs, période/durée d'application, intégration RSE...), à intégrer des résolutions portant sur la séparation des pouvoirs (Président et Directeur général), à accepter des résolutions "say on climate" permettant un vote sur la politique climat des entreprises compatible avec les Accords de Paris.

Modalités de la diffusion aux émetteurs d'informations sur les...

	...règles de vote et standards de bonne gouvernance		...motivations d'un vote d'opposition	
	En % des SGP de l'échantillon	dont SGP > à 100 assemblées	En % des SGP de l'échantillon	dont SGP > à 100 assemblées
Systématiquement	13 %	18 %	5 %	6 %
Selon une règle	14 %	18 %	3 %	6 %
Au cas par cas	47 %	52 %	47 %	61 %
Jamais	27 %	12 %	45 %	27 %

- Cette démarche proactive se réalise soit à l'initiative des SGP, pour leurs principales lignes en portefeuille et/ou en fonction d'enjeux spécifiques, soit à la demande 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.

2.4 ...dont la mise en œuvre dans les entreprises est jugée en amélioration par les gérants

Les gérants considèrent que leurs actions (votes en assemblée générale, 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.

Les SGP ont globalement une vision plutôt positive de la qualité de la gouvernance des émetteurs dans lesquels elles investissent. Néanmoins des différences importantes d'appréciation demeurent selon les critères de gouvernance choisis et selon la nationalité des émetteurs.

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

Les notes moyennes ont été déterminées en tenant compte des valeurs suivantes :

1. Très insuffisante, 2. Insuffisante, 3. Moyenne, 4. Satisfaisante, 5. Très satisfaisante

	France	Europe*	Amérique du Nord	Japon
Mode de fonctionnement de l'Assemblée générale	3,9	3,6	3,5	2,8
Pouvoir des actionnaires en AG	3,4	3,2	3,2	2,9
Mode de fonctionnement du Conseil d'administration	3,5	3,4	3,4	2,5
Proportion d'administrateurs indépendants/libre d'intérêts	3,4	3,4	3,2	1,9
Structure des organes de décision	3,2	3,4	3,3	2,2
Indépendance et efficacité fonctionnelle du système d'audit	3,6	3,4	3,1	2,5
Ouverture des entreprises au dialogue avec les investisseurs	3,6	3,6	3,0	2,5
Transparence et pertinence de l'information délivrée	3,6	3,5	3,5	2,8
Existence d'un système incitatif efficace pour les dirigeants	3,4	3,2	2,9	2,1
Pour mémoire : nombre de SGP répondantes	57	48	25	17

