



# Exercice des droits de vote par les sociétés de gestion en 2023

DONNÉES D'ENQUÊTE – 22<sup>E</sup> ÉDITION  
AVRIL 2024

**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. Implication des gérants lors des votes en assemblée générale (AG)	5
1.1 Accroissement de la couverture internationale des votes	5
1.2 Droits conférés aux actionnaires différents suivant les pays	7
1.3 Rémunérations des dirigeants et opérations financières au centre des votes d'opposition des gérants	10
☰ 2. Moyens déployés pour juger de la qualité de la gouvernance	12
2.1 Activité clé confirmée par l'importance de ressources dédiées	12
2.2 Moyen privilégié pour favoriser une bonne gouvernance des sociétés : le dialogue sur des thématiques étendues	13
2.3 Renforcement de l'engagement sur la base des politiques de vote	15
2.4 Mobilisation des gérants contre les mécanismes qui affaiblissent la démocratie actionnariale	16
☰ Conclusion	19
☰ Liste des SGP répondantes au questionnaire	20
☰ Bien gérer c'est aussi bien voter	21

## Principaux résultats de l'enquête

### ■ Forte implication des gérants aux AG qui déplorent le développement à l'étranger d'AG uniquement virtuelles

- ▶ **La participation des sociétés de gestion aux assemblées générales progresse encore (+ 4 % cette année).** 60 % des SGP ont augmenté leurs participations aux AG d'émetteurs non européens, et le volume de leurs participations est en hausse de 9 %.
- ▶ **Les gérants déplorent la tendance aux États-Unis, mais aussi en Europe (comme en Italie), au développement d'AG purement virtuelles** apparues pendant la pandémie. Ces AG, d'une durée très limitée, privent les actionnaires à la fois d'une présentation complète des axes stratégiques, essentielle à une bonne compréhension de l'entreprise, et aussi d'échanges avec le management. Face à ces pratiques, l'AFG, préconise dans ses *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise*, que les AG se tiennent sous une forme hybride garantissant aux actionnaires, tant à distance que présents physiquement, des droits similaires.

### ■ Les sociétés de gestion, des acteurs engagés via une politique de vote exigeante

- ▶ **Les SGP, en application de leur politique de vote, ont exprimé au moins un vote "contre" à plus de 80 % des AG françaises (contre 74 % en 2022), et à plus des 2/3 aux AG étrangères.**
- ▶ **Les SGP ont voté contre à près d'une résolution sur cinq et à 40 % des résolutions afférentes aux rémunérations des dirigeants.** Hors Europe, États-Unis et Australie, le vote sur la rémunération des dirigeants n'est pas obligatoire. Aux AG d'Amérique du Nord, le taux d'opposition s'élève à 49 %, car les entreprises conservent un retard en matière d'alignement des rémunérations avec les performances financières et extra-financières de l'entreprise par rapport aux pratiques européennes.
- ▶ **Un nombre croissant de SGP (54 %, contre 46 % en 2022), rend public, en totalité ou en partie le détail des votes par résolution pour chaque AG.** Cette communication permet de mettre en avant les bonnes pratiques des sociétés de gestion françaises en matière de vote et d'engagement.

### ■ Des SGP confrontées à des pratiques de gouvernance des émetteurs variables selon les zones géographiques

- ▶ **La représentativité des actionnaires minoritaires se trouve affaiblie par certaines évolutions réglementaires** notamment en faveur des droits de vote multiples qui ont pour effet de décupler les pouvoirs de décision d'un seul actionnaire. Cette dégradation va à l'encontre du bon exercice par les gérants d'actifs de leur responsabilité sociétale à travers l'engagement et le vote.
- ▶ **L'absence fréquente de représentants des salariés et de salariés actionnaires dans les conseils d'administration de sociétés étrangères est déplorée par les SGP.** Les *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise* de l'AFG prônent l'actionnariat salarié, ainsi que l'existence de modes de représentation.
- ▶ **L'intégration, dans la rémunération variable des dirigeants des sociétés cotées, de critères liés à la stratégie RSE des entreprises** est préconisée dans les *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise* de l'AFG. Si cette pratique se développe positivement en Europe, les SGP soulignent encore souvent **un manque de transparence des méthodologies de calcul et des indicateurs utilisés** par les émetteurs.

L'AFG a réalisé, début 2024, 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 2023. Après une description du périmètre de l'échantillon, cette vingt-deuxième 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, elle met en avant 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 2023 sont basés sur les réponses de 77 SGP<sup>1</sup> via les 70 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 10 des 15 premières SGP en termes d'encours

gérés, 21 parmi les 30 premières, et 34 des 50 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 entrepreneuriales<sup>2</sup>.

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

	Total déclaré (en Mds€)	Dont part des actions émises			Toutes nationalités confondues
		France	Europe*	Hors Europe	
Actions gérées	<b>404</b>	28 %	36 %	36 %	<b>100 %</b>
Actions effectivement votées	<b>373</b>	29 %	36 %	35 %	<b>100 %</b>

\* Hors France

De manière agrégée, ces niveaux d'actifs et de participation aux votes confèrent aux sociétés de 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.

Ces SGP gèrent, ensemble, un total estimé de 404 milliards d'euros en actions cotées, via des fonds d'investissement ou des mandats discrétionnaires. Parmi celles-ci, les actions françaises représentent 28 % des actifs, contre 36 % pour celles européennes (hors France).

