



EXERCICE DES DROITS DE VOTE PAR LES SOCIÉTÉS DE GESTION EN 2025

« Bien gérer, c'est aussi bien voter »

Avril 2026





L'Association Française de la Gestion financière (AFG) représente et promeut l'utilité de la gestion d'actifs pour les investisseurs et l'avenir de notre pays. Elle regroupe plus de 400 membres, dont environ 330 sociétés de gestion, qui gèrent 90 % des encours sous gestion en France. Le montant de ces encours s'élève à 5 400 milliards d'euros, montant le plus élevé des Etats membres de l'Union européenne.

L'AFG soutient le développement de la gestion d'actifs française au bénéfice des épargnants, des investisseurs et des entreprises. L'AFG s'investit pour une réglementation stable, efficace et compétitive, avec un engagement fort : permettre aux épargnants de financer leurs projets de vie tout en mobilisant l'épargne privée vers les entreprises qui se transforment.

SOMMAIRE

PRINCIPAUX RESULTATS	4
Avant-propos et périmètre de l'enquête et caractérisation de l'échantillon.....	5
Chapitre 1 – Implication des gérants lors des votes en assemblée générale (AG)..	6
1.1 Accroissement de la couverture internationale des votes	7
1.2 Droit conférés aux actionnaires différents suivant les pays.....	7
1.3 Rémunération des dirigeants et opérations financières au centre des votes d'opposition des gérants.....	11
Chapitre 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.....	14
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 actionariale.....	16

LES PRINCIPAUX RESULTATS A FIN 2025

Des gérants d'actifs toujours plus mobilisés dans l'exercice de leurs droits de vote

Menée début 2026 sur la base des assemblées générales des sociétés cotées tenues en 2025, l'étude de l'AFG met en évidence une progression continue de la participation des sociétés de gestion aux assemblées générales.

- Les sociétés de gestion de l'échantillon ont participé à 36 668 assemblées générales, soit une hausse de +6 % sur un an, avec une progression particulièrement marquée pour les assemblées d'émetteurs non européens (+10 %).
- Les gérants ont exprimé **au moins un vote « contre » dans 72 % des assemblées générales** auxquelles ils ont participé : **79 % des AG françaises, 72 % des AG européennes (hors France) et 89 % des AG nord-américaines.**
- 61 % des sociétés de gestion publient désormais le détail de leurs votes**, résolution par résolution, en totalité ou en partie, illustrant la progression des pratiques de transparence dans la profession.

Ces résultats confirment le rôle central joué par les sociétés de gestion dans la promotion de bonnes pratiques de gouvernance et dans la défense des intérêts de leurs clients.

Une gouvernance en progrès toujours marquée par des différences nationales

L'étude met également en évidence des écarts persistants dans les pratiques de gouvernance selon les zones géographiques avec une progression notable de la perception de la gouvernance sur 6 ans.

Les sociétés de gestion soulignent notamment :

- Un niveau de gouvernance qui continue à rester plus élevé en France que dans les autres pays avec une ouverture au dialogue plus forte en France et en Europe**, ainsi que des progrès en matière de diversité au sein des instances dirigeantes ;
- Une progression notable au Japon** même si les pratiques en matière de gouvernance restent encore en retrait, et l'absence de progrès en Amérique du Nord ;
- Des réserves vis-à-vis de certains dispositifs limitant l'expression du droit des actionnaires**, tels que les droits de vote multiples, les dispositifs anti-OPA ou certaines contraintes administratives pesant sur l'exercice du vote ;
- Des difficultés d'accès à l'information ou de transparence dans certains marchés**, susceptibles de limiter l'analyse des résolutions et le dialogue avec les entreprises.

Des votes d'opposition ciblés sur les rémunérations et les opérations financières

L'analyse des votes d'opposition met en évidence des attentes fortes des investisseurs en matière de gouvernance.

- 43 % des résolutions relatives aux rémunérations des dirigeants font l'objet d'un vote d'opposition, un niveau particulièrement élevé pour les émetteurs nord-américains (69 %) où les politiques de**

rémunération apparaissent souvent insuffisamment alignées avec les performances de long terme et les critères ESG.