* Hors France

- Les gérants restent critiques vis-à-vis des émetteurs ne mettant pas en pratique le principe « une action, une voix », qu'il s'agisse de droits de vote double dans de nombreuses entreprises françaises (loi Florange), mais aussi de droits multiples dans d'autres pays (Belgique, Suède). L'évolution négative des dernières années avec l'instauration de droit de vote multiple dans de nouvelles juridictions (Hong-Kong, Angleterre...) vient en contradiction avec la démocratie actionnariale, et a pour effet de conférer des pouvoirs en blanc aux dirigeants et d'exclure un contre-pouvoir sain. Les droits de vote multiples vont à l'encontre de l'évolution actuelle qui pousse à une plus grande prise en compte par les gérants d'actifs de leur responsabilité sociétale et constitue une dégradation du pouvoir des actionnaires. Plus largement, les gérants considèrent négativement les mécanismes qui portent atteinte à l'expression du droit des actionnaires minoritaires. Il peut s'agir d'une part des mesures protectionnistes sur la structure du capital, comme en Allemagne, en Suisse, ou les dispositifs anti-OPA aux Pays-Bas, le manque d'informations concernant les motivations des augmentations de capital, et d'autre part les particularités nationales d'accès aux votes, comme la nécessité de recourir à des *Power of Attorney* notamment dans les pays nordiques, ou l'existence des blocages de titres sont des lourdeurs administratives qui entravent le bon exercice des droits de vote. De plus, surtout pour les entreprises *small et mid cap*, la pratique qui consiste à regrouper plusieurs propositions au sein d'une même résolution est préjudiciable à l'expression du droit des actionnaires. Enfin, le manque de transparence sur le résultat des votes aux AG d'émetteurs de certains pays nordiques, est également jugé insatisfaisant dans la mesure où il est contraire aux principes édictés par la Directive droits des actionnaires.
- Le mode de fonctionnement du conseil d'administration peut également poser problème. Ainsi pour ce qui est de :
 - ▶ l'Allemagne, où la longue durée des mandats (5 ans), ne permet pas aux actionnaires de se prononcer assez régulièrement sur la composition du conseil même si la pratique est en amélioration. Les gérants soulignent aussi le manque de transparence sur le fonctionnement du conseil et les 50 % d'administrateurs représentants les salariés ;
 - ▶ la Finlande, où la nomination des administrateurs se fait par le biais d'un seul vote d'une liste entière.
- Point positif, les gérants constatent la prise en compte croissante de la parité homme femmes au sein des conseils d'administration et des instances dirigeantes des entreprises européennes.
- Le rôle des comités du conseil d'administration ne devrait pas être oublié. De manière générale, un nombre important de comités du conseil et surtout des comités de rémunération et d'audit comprennent des membres du conseil qui ne sont pas indépendants. Cela pose un risque de gouvernance compte tenu du rôle essentiel de ces comités dans la protection des intérêts des actionnaires minoritaires. De plus, par exemple en Allemagne ou en Finlande, les gérants regrettent que les comités RSE ne se développent pas davantage.
- L'indépendance et l'efficacité fonctionnelle du système d'audit sont particulièrement appréciées pour les entreprises notamment françaises (note de 3,6). S'agissant des entreprises américaines, la pratique des mandats de longue durée des commissaires aux comptes couplée à leurs prestations liées à des services de conseil posent questions. Cette pratique existe aussi pour des émetteurs de nombreux pays européens comme la Suisse, Allemagne, Italie, Royaume-Uni, Espagne...

- Pour les émetteurs français, l'appréciation plus faible du critère relatif à la structure des organes de décision (note de 3,2), reflète encore parfois un cumul des fonctions de directeur général et président, et l'absence d'administrateur référent en cas de non-dissociation des fonctions de Président et Directeur général. Parmi les pays européens, le fait que les présidents du Conseil soient encore souvent d'anciens dirigeants opérationnels est source de conflit d'intérêt.
- Globalement, les informations communiquées sur la rémunération variable des dirigeants ne sont pas toujours jugées suffisamment transparentes par les gérants (note en baisse de 2,9 pour les émetteurs américains et de 3,2 pour les émetteurs européens). L'intégration de critères liés à la stratégie RSE dans leurs rémunérations tend à se diffuser, surtout en France, mais là aussi une plus grande transparence des méthodologies de calcul et des indicateurs utilisés serait utile, ainsi qu'une intégration plus importante de ce type de critère sur les structures de rémunération à long terme. Les gérants signalent aussi le manque de 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. De plus, dans le contexte de la crise sanitaire, les gérants ont considéré que dans certains cas, les pratiques de rémunération n'étaient pas en phase avec la situation économique et sociale de l'entreprise. Point positif pour les gérants, l'harmonisation de la pratique du *say on pay* avec le déploiement de SRD II. Il est à noter que dans certains pays, dont les États-Unis, le vote sur la rémunération des dirigeants est seulement consultatif et non contraignant, et par ailleurs les actionnaires ne votent pas sur le versement du dividende. Au Japon, les actionnaires ne votent pas sur la rémunération des dirigeants (2,1).
- Les gérants sont également critiques envers les entreprises japonaises, quant à la proportion insuffisante d'administrateurs indépendants/libres d'intérêts (note de 1,9), à la structure des organes de décision (2,2) et au mode de fonctionnement du conseil d'administration (2,5). En effet, les standards de gouvernance en matière de composition des conseils sont jugés au-dessous des standards internationaux même s'ils sont en forte amélioration depuis 5 ans. Sont notamment soulignés l'opacité des organes de direction et le niveau d'indépendance et de diversité, notamment la part des femmes toujours faible au sein des conseils d'administration (inférieure à 10 %). Les comités d'audit manquent également d'indépendance. L'information présentée par les sociétés japonaises en amont des AG bien qu'en amélioration reste insuffisante et n'est pas toujours traduite en anglais (par exemple, les CV des personnes proposées aux nominations). Celle-ci devrait davantage tendre vers les standards de *reporting* internationaux. De plus, au Japon les assemblées générales sont concentrées sur une période très restreinte, ce qui impacte la capacité des actionnaires à pouvoir analyser avec précision l'ensemble des résolutions soumises au vote.