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 (373 Mds€), le poids des actions françaises s'élève à 29 %, et respectivement à 36 % et à 35 % pour les actions européennes (hors France) et pour celles du reste du monde (hors Europe).

Au global, les SGP exercent effectivement leurs droits de vote pour 92 % de leurs actions cotées en portefeuille. Concernant les actions françaises, cette proportion est la plus élevée (96 %) reflétant un très bon niveau de couverture du vote. La représentativité des actions "votées" d'émetteurs Européens (94 %) et hors

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 des 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.

Européens (88 %) 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 montrent la persistance sur les 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*	<b>92 %</b>	96 %	94 %	88 %

\* 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, 60 % d'entre elles (42 SGP

sur 70) ont participé à plus de 100 assemblées, dont 12 SGP à plus de 500 assemblées générales.

### 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		3	4	<b>12</b>
...entre 100 et 499 assemblées	12	22	18	<b>30</b>
...entre 20 et 99 assemblées	41	25	12	<b>21</b>
...entre 1 et 19 assemblées	16	10	10	<b>7</b>
<b>Total SGP</b>	<b>69</b>	<b>60</b>	<b>44</b>	<b>70</b>

\* 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 4/5<sup>èmes</sup> des SGP ont voté à des assemblées d'émetteurs en Europe (hors France) et près des 2/3 des SGP à des assemblées générales d'émetteurs hors Europe.

Sur l'année 2023, les sociétés de gestion répondantes ont participé, en cumulé, à plus de 33 000 assemblées dont 4 388 d'émetteurs français (13 % de l'ensemble des assemblées), 9 636 d'émetteurs européens (29 %), et 19 218 d'émetteurs en dehors de l'Europe (58 %).

Parmi ces derniers, les émetteurs d'Amérique du Nord en représentent plus du tiers (7 450 AG soit 39 %) et les émetteurs japonais (3 485 AG soit 18 %), ce qui reflète le 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*	16 %	34 %	69 %	51 %
4 <sup>e</sup> à 10 <sup>e</sup> SGP	25 %	25 %	17 %	20 %
11 <sup>e</sup> à 20 <sup>e</sup> SGP	22 %	20 %	10 %	13 %
SGP suivantes	38 %	21 %	5 %	16 %
<b>Total des participations</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>
<b>Nombre de participations</b>	<b>4 388</b>	<b>9 636</b>	<b>19 218</b>	<b>33 242</b>
<b>Distribution des participations</b>	<b>13 %</b>	<b>29 %</b>	<b>58 %</b>	<b>100 %</b>

\* 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 3 premières SGP représentent plus de la moitié des participations (51 %) et les 10 premières SGP près des trois quarts. S'agissant des participations aux assemblées d'émetteurs français, les 20 premières SGP en concentrent un peu plus des 3/5<sup>èmes</sup>. Alors que ce niveau est presque atteint par les 10 premières SGP dans le cas des AG européennes et est dépassé par les 3 premières SGP pour les AG d'émetteurs hors Europe.

L'AFG, dans ses *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise*, préconise la mise en place d'assemblées générales hybrides offrant la possibilité d'assister à l'assemblée générale, soit en présentiel, soit à distance avec les mêmes droits : 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.

La crise de la Covid-19 avait bouleversé l'organisation des AG, les émetteurs ayant développé la pratique des AG virtuelles avec, à des degrés divers, des interactions avec les actionnaires. Les SGP notent des évolutions statutaires, résultant de changements réglementaires, visant à permettre la tenue d'assemblées générales

uniquement en virtuel, par exemple en Allemagne et en Suisse. La pratique des AG uniquement en virtuel a continué en 2023 pour une majorité d'entreprises en Italie, en Europe du Nord et aux États-Unis. Cette tendance impacte la qualité du dialogue actionnarial comme lorsque les assemblées se limitent aux votes des résolutions avec une durée excessivement faible (parfois 15 minutes).

Il est important que les assemblées générales gardent un volet présentiel afin de rester un lieu d'échanges essentiel à une bonne démocratie actionnariale, et ne basculent pas vers un format d'AG préfabriquées axées sur la promotion de la société.

À l'inverse, les SGP notent l'absence de retransmission des AG pour des entreprises de droit luxembourgeois. Les AG hybrides peuvent être une bonne pratique pour faciliter l'accès à l'AG, sous conditions de pouvoir poser des questions pour les personnes à distance et de diffuser en direct l'exhaustivité des thèmes abordés par les questions posées à distance.

Parmi les bonnes pratiques relevées par les SGP, la plupart des grandes entreprises, notamment françaises 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 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. Si les émetteurs partagent les réponses aux questions écrites en les publiant en ligne, l'AFG suggère dans ses *Recommandations* que soient évoquées en assemblée générale les questions écrites d'actionnaires, au-delà des réponses apportées sur le site internet de l'émetteur.

Plus avancés en termes d'outils de communication, certains émetteurs donnent la possibilité aux actionnaires de poser des questions orales en direct.

Cette pratique offre une opportunité supplémentaire aux actionnaires d'inciter les émetteurs au dialogue, dans un format distanciel, sur diverses problématiques environnementales, sociales par exemple, la gestion des ressources humaines) et gouvernance (par exemple, la clarification des responsabilités). Il serait d'ailleurs souhaitable de communiquer le contenu des questions en détail dans les procès-verbaux.