Les gérants restent également vigilants face aux risques de dilution : 24 % des résolutions relatives aux opérations financières sont rejetées, et 33 % pour les émetteurs français, où les actionnaires disposent d'un pouvoir de contrôle plus étendu sur les augmentations de capital.

Ces votes témoignent de la vigilance accrue des sociétés de gestion à l'égard des décisions susceptibles d'affecter durablement la gouvernance et la création de valeur des entreprises.

Le dialogue actionnarial, levier central d'amélioration de la gouvernance

Au-delà du vote en assemblée générale, les sociétés de gestion renforcent leurs démarches de dialogue avec les entreprises.

Plus de 80 % des sociétés de gestion dialoguent avec les entreprises sur les enjeux environnementaux et de gouvernance, et trois quarts sur les enjeux sociaux.

Ce dialogue intervient fréquemment **en amont des assemblées générales**, notamment avec **40 % des émetteurs français et 25 % des émetteurs européens**, afin d'explicitier les attentes des investisseurs et leurs intentions de vote.

Cette démarche d'engagement actionnarial s'inscrit dans une approche de long terme visant à améliorer la qualité de la gouvernance des entreprises et la performance durable des investissements.

Un engagement durable des gérants pour faire progresser la gouvernance

L'étude confirme l'implication croissante des sociétés de gestion françaises dans l'exercice de leurs droits d'actionnaires. Le vote en assemblée générale et le dialogue avec les entreprises constituent des leviers essentiels pour promouvoir des pratiques de gouvernance exigeantes et améliorer durablement la qualité des actifs détenus en portefeuille.

Toutefois, des obstacles réglementaires ou techniques continuent de freiner le plein exercice des droits de vote dans certaines juridictions. Dans la perspective de la révision prochaine de la directive européenne sur les droits des actionnaires, l'AFG poursuivra son engagement afin de contribuer à lever ces barrières et faciliter la participation des investisseurs aux assemblées générales.

Avant-propos

L'AFG a réalisé, début 2026, 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 de sociétés cotées tenues en 2025. Après une description du périmètre de l'échantillon, cette vingt-quatrième édition de l'étude présente, en première partie, les tendances de la participation des sociétés de gestion aux votes en assemblée générale et les motifs de contestation. Puis en seconde partie, elle met en avant les moyens déployés par les sociétés de gestion 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 2025 sont basés sur les questionnaires reçus de 57 sociétés de gestion¹. L'échantillon des sociétés de gestion 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 17 des 20 premières sociétés de gestion en termes d'encours gérés, et 31 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 entrepreneuriales².

En considérant le nombre global d'assemblées générales auxquelles les sociétés de gestion de l'échantillon ont participé, 74 % d'entre elles (42 sociétés de gestion sur 57) ont participé à plus de 100 assemblées, dont 16 sociétés de gestion 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		5	6	16
entre 100 et 499 assemblées	13	25	20	26
entre 20 et 99 assemblées	25	12	10	8
entre 1 et 19 assemblées	19	8	7	7
Total SGP	57	50	43	57

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

** Hors France

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

² Certaines catégories de sociétés de gestion, 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.

Ainsi, 13 sociétés de gestion ont participé à plus de 100 assemblées générales d'émetteurs français, et 25 sociétés de gestion à entre 20 et 99 assemblées.

Près des 90 % des sociétés de gestion ont voté à des assemblées d'émetteurs en Europe (hors France) et les trois quarts des sociétés de gestion à des assemblées générales d'émetteurs hors Europe.

Sur l'année 2025, les sociétés de gestion répondantes ont participé, en cumulé, à plus de 36 000 assemblées dont 3 467 d'émetteurs français (9 % de l'ensemble des assemblées), 10 701 d'émetteurs européens (29 %), et 22 500 d'émetteurs en dehors de l'Europe (62 %).