Conclusion

La pratique du vote lors des assemblées générales 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, 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 constituent 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 2021

- ABN AMRO
Investment Solutions
- AG2R
La Mondiale gestion
d'actifs
- AGRICA Épargne
- AMIRAL Gestion
- AMPLEGEST
- AMUNDI
Asset Management
- AXA Investment Managers
Paris
- BDF-Gestion
- BFT Investment Managers
- BNP Paribas
Asset Management France
- Boussard & Gavaudan
Gestion
- BPIFrance Investissement
- CANDRIAM France
- Carmignac Gestion
- CIAM
- Clartan Associés
- COMGEST SA
- COVEA Finance
- CPR Asset Management
- Crédit Mutuel
Asset Management
- DNCA Finance
- ECOFI Investissements
- EGAMO
- Eiffel Investment Group
SAS
- Eleva Capital SAS
- Equigest
- Étoile Gestion SA
- Eurazeo Investment
Manager – EIM
- Federal Finance Gestion
- Financière Arbevel
- Financière de la Cité
- Ginjer AM
- Groupama
Asset Management
- Gutenberg Finance
- Hugau Gestion
- INOCAP Gestion
- J. de Demandolx Gestion
- KIRAO Asset Management
- La Banque Postale Asset
Management
- La Financière de l'Échiquier
- La Financière Responsable
- La Financière Tiepolo
- La Française
Asset Management
- Lazard Frères Gestion
- LLM & Associés
- LYXOR Asset Management
- LYXOR International
Asset Management
- M Capital Partners
- Mandarine Gestion
- Mansartis Gestion
- MCA Finance
- Meeschaert Amilton
Asset Management
- Métropole Gestion
- Moneta Asset Management
- Montsegur Finance
- OFI Asset Management
- OSSIAM
- OSTRUM
Asset Management
- Phitrust
- PRO BTP Finance
- RGreen Invest
- Sanso Investment
Solutions
- SG29 Hausmann
- Société Générale Gestion
– S2G
- Swiss Life Asset Managers
France
- Talence Gestion
- Tocqueville Finance SA
- UBS La Maison De Gestion
- Vega Investment Managers
- VIA AM – Veritas
Investment Associates
- Wargny-BBR

Bien gérer, c'est aussi bien voter

Depuis plus de 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"**.

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'AFG et donc consultables sur www.afg.asso.fr à la rubrique "Déontologie et 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.



L'AFG fédère les professionnels
de la gestion d'actifs depuis 60 ans,
au service des acteurs de l'épargne
et de l'économie.

Elle se mobilise pour la gestion d'actifs
et sa croissance ; définit des positions
communes qu'elle porte et défend
auprès des pouvoirs publics ; contribue
à l'émergence de solutions bénéfiques
à tous les acteurs de son écosystème
et s'engage dans l'intérêt de tous
à favoriser le rayonnement de l'industrie,
en France en Europe et au-delà.

AFG
Ensemble, s'investir pour demain

Publication réalisée par le Département Études Économiques de l'AFG

- Thomas Valli, directeur des Études Économiques | t.valli@afg.asso.fr | 01 44 94 94 03
- Juba Ihaddaden, Économiste | j.ihaddaden@afg.asso.fr | 01 44 94 94 04

41 rue de la Bienfaisance | 75008 Paris | T : +33 (0)1 44 94 94 00
Avenue de Cortenbergh 100 | 1000 Bruxelles | T : +32 (0)2 486 02 90