## 1. Implication des gérants lors des votes en assemblée générale (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 (section 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 (section 1.3). Ces deux dernières sections font ressortir les différences nationales en matière de droit des actionnaires.

### 1.1 Accroissement de la couverture internationale des votes

En 2023, les SGP de l'échantillon ont participé à 33 242 assemblées soit une hausse de + 4 % sur un an à périmètre constant.

- Le taux de couverture aux AG des émetteurs français et européens est aujourd'hui à un niveau élevé. En 2023, l'accroissement des participations aux assemblées se poursuit pour les émetteurs non européens + 9 % (après + 20 % en 2022, + 9 % en 2021 et + 14 % en 2020) reflétant d'une part la géné-

ralisation du vote à certaines catégories de fonds (internationaux...) et/ou à certains pays (+ 14 % aux AG des émetteurs nord-américains, après + 12 % en 2022 et + 30 % en 2021), et d'autre part l'ouverture de cette activité à de nouveaux marchés, asiatiques et/ou émergents. 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	
2023	- 1 %	- 4 %	+ 9 %	+ 4 %
2022	- 2 %	- 0,5 %	+ 20 %	+ 10 %
2021	+ 11 %	+ 17 %	+ 9 %	+ 12 %
2020	+ 5 %	+ 7 %	+ 14 %	+ 10 %
2019	- 4 %	+ 5 %	+ 13 %	+ 6 %
2018	+ 1 %	+ 5 %	- 1 %	+ 1 %

\* Hors France

- À périmètre constant, le tableau ci-après met en évidence que la hausse du cumul des participations aux AG des émetteurs non européens (*voir tableau précédent*) s'explique par l'accroissement des participations pour un nombre important de SGP (60 % des SGP cette année, 65 % en 2022).

S'agissant des émetteurs français et européens, respectivement 53 % et 57 % des SGP ont connu une hausse du nombre de leurs participations aux AG en 2023, en lien avec la reprise des marchés. Au global, le nombre de participations aux AG a progressé pour plus de la moitié 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	
2023	53 %	57 %	60 %	<b>57 %</b>
2022	35 %	44 %	65 %	<b>48 %</b>
2021	67 %	74 %	43 %	<b>76 %</b>
2020	58 %	67 %	57 %	<b>68 %</b>
2019	52 %	38 %	65 %	<b>47 %</b>
2018	51 %	67 %	48 %	<b>63 %</b>

\* 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 institutionnels<sup>3</sup>. 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 avec un recours aux services de *proxy providers*, aux plateformes et aux dépositaires visant à compléter l'information et à faciliter l'exercice des votes ;
  - ▶ diffusion et prise en compte accrue des critères ESG par les SGP lors des votes en assemblée générale et du dialogue avec les émetteurs ;
  - ▶ fort développement commercial de l'offre des SGP françaises vers des investisseurs institutionnels qui encouragent ou exigent une pratique étendue en matière de vote.
  - ▶ toutefois, il subsiste encore des barrières exogènes, réglementaires et techniques, telles qu'en Europe. Elles 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 de pratiques, limitatives ou bloquantes, spécifiques à certains acteurs tout au long du processus de vote. On peut citer 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

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.

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.

## 1.2 Droits conférés aux actionnaires différents suivant les pays

L'analyse de la distribution des votes selon les grandes thématiques de résolutions (cf. les deux tableaux ci-après) et 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.

- 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					Tous émetteurs confondus
	France	Europe*	Amérique du Nord	Japon	Reste du monde	
Composition, nomination, jetons de présence pour les membres du CA, de surveillance ou équivalent	18 %	46 %	75 %	87 %	35 %	<b>47 %</b>
Dispositifs anti-OPA et Opérations financières / fusions	26 %	14 %	1 %	1 %	15 %	<b>13 %</b>
Rémunération des dirigeants et des salariés (hors actionariat salarié)	27 %	12 %	10 %	3 %	8 %	<b>13 %</b>
Actionariat salarié	4 %	0,3 %	0,5 %	0,1 %	0,7 %	<b>1,2 %</b>
Formalités et autres motifs...	25 %	28 %	13 %	9 %	41 %	<b>25 %</b>
<b>TOTAL</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>

\* 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 à la nomination des membres du conseil sont, en moyenne par assemblée, respectivement 2 à 4 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-après ont été normalisées (en retirant la thématique composition/nomination des membres du conseil d'administration (CA)) afin de montrer le poids relatif des autres thématiques.

- Comme le montre le tableau ci-après, 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 (26 %) et français (32 %). Par rapport aux autres pays, le nombre de ces résolutions est plus important, ce qui est 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 40 % des votes des émetteurs nord-américains et 33 % des votes pour les émetteurs français. Par ailleurs, en France, les votes sur la mise en place, le développement, et les modalités de calcul des dispositifs d'actionnariat salarié représentent près de 5 % des votes. Ce niveau, bien supérieur à celui constaté aux AG des émetteurs des autres pays, 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					Tous émetteurs confondus
	France	Europe*	Amérique du Nord	Japon	Reste du monde	
Dispositifs anti-OPA et Opérations financières / fusions	32 %	26 %	5 %	6 %	24 %	25 %
Rémunération des dirigeants et des salariés (hors actionnariat salarié)	33 %	22 %	40 %	21 %	12 %	25 %
Actionnariat salarié	4,8 %	0,6 %	1,8 %	0,6 %	1,0 %	2,2 %
Formalités et autres motifs...	30 %	52 %	53 %	72 %	63 %	48 %
<b>TOTAL</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>

\* 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. Ces résolutions sont plus fréquentes aux AG des émetteurs nord-américains (près de 8 % des votes) qu'aux AG françaises car il s'agit de résolutions purement consultatives contrairement au droit français. Les régimes juridiques très différents expliquent le faible nombre de résolutions sur certains marchés comme la France.