Distribution des participations aux assemblées selon la nationalité des émetteurs

Cumul des participations	Nationalité des émetteurs						Toutes nationalités confondues
	France	Europe *	Amérique du Nord	Japon	Asie-Pacifique	Reste du monde	
Nombre de participations	3 467	10 701	9 025	3 296	4 352	5 827	36 668
Distribution des participations	9%	29%	25%	9%	12%	16%	100%

* Hors France

Chapitre I - 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 2025, les sociétés de gestion de l'échantillon ont participé à 36 668 assemblées soit une hausse de + 6 % 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 2025, l'accroissement des participations aux assemblées se poursuit pour les émetteurs non européens (+10 %) 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, 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.**

Evolution du nombre des participations aux AG

(Estimations à périmètre constant)

En cumul des participations	Nationalité des émetteurs			
	France	Europe*	Hors Europe	Total
2025	-4%	0%	+10%	+6%
2024	-8%	+12%	+1%	+3%
2023	-1%	-4%	+9%	+4%

* Hors France

L'augmentation du nombre de sociétés de gestion participant aux assemblées générales et sa volumétrie sont de bons indicateurs de leur engagement et de celui de leurs mandants, les investisseurs institutionnels³.

Toutefois, il subsiste, y compris en Europe, encore des barrières exogènes, réglementaires et techniques 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 de pratiques, limitatives ou bloquantes, spécifiques à certains acteurs tout au long du processus de vote.

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 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 sociétés de gestion.

✓ Volume des votes selon les thématiques des résolutions aux AG

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	Asie Pacifique	Reste du monde	
Composition, nomination, jetons de présence pour les membres du CA, de surveillance ou équivalent	19%	46%	76%	89%	31%	34%	48%
Dispositifs anti-OPA et Opérations financières / fusions	23%	13%	2%	0,6%	13%	13%	11%
Rémunération des dirigeants et des salariés (hors actionnariat salarié)	25%	11%	10%	2%	9%	4%	12%
onariat salarié	4%	0,2%	0,4%	0,1%	0,6%	0,4%	1,0%
nalités et autres motifs...	29%	30%	12%	8%	46%	49%	27%
AL (en %)	100%	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 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 français (28 %) et européens (23 %).

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 42 % des votes des émetteurs nord-américains et 31 % 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	Asie Pacifique	Reste du monde	
Dispositifs anti-OPA et Opérations financières / fusions	28%	23%	8%	5%	19%	20%	22%
Rémunération des dirigeants et des salariés (hors actionnariat salarié)	31%	21%	42%	21%	13%	6%	23%
Actionnariat salarié	4,9%	0,4%	1,8%	0,7%	0,9%	0,6%	1,9%
Formalités et autres motifs...	36%	55%	49%	73%	67%	74%	53%
TOTAL (en %)	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

*Hors France

✓ Résolutions externes

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 6 % 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. **Il est à noter que le nombre de résolutions d'actionnaires en Amérique du Nord est en forte baisse par rapport à 2024 compte tenu du contexte réglementaire.**

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

	France	Europe (ex. France)	Amérique du Nord	Japon	Asie Pacifique	Reste du monde	Tous émetteurs confondus
2024	0,6%	1,7%	7,9%	1,4%	3,9%		3,2%
2025	0,3%	1,8%	6,1%	2,7%	4,0%	2,8%	2,8%

Au global, les sociétés de gestion ont voté favorablement à 57 % des résolutions proposées par les actionnaires.

Poids des votes favorables aux résolutions proposées par des actionnaires

	France	Europe (ex. France)	Amérique du Nord	Japon	Asie Pacifique	Reste du monde	Tous émetteurs confondus
2024	22%	58%	68%	33%	79%		65%
2025	44%	52%	61%	27%	68%	67%	57%

✓ Nombre de résolutions à l'ordre du jour par AG

Sur un total de plus de 470 000 résolutions votées présentées par les émetteurs, les sociétés de gestion 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 sociétés de gestion. **Ainsi, si les sociétés de gestion votent en moyenne à 26 résolutions par AG en France, ce nombre diminue à 16 résolutions en moyenne 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 *	Amérique du Nord	Japon	Asie Pacifique	Reste du monde	Tous émetteurs
2024	24	15	12	11	8		13
2025	26	16	12	11	8	9	13

* Hors France

✓ **Orientation des votes (pour/contre/abstention)**

La structure de l'orientation des votes observée en 2025 est similaire à celle des années précédentes avec environ 1/5ème des votes non favorables (21 % de votes « contre » et 1 % d'abstention).