#### Poids des votes favorables aux résolutions proposées par des actionnaires

France	Europe Hors France	Amérique du Nord	Japon	Reste du monde	Tous émetteurs confondus
0,4 %	1,6 %	7,9 %	2,5 %	2,7 %	2,9 %

- Au global, les SGP ont voté favorablement aux 2/3 des résolutions proposées par les actionnaires. Les résolutions externes non contraignantes en Amérique du Nord expliquent le taux de 69 % de votes favorables.

**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
53 %	56 %	69 %	52 %	75 %	<b>66 %</b>

- Sur un total de plus de 445 000 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 le droit des actionnaires de sociétés françaises cotées plus étendu que ceux de pays étrangers qui entraîne

un moindre périmètre d'expression pour les SGP. Ainsi, si les SGP votent en moyenne à 21 résolutions par AG en France (certaines AG françaises proposent aux actionnaires de voter 40 résolutions), ce nombre diminue à 15 résolutions en moyenne par AG pour les émetteurs en Europe (hors France), et à 11 résolutions pour les émetteurs hors Europe.

**Nombre de votes par AG**

Nationalité des émetteurs			
France	Europe*	Hors Europe	Total
21	15	11	<b>13</b>

\* Hors France

**Structure de l'orientation des votes observée en 2021**

Structure des votes		Dont SGP > à 100 assemblées	
Pour	78 %	min (47 %) – max (94 %)	
Contre	21 %	min (6 %) – max (53 %)	
Abstention	1 %		

- La structure de l'orientation des votes observée en 2023 est similaire à celle des années précé-

dentes avec environ 1/5<sup>e</sup> des votes non favorables (21% 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*	Amérique du Nord	Reste du monde	
Moyenne toutes SGP	82 %	74 %	85 %	56 %	<b>71 %</b>
<b>Dont SGP &gt; à 100 assemblées</b>	<b>min (59 %) - max (96 %)"</b>	<b>min (48 %) - max (91 %)"</b>	<b>min (30 %) - max (99 %)"</b>	<b>min (32 %) - max (93 %)"</b>	<b>min (45 %) - max (100 %)"</b>

\* Hors France

- Néanmoins, il existe une grande dispersion de la structure des votes entre les sociétés de gestion reflétant les différences entre, 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 47 % à 94 %.

- Concernant les votes d'opposition, au global, les sociétés ont exprimé en moyenne au moins un vote "contre" à 71 % des assemblées auxquelles elles ont participé, un niveau légèrement supérieur à 2022. Pour les émetteurs français, ce chiffre atteint 82 % (contre 74 % en 2022), 74 % pour les émetteurs européens (69 % en 2022) et 85 % pour les émetteurs nord-américains (niveau équivalent à 2022).

- 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 45 % à 100 %.
- Enfin, 14 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 2023. Plus en détail, les résolutions concernaient 7 sociétés sur les problématiques environnementales, 4 sociétés sur celles sociales et 4 sociétés sur des questions de gouvernance.
- Les résolutions portaient sur les stratégies climat : clarification de la stratégie de réduction des émissions carbone, de la comptabilité carbone du scope 3 et du périmètre du bilan carbone, demande d'alignement sur l'Accord de Paris des objectifs de réduction de GES du scope 3 à 2030, demande d'un rapport sur les efforts des sociétés pour aligner leur lobbying climatique sur les objectifs de l'Accord de Paris.
- Les dépôts de résolutions ont porté aussi sur des thématiques de gouvernance (rémunération des dirigeants, suppression des droits de votes spéciaux, révocations d'administrateurs) ou sociales (conditions de travail, transparence sur l'imposition, usage des antibiotiques dans la chaîne d'approvisionnement) Parfois les résolutions se trouvent retirées en amont de l'AG à la suite des engagements pris par les sociétés.

#### 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	30 %	36 %
Oui en partie	24 %	33 %
Non	46 %	31 %

- Un nombre croissant de SGP – 54 % des SGP participantes à l'enquête, en totalité (30 % des SGP contre 26 % en 2022 et 14 % en 2021) ou en partie (24 % des SGP contre 20 % en 2022 et 12 % en 2020) – rend public, 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 de mettre en avant les bonnes pratiques de vote des sociétés de gestion françaises, notamment leurs engagements et se généralise pour les gammes de fonds labellisés ISR.

### 1.3 Rémunérations des dirigeants et 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 cette raison, 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, selon l'origine des émetteurs.

- Au global, les gérants ont rejeté 37 % des résolutions afférentes aux rémunérations des dirigeants (en stabilité par rapport aux années précédentes), avec des taux d'opposition particulièrement élevés :
  - ▶ au Japon, les gérants se sont opposés à 58 % des résolutions sur cette thématique proposées au vote par les émetteurs japonais (contre 52 en 2022, 54 % en 2021, 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 ;
  - ▶ en Amérique du Nord (49 % d'opposition contre 54 % en 2022 et 55 % en 2021), à cause d'un retard notamment par rapport aux pratiques européennes s'agissant 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 %	17 %	26 %	23 %	20 %	<b>21 %</b>
Dispositifs anti-OPA et Opérations financières / fusions	36 %	17 %	26 %	43 %	18 %	<b>26 %</b>
Rémunération des dirigeants et des salariés (hors actionariat salarié)	31 %	40 %	49 %	58 %	39 %	<b>37 %</b>
Actionariat salarié	9 %	37 %	10 %	6 %	44 %	<b>15 %</b>
Formalités et autres motifs...	8 %	9 %	18 %	10 %	13 %	<b>11 %</b>
<b>TOTAL</b>	<b>24 %</b>	<b>17 %</b>	<b>27 %</b>	<b>23 %</b>	<b>18 %</b>	<b>21 %</b>

\* 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. En Europe, l'information fournie reste encore largement insuffisante s'agissant, par exemple, d'émetteurs allemands, suisses, italiens et espagnols. 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 un peu moins élevé 31 % en 2023 contre (28 % en 2022, 30 % en 2021, 29 % en 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 26 % (contre 24 % en 2022 et 25 % en 2021). Le taux de 36 % (33 % en 2022 et 34 % en 2021) 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 les émetteurs intègrent les préconisations de l'AFG relatives à la composition des conseils, la disponibilité des administrateurs (présence effective et règles de cumul des mandats). Tous émetteurs confondus, le taux d'opposition des votes de cette thématique atteint 21 % (niveau identique à 2022).

## 2. 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 (section 2.2). Enfin, la dernière section met en évidence, selon plusieurs critères, la perception des gérants concernant la qualité de la gouvernance des émetteurs (section 2.3).

### 2.1 Activité clé confirmée par l'importance 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 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'AFG<sup>4</sup>. 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.

#### 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	79 %	95 %
Émetteurs étrangers	77 %	95 %

- Les SGP ont également recours aux services des prestataires d'études et de conseil pour l'aide à l'analyse des résolutions. Les principaux prestataires cités sont ISS, Glass Lewis et Proxinvest.
- 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.
- De plus, le vote dans les outils des prestataires selon des politiques de vote personnalisées ne s'exerce souvent pas sur l'ensemble des résolutions ou des zones géographiques. Des résolutions (d'actionnaires ou sur des thématiques ESG particulières) peuvent être analysée au cas par cas par l'équipe en charge du vote et/ou le comité de vote.

#### Recours à des prestataires d'analyses et de conseil pour le vote selon une politique de vote personnalisée

Origine géographique	Pratique du vote	En % des SGP de l'échantillon	Dont SGP > à 100 assemblées
Émetteurs français	Totalement	26 %	33 %
	Partiellement	26 %	38 %
	Pas du tout	49 %	29 %
Émetteurs étrangers	Totalement	23 %	31 %
	Partiellement	30 %	43 %
	Pas du tout	47 %	26 %

4) Les "alertes" de l'AFG sont publiques et disponibles sur : <https://www.afg.asso.fr/thematique-tax/alerte-ag-sbf120/>

- 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 conformi-

mité (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.

#### Modes de décision de l'orientation des votes (% moyen de l'ensemble des résolutions)

Modalité d'organisation	En % des SGP de l'échantillon	Dont SGP > à 100 assemblées
Individuelle (chaque gérant...)	26,7 %	14,3 %
Collégiale (comité de vote...)	4,6 %	0,5 %
Centralisée (RCCI, équipe dédiée...)	68,7 %	85,2 %
<b>Total des votes</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>

- Outre un 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, 30 % des SGP déclarent l'existence d'un comité des votes au sein de leur société. Il est souvent composé des responsables des gestions, d'analystes financiers et ESG et de responsables de la conformité et du contrôle interne.
- Ce comité joue souvent un rôle de décisionnaire final du vote pour des résolutions relatives à des enjeux importants, notamment lorsqu'une situation potentielle de conflit d'intérêt est relevée, pour décider qu'un vote ne s'inscrit 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 en fonction de la politique de vote et d'engagement avec les émetteurs.

## 2.2 Moyen privilégié pour favoriser une bonne gouvernance des sociétés : le dialogue sur des thématiques étendues

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.

Il est souhaitable que les sociétés cotées organisent des échanges avec leurs actionnaires tout au long de l'année et définissent les interlocuteurs en charge de l'engagement selon les thématiques abordées.

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 plusieurs centaines d'émetteurs représentant les plus importantes positions en portefeuilles et complétées au cas par cas par d'autres valeurs lorsque des axes d'amélioration sont détectés dans le cadre de la politique d'engagement. Près des 3/4 des SGP répondant à l'enquête déclarent dialoguer sur les thématiques environnementales, sociales et de gouvernance, avec une partie des émetteurs en portefeuille. Ce taux monte à plus de 80 % pour les SGP qui participent à plus de 100 assemblées.

**Dialogue sur les thématiques E, S, G avec les émetteurs (Plusieurs réponses possibles)**

	En % des SGP de l'échantillon	dont SGP > à 100 assemblées
Thématique environnementale	74 %	88 %
Thématique sociale	70 %	83 %
Thématique gouvernance	66 %	81 %

- Notons que l'élargissement d'un dialogue actif entre les SGP et les émetteurs étrangers est fortement lié au poids croissant de ces derniers dans le périmètre de vote des SGP. En proportion, le dialogue est le plus fréquent sur les questions liées à la thématique

environnementale. Au Japon le dialogue sur les questions de gouvernance des émetteurs est prédominant. Le dialogue sur les questions sociales est en relatif légèrement plus développé avec les émetteurs français.