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 société de gestion, 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 sociétés de gestion ayant participé à plus de 100 assemblées, le poids des votes favorables varie dans une fourchette allant de 50 % à 94 %.

Structure des votes		Dont SGP > à 100 assemblées
Pour	78%	min (50%) - max (94%)
Contre	21%	min (6%) - max (50%)
Abstention	1%	

Concernant les votes d'opposition, **au global, les sociétés ont exprimé en moyenne au moins un vote "contre" à 72 % des assemblées auxquelles elles ont participé**, un niveau équivalent à 2024. Pour les émetteurs français, ce chiffre atteint 79 %, 72 % pour les émetteurs européens et 89 % pour les émetteurs nord-américains.

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

En pourcentage de l'ensemble des assemblées	Nationalité des émetteurs						Tous émetteurs confondus
	France	Europe *	Amérique du Nord	Japon	Asie-Pacifique	Reste du monde	
2024	80%	70%	89%	62%	57%		71%
2025	79%	72%	89%	57%	58%	58%	72%

* Hors France

✓ **Publication du détail des votes**

Un nombre croissant de sociétés de gestion, 61 % des sociétés de gestion participantes à l'enquête rend public - en totalité (40 % des sociétés de gestion) ou en partie (21 % des sociétés de gestion) - le détail des votes, résolution par résolution, et ce pour chacune des assemblées auxquelles elles ont participé. Cette action permet de mettre en avant les bonnes pratiques de vote des sociétés de gestion françaises, notamment leurs engagements et se généralise pour les fonds classifiés article 8 ou 9 de la directive SFDR et pour les gammes de fonds labellisés ISR.

Publication du détail des votes résolution par résolution pour chaque assemblée

	En % des SGP de l'échantillon	
	En 2024	En 2025
Oui en totalité	38%	40%
Oui en partie	17%	21%
Non	44%	40%

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 23 % des résolutions proposées au vote aux AG françaises et 30 % des résolutions des AG d'émetteurs nord-américains.

Poids des votes d'opposition et d'abstention

	France	Europe (ex. France)	Amérique du Nord	Japon	Asie Pacifique	Reste du monde	Tous émetteurs confondus
2024	24%	18%	32%	20%	24%		23%
2025	23%	18%	30%	14%	22%	27%	22%

✓ **Détail des votes d'opposition selon les thématiques des résolutions**

Plus en détail, les gérants ont rejeté 43 % des résolutions afférentes aux rémunérations des dirigeants (42 % en 2024) avec des taux d'opposition particulièrement élevés en Amérique du Nord (69 % d'opposition contre 63 % en 2024), 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	Asie Pacifique	Reste du monde	Tous émetteurs confondus
Composition, nomination, jetons de présence pour les membres du CA, de surveillance ou équivalent	24%	19%	25%	15%	26%	36%	22%
Dispositifs anti-OPA et Opérations financières / fusions	33%	18%	29%	40%	14%	21%	24%
Rémunération des dirigeants et des salariés (hors actionnariat salarié)	33%	43%	69%	20%	35%	46%	43%
Actionnariat salarié	7%	7%	5%	8%	37%	48%	10%
Formalités et autres motifs...	7%	7%	28%	4%	19%	20%	13%
TOTAL (en %)	23%	18%	30%	14%	22%	27%	22%

*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.

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 24 % (25 % en 2024)**. Le taux de 33 % (36 % en 2024) 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.

Chapitre II – Moyens déployés pour juger de la qualité de la gouvernance

Cette partie décrit les moyens humains et techniques disponibles dans les sociétés de gestion 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.