**Répartition du nombre d'émetteurs avec lesquels les SGP ont dialogué\* sur les thématiques ESG**

Plusieurs réponses possibles pour chaque émetteur	Nationalité des émetteurs				
	France	Europe**	Amérique du Nord	Japon	Reste du monde
Thématique environnementale	62 %	64 %	56 %	60 %	75 %
Thématique sociale	46 %	41 %	44 %	42 %	32 %
Thématique gouvernance	57 %	51 %	53 %	60 %	44 %
<b>Nombre d'émetteurs</b>	<b>1 192</b>	<b>2 176</b>	<b>1 332</b>	<b>327</b>	<b>1 208</b>
<b>Répartition émetteurs (100 % en ligne)</b>	<b>19 %</b>	<b>35 %</b>	<b>21 %</b>	<b>5 %</b>	<b>19 %</b>

\* Uniquement dans le cadre d'un dialogue actif (hors roadshow / présentations).

\*\* Hors France

- Concernant la gouvernance, le dialogue porte sur la composition et le fonctionnement du conseil d'administration et des comités (en termes d'indépendance, de diversité, de compétence, de formation, 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 de critères ESG...), le partage de la valeur entre les parties prenantes, 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 et les droits de votes multiples, les objectifs de féminisation des instances dirigeantes, la transparence des controverses et des mesures correctives, la protection des données et la cybersécurité, l'éthique numérique, 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, leurs émissions de gaz à effet de serre, la biodiversité, l'alimentation animale, l'aquaculture durable, la déforestation, leurs stratégies d'accompagnement de la transition énergétique et de développement des énergies renouvelables, l'économie circulaire, la valorisation des déchets, l'éco-conception, la mobilité durable, leurs politiques de gestion des ressources, la pollution de l'air et de l'eau, la pollution plastique des océans, la gestion durable des terres, le béton vert, les impacts environnementaux dans les chaînes d'approvisionnement et l'épuisement des ressources, l'alignement de leurs stratégies aux objectifs de l'Accord

de Paris, la neutralité carbone (scope 1, 2 et 3), la compensation carbone et les émissions négatives, la validation des objectifs de réduction des émissions CO<sub>2</sub>eq par la *Science-Based Targets initiative*, l'affichage de l'empreinte environnementale des produits et des services, la transparence des reporting de développement durable (CDP), l'intégration des recommandations du TCFD dans le reporting climat des entreprises, le cycle de vie des produits, et les controverses. La transparence de ces informations est nécessaire dans le cadre de la détermination de l'empreinte carbone des portefeuilles.

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, le dialogue s'est renforcé sur les enjeux sanitaires et sociaux (emploi et conditions d'emploi, télétravail, santé, sécurité...). Les principaux sujets de dialogue concernent les indicateurs relatifs au respect des normes sociales, le respect des droits humains, la croissance inclusive, le marketing responsable, la qualité et l'impact social des produits, les mesures pour améliorer la mixité et la part des femmes dans les postes d'encadrement supérieur, l'organisation du travail, l'attractivité et la capacité d'innova-

tion, la politique salariale et l'égalité salariale, la gestion du handicap au travail, la formation, l'emploi des jeunes, 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'actionnariat 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, la transparence sur la satisfaction client.

- 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. Du côté des entreprises, la publication d'informations certifiées dans le cadre de la mise en œuvre de CSDR conduit à un renforcement du dialogue.
- 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 Renforcement de l'engagement sur la base des politiques de vote

- En appui des échanges avec les émetteurs souvent lors d'entretiens avant les AG, et dans la perspective d'une bonne compréhension de leurs attentes, près des 2/3 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, soit à la demande des émetteurs, 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, indépendance et diversité du conseil, absence d'éléments sur les critères de performance...) et/ou selon les objectifs ESG des fonds (ex : *Code de transparence ISR*, indicateurs d'impacts). Cette pratique offre une transparence qui peut contribuer à renforcer les relations des sociétés de gestion avec les entreprises. 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 d'explicitier leurs positions, et ce afin d'inciter les émetteurs à apporter des précisions ou modifications quant à la formulation de résolutions. Cette démarche se réalise pour un univers prédéfini d'entreprises (par exemple, principales lignes en portefeuille) ou au cas par cas (par exemple, lorsque les enjeux financiers ou de gouvernance sont importants, ou lorsqu'il y a une activité d'engagement). L'AFG promeut ce dialogue de longue date et le met en œuvre avec les entreprises du SBF 120.
- Ce dialogue constant et les résultats obtenus aux AG précédentes exercent une influence sur les nouvelles résolutions présentées. En 2023, la démarche constructive de dialogue des SGP a, par exemple, conduit des émetteurs : à retirer ou modifier des résolutions portant sur les augmentations de capital en période d'OPA, sur les politiques de rémunérations et les critères de performance des dirigeants, à fournir des détails sur des chiffres de *turnover* et de plans de formation, à la suppression du quitus aux administrateurs, à augmenter la diversité des conseils, à la publication du scope 3 d'émissions de CO<sub>2</sub> et à la modification du périmètre de bilan carbone.

### 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	10 %	14 %	1 %	2 %
Selon une règle	7 %	12 %	7 %	12 %
Au cas par cas	40 %	50 %	31 %	43 %
Jamais	43 %	24 %	60 %	43 %

- 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 Mobilisation des gérants contre les mécanismes qui affaiblissent la démocratie actionnariale

Les gérants constatent année après année que leurs actions (votes en assemblée générale, dialogues...) ont un impact positif sur la gouvernance des émetteurs. 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 la nationalité des émetteurs.

Le tableau ci-après permet de hiérarchiser l'appréciation des gérants sur la qualité de la gouvernance des émetteurs d'après les différentes thématiques proposées. Quelle que soit l'origine géographique des émetteurs, les gérants considèrent que le mode de fonctionnement des assemblées générales est le principal critère en adéquation avec leurs exigences en termes de gouvernance.

De même, ils soulignent positivement et en légère appréciation, l'ouverture des entreprises françaises et européennes au dialogue avec les investisseurs (respectivement, notes de 3,6 et 3,5). Cette ouverture au dialogue semble plus difficile pour les investisseurs s'agissant d'accéder aux dirigeants et conseils des entreprises japonaises (2,3).

Il serait souhaitable d'encourager les entreprises à davantage communiquer sur les engagements pris auprès des investisseurs et sur leur mise en œuvre. De même, les entreprises devraient communiquer sur leurs pratiques réelles du dialogue (fréquence, interlocuteurs, modalités...).

### 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	<b>3,9</b>	<b>3,7</b>	<b>3,5</b>	<b>2,9</b>
Pouvoir des actionnaires en AG	3,4	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	2,7
Mode de fonctionnement du Conseil d'administration	<b>3,7</b>	<b>3,6</b>	<b>3,4</b>	2,6
Proportion d'administrateurs indépendants/libre d'intérêts	3,6	3,4	3,2	<b>1,9</b>
Structure des organes de décision	<b>3,3</b>	3,4	3,2	2,3
Indépendance et efficacité fonctionnelle du système d'audit	<b>3,8</b>	<b>3,6</b>	3,3	2,5
Ouverture des entreprises au dialogue avec les investisseurs	3,6	3,5	3,1	2,3
Transparence et pertinence de l'information délivrée	<b>3,7</b>	3,5	3,3	2,4
Existence d'un système incitatif efficace pour les dirigeants	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	2,4
<b>Pour mémoire : nombre de SGP répondantes</b>	<b>57</b>	<b>50</b>	<b>35</b>	<b>18</b>

\* 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.

L'évolution négative des dernières années avec l'instauration de droits de vote multiples dans de nouvelles juridictions vient en contradiction avec la démocratie actionnariale, et a pour conséquence 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 la volonté des gérants d'actifs d'exercer pleinement 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, les délais très courts

pour voter par exemple en Italie. 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 bien l'existence des blocages de titres sont des lourdeurs administratives qui entravent le bon exercice des droits de vote. De plus, on observe pour les entreprises *small* et *mid cap* de certains pays, des pratiques consistant à regrouper plusieurs propositions au sein d'une même résolution de façon préjudiciable à l'expression du droit des actionnaires.

Certains gérants soulignent que les modalités pour les dépôts de résolutions s'avèrent particulièrement complexes dans des pays, comme les Pays-Bas. Ils regrettent le manque d'uniformisation en Europe des réglementations locales sur les conditions de dépôt de résolutions externes.

Les gérants sont critiques quant au niveau de transparence des stratégies climatiques de certains émetteurs. De plus, ils constatent encore un manque d'explications sur les motivations de certaines résolutions (notamment sur les autorisations d'augmentation de capital).

Enfin, le manque de transparence sur le résultat des votes aux AG d'émetteurs de 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 un problème. 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 représentant les salariés ;
- ▶ la Finlande, où la nomination des administrateurs se fait par le biais d'un seul vote d'une liste entière ;
- ▶ l'absence ou la faible présence de représentants de salariés au sein des conseils est problématique sur des marchés, notamment nord-américain, Royaume-Uni et pays asiatiques.

De façon positive, 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.

Autre tendance positive, le développement d'un dialogue régulier dédié à la gouvernance avec un membre du conseil (administrateur-référent, président du conseil, secrétaire du conseil).

Le rôle des comités du conseil d'administration ne devrait pas être oublié. Certains comités du conseil, surtout des comités de rémunération et d'audit, manquent d'administrateurs indépendants<sup>5</sup>. C'est 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 3,8 comme en 2022). A contrario, s'agissant des entreprises américaines, la pratique des mandats de longue durée (souvent les mandats ont plus de 10 ans) des commissaires aux comptes couplée à leurs prestations liées à des services de conseil est source de potentiel conflit d'intérêt (note de 3,3). Cette pratique existe 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 3,3), reflète encore parfois un cumul des fonctions de directeur général et de président, et l'absence d'administrateur référent en cas de non-dissociation des fonctions de directeur général et de président. Parmi les pays européens, le fait que les présidents du Conseil soient encore souvent d'anciens dirigeants opérationnels est perçue comme une source de conflit d'intérêt.