✓ Organisation du processus de vote

Outre un processus centralisé via les effectifs dédiés, les sociétés de gestion ont souvent également une pratique collégiale en matière de vote, concrétisée le plus souvent par l'existence d'un comité des votes.

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 société de gestion, ou s'agissant des dépôts de résolutions. Ce comité joue 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.

Modes de décision de l'orientation des votes
(% des assemblées générales)

Modalité d'organisation	En % des SGP de l'échantillon
Uniquement équipe/personne dédiée à l'harmonisation des votes	46%
Avec implication du comité des votes	12%
Avec implication du gérant/équipe de gestion	42%

En appui du travail interne d'analyse des résolutions en adéquation avec leur politique de vote individuelle, 55 % des sociétés de gestion 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.

✓ **Recours aux prestataires d'études et de conseil**

Les sociétés de gestion ont également recours aux services des prestataires d'études et de conseil pour l'aide à l'analyse des résolutions. **Ces recommandations permettent aux sociétés de gestion 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 société de gestion.**

Recours à des conseils externes pour les analyses préparatoires au vote des résolutions en AG

Modalités	Pratique du vote	En % des SGP de l'échantillon
Selon une politique de vote personnalisée	Totalement	48%
	Partiellement	19%
	Pas du tout	33%

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.

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 sociétés de gestion 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.

✓ **Dialogue sur les thématiques ESG**

Plus de 80 % des sociétés de gestion répondant à l'enquête déclarent dialoguer sur les thématiques environnementales et de gouvernance et les 3/4 des sociétés de gestion sur les questions sociales, avec une partie des émetteurs en portefeuille.

⁴ Les "alertes" de l'AFG : [Gouvernement d'entreprise : l'AFG publie ses recommandations pour 2026 | AFG](#)

Dialogue sur les thématiques ESG avec les émetteurs

(Plusieurs réponses possibles)

	2024	2025
Thématique environnementale	79%	81%
Thématique sociale	67%	76%
Thématique gouvernance	67%	81%

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 sociétés de gestion 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 sociétés de gestion, 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.

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

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

	Nationalité des émetteurs						Total
	France	Europe *	Amérique du Nord	Japon	Asie Pacifique	Reste du monde	
Proportion du nombre d'émetteurs 2024	40%	24%	24%	12%	16%		22%
Proportion du nombre d'émetteurs 2025	41%	25%	20%	12%	7%	21%	21%
Répartition émetteurs 2024	16%	32%	23%	6%	23%		100%
Répartition émetteurs 2025	17%	33%	23%	5%	4%	17%	100%

*Hors France

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 sociétés de gestion 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

- ✓ **Les politiques de vote des sociétés de gestion comme outil d'échange avec les émetteurs**

Dans la perspective d'une bonne compréhension de leurs attentes et d'échanges à venir avec les émetteurs, les 2/3 des sociétés de gestion les informent des évolutions 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).

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

(% des SGP de l'échantillon)

	...règles de vote et standards de bonne gouvernance		...motivations d'un vote d'opposition	
	2024	2025	2024	2025
Systématiquement	7%	9%	0%	0%
Selon une règle	10%	14%	6%	9%
Au cas par cas	46%	43%	38%	36%
Jamais	37%	34%	56%	55%

- ✓ **Un dialogue qui se renforce sous l'angle des résolutions envisagées**

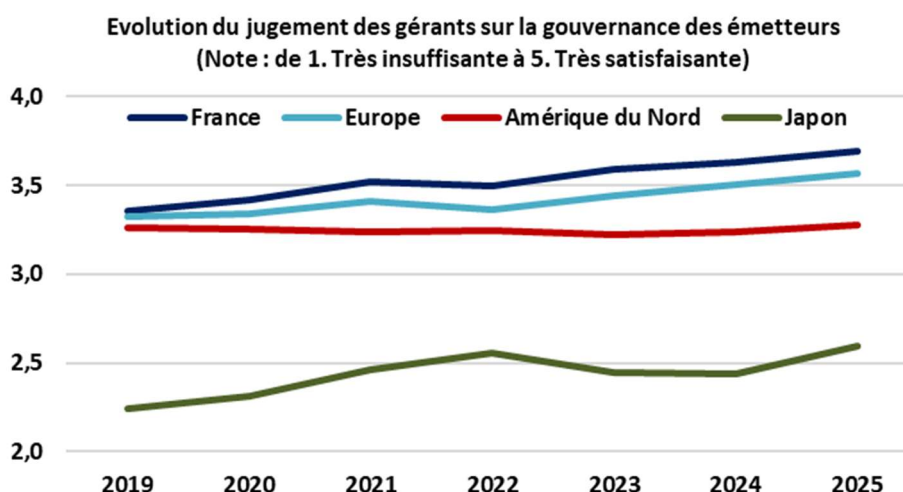
Lorsqu'apparaissent des divergences entre les politiques de vote des sociétés de gestion et les résolutions envisagées par un émetteur, le dialogue permet aux sociétés de gestion d'exprimer leurs intentions d'opposition et d'expliquer leurs positions, et ce afin d'inciter les émetteurs à apporter des 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.

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 sociétés de gestion 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.

- ✓ **L'évolution de la qualité de la gouvernance jugée de façon différenciée selon les zones géographiques**



Entre 2019 et 2025, la note globale s'améliore de 3,4 à 3,7 pour les émetteurs français⁵ et de 3,3 à 3,6 pour les émetteurs européens (hors France). La tendance est considérée également positive pour les émetteurs japonais, bien qu'à un niveau de gouvernance jugée beaucoup plus faible (note de 2,2 à 2,6). S'agissant des émetteurs d'Amérique du Nord, la tendance est stable, les gérants restant critiques sur la composition des conseils, l'indépendance des systèmes d'audit, les rémunérations...

- ✓ **Jugement des gérants sur la qualité de la gouvernance des émetteurs**

Le tableau ci-après permet de hiérarchiser, avec un prisme géographique, 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 la transparence de la documentation pré-AG est le principal critère en adéquation avec leurs exigences en termes de gouvernance.

Ouverture au dialogue

Ainsi ils soulignent positivement, l'ouverture des entreprises françaises et européennes au dialogue avec les investisseurs (respectivement, notes de 3,8 et 3,6). Cette ouverture au dialogue semble plus difficile, bien

⁵ [rapport-amf-2025-sur-le-gouvernement-d'entreprise-et-la-remuneration-des-dirigeants.pdf](#)

qu'en amélioration, pour les investisseurs s'agissant d'accéder aux dirigeants et conseils des entreprises japonaises (2,5), asiatiques hors Japon (2,8) et d'Amérique du Nord (3,1).

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

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

	France	Europe*	Amérique du Nord	Japon	Asie
Transparence de la documentation pré-AG (clarté des résolutions...)	3,9	3,7	3,8	2,9	3,0
Modalités (hybride, virtuel...) et contenu de l'AG (durée, stratégie...)	3,8	3,3	3,2	2,8	2,8
Accessibilité et qualité du dialogue entre les investisseurs et les sociétés	3,8	3,6	3,1	2,5	2,8
Pouvoir des actionnaires en AG (droits de vote multiples, mesures anti-OPA...)	3,4	3,3	3,2	2,6	2,9
Composition du conseil d'administration (indépendance, diversités...)	3,7	3,6	3,3	2,1	2,6
Fonctionnement du conseil d'administration (évaluations, executive sessions...)	3,8	3,6	3,4	2,7	2,8
Structure des organes de décision (séparation des pouvoirs...)	3,6	3,7	3,2	2,4	2,8
Indépendance et efficacité fonctionnelle du système d'audit	3,7	3,7	3,3	2,9	3,2
Existence d'un système incitatif efficace pour les dirigeants (rémunérations...)	3,6	3,5	3,1	2,4	2,8
Pour mémoire : nombre de SGP répondantes	49	40	32	19	17

Expression du droit des actionnaires minoritaires

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 en France ou de droits multiples à l'étranger. L'instauration de droits de vote multiples dans certaines juridictions vient en contradiction avec la démocratie actionnariale, en excluant un contre-pouvoir sain. Les droits de vote multiples allant à l'encontre de la volonté des gérants d'actifs d'exercer pleinement leur responsabilité sociétale constituent une dégradation du pouvoir des actionnaires., de même les droits de vote double contribuent à renforcer le contrôle d'un actionnaire déjà majoritaire qui diminuent la capacité des minoritaires à se faire entendre.

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.

Par ailleurs, certaines particularités nationales d'accès pour l'exercice des droits de vote, 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. **Il est à souhaiter que la révision de la directive droits des actionnaires fin 2026 soit l'occasion de voir disparaître ces obstacles intra européen à l'exercice des droits de vote**

De plus, on observe dans 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.

Des gérants soulignent que les modalités pour les dépôts de résolutions s'avèrent particulièrement complexes dans certains pays. Ils regrettent le manque d'uniformisation en Europe des réglementations locales sur les conditions de dépôt de résolutions externes. **Aux Etats-Unis, la modification du cadre réglementaire complique désormais le dépôt de résolutions ESG.**

✓ Mode de fonctionnement des AG

Le mode de fonctionnement des AG peut être préjudiciable pour les actionnaires. Ainsi en Italie, certains émetteurs ont tenu leur assemblée à huis clos sans rediffusion ni réponse aux questions écrites des actionnaires. Par ailleurs, des AG uniquement en format virtuel ont été constatés pour des AG en Allemagne. **Les gérants soulignent que la tenue des AG en format hybride permette aux actionnaires de voter et interagir dans des conditions équivalentes à celles des actionnaires en présentiel.**

📄 Transparence de la documentation relative à l'AG

Au Japon, la documentation pré-AG est souvent disponible uniquement en japonais ce qui limite la capacité à analyser correctement les résolutions et à engager un dialogue constructif en amont des assemblées générales. **L'information présentée par les sociétés japonaises s'améliore mais devrait davantage suivre les standards internationaux.**

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. Les modes d'organisation des AG ne permettent pas aux actionnaires minoritaires de s'exprimer de manière éclairée avec une communication trop tardive du rapport annuel, souvent le jour de l'assemblée générale.

Le manque de transparence sur le résultat des votes aux AG d'émetteurs qui perdure dans des pays nordiques est également jugé insatisfaisant et contraire aux principes édictés par la Directive droits des actionnaires.

📄 Nomination des membres du Conseil

Certains modes de désignation de membres du conseil d'administration sont soulignés comme n'étant pas de bonne gouvernance :

- Une durée trop longue des mandats (5 ans), comme en Allemagne, qui ne permet pas aux actionnaires de se prononcer assez régulièrement sur la composition du conseil (même si la pratique est en amélioration)
- La nomination des administrateurs par le biais d'un seul vote d'une liste entière comme en Finlande
- Un déséquilibre dans la représentation de salariés au conseil. L'absence de représentants de salariés au sein des conseils est problématique sur des marchés, notamment nord-américain, Royaume-Uni et pays asiatiques ou a contrario un pourcentage trop élevé de représentants des salariés au conseil (Allemagne) ;
- Certains comités du conseil (comités de rémunération et d'audit), manquent d'administrateurs indépendants. C'est un risque de gouvernance compte tenu du rôle essentiel de ces comités dans la protection des intérêts des actionnaires minoritaires. Il semble que la RSE soit parfois insuffisamment développée dans des comités en Allemagne ou en Finlande.

📄 Composition des conseils

Les gérants sont critiques envers les entreprises asiatiques et notamment japonaises, quant à la proportion insuffisante d'administrateurs indépendants / libres d'intérêts (note de 2,6), de même s'agissant des comités d'audit. 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.

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. **Aux Etats-Unis en**

revanche, certaines entreprises reviennent sur leurs politiques de diversité et d'inclusion