5) Recommandations sur le gouvernement d'entreprise à télécharger sur le site de l'AFG : <https://www.afg.asso.fr/afg-document/recommandations-sur-le-gouvernement-dentreprise-2024/>

Globalement, les informations communiquées sur la rémunération variable des dirigeants ne sont pas toujours jugées suffisamment transparentes par les gérants (note de 3,0 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, 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. Par exemple, en Allemagne, les niveaux de rémunération dans les entreprises apparaissent plus élevés que celles de leurs pairs d'autres pays.

Il est à noter que dans certains pays, en Europe et aux États-Unis, le vote sur la rémunération des dirigeants est seulement consultatif et non contraignant. Ceci limite fortement l'effet incitatif pour les dirigeants d'améliorer notamment la performance ESG de l'entreprise. Au Japon, les actionnaires ne votent pas sur la rémunération des dirigeants (note de 2,4 comme en 2022).

## 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 les personnes physiques – 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 de protéger leurs placements.

Les gérants sont également critiques envers les entreprises japonaises, quant à la proportion insuffisante d'administrateurs indépendants/libres d'intérêts (note de 1,9 contre 2,1 en 2022), à la structure des organes de décision (2,3 contre 2,5 en 2022) et au mode de fonctionnement du conseil d'administration (2,6 contre 2,3 en 2022).

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 ces dernières années. Sont 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 C.V. des personnes proposées aux nominations). L'information présentée par les sociétés japonaises s'améliore mais devrait davantage suivre les standards de reporting internationaux.

Enfin, les sociétés japonaises doivent poursuivre leurs efforts pour aligner leur système de rémunération sur le long terme et utiliser des indicateurs de performance. 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.

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 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 correctement leur rôle.

## Liste des SGP ayant répondu au questionnaire et exercé leurs droits de vote en 2023

- AG2R La Mondiale Gestion d'actifs
- Agrica Épargne
- Alternative Patrimoniale
- AMPLEGEST
- Amundi Asset Management
- Apicil Asset Management
- Apitalk
- AXA Investment Managers Paris
- BDF Gestion
- BFT Investment Managers
- BNP Paribas Asset Management France
- BPI France Investissement
- Carmignac Gestion
- Comgest SA
- Conservateur Gestion Valor
- Covea Finance
- CPR Asset Management
- Crédit Mutuel Asset Management
- DNCA Finance
- DOM Finance
- Dubly Transatlantique Gestion
- Ecofi Investissements
- Edmond de Rothschild Asset Management (France)
- Egamo
- Eiffel Investment Group SAS
- Eleva Capital SAS
- Erasmus Gestion
- Federal Finance Gestion
- Fideas Capital
- Fil Gestion
- Financière Tiepolo
- Generali Investments Partners S.P.A.
- Ginjer AM
- Groupama Asset Management
- Gutenberg Finance
- Hugau Gestion
- IDE – Investisseurs dans l'entreprise
- Indépendance AM
- Inocap Gestion
- Kirao Asset Management
- La Banque Postale Asset Management
- La Financière de l'Échiquier
- La Française Asset Management
- Lazard Frères Gestion SAS
- MCA Finance
- Messieurs Hottinguer & Cie – Gestion Privée
- Mirova
- Montaigne Capital
- Montbleu Finance
- Myria Asset Management
- Ofi Invest Asset Management
- Ossiam
- Phitrust
- Piquemal Houghton Investments SAS
- Platinum Gestion
- Pro BTP Finance
- Promepar Asset Management
- Rothschild & Co Asset Management Europe
- Saint Olive et Cie
- Saint Olive Gestion
- Sanso Investment Solutions
- Seventure Partners
- SG29 Haussmann
- Société Générale Gestion – S2G
- Sofidy – Société de gestion de fonds immobiliers
- Sunny Asset Management
- Swiss Life Asset Managers France
- Swisslife Gestion Privée
- Sycomore Asset Management
- Talence Gestion
- Tocqueville Finance SA
- Truffle Capital SAS
- Trusteam Finance
- 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 20 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. La **Commission Gouvernement d'entreprise** est créée.

1998

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 est publié.

2000

Un **programme de veille** est mis en place. Il facilite 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

Les **alertes** envoyées aux membres de l'association sont rendues publiques sur le site de l'AFG et consultables sur [www.afg.asso.fr](http://www.afg.asso.fr) à la rubrique "Gouvernement d'entreprise". Le programme de veille est élargi au SBF 120.

2007

La **Chaire "Finance durable et investissement responsable"** est créée. Les questions liées à la gouvernance des entreprises socialement responsables sont l'un de ses principaux axes.

Les **Recommandations sur le gouvernement d'entreprise 2024** de l'AFG sont disponibles sur le site 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**.
- Elle définit des **positions communes**, qu'elle porte et défend auprès des pouvoirs publics.
- Elle contribue à l'émergence de **solutions bénéfiques à tous les acteurs** de son écosystème.
- Elle s'engage, dans l'intérêt de tous, à **favoriser le rayonnement** de l'industrie, en France, en Europe et au-delà.
- Elle s'investit pour **l'avenir**.

### **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](mailto:t.valli@afg.asso.fr) | +33 (0)1 44 94 94 03
- Juba Ihaddaden, économiste | [j.ihaddaden@afg.asso.fr](mailto:j.ihaddaden@afg.asso.fr) | +33 (0)1 44 94 94 04

41 rue de la Bienfaisance | 75008 Paris | T : +33 (0)1 44 94 94 00  
Avenue des arts 44 | 1000 Bruxelles



[www.afg.asso.fr](http://www.afg.asso.fr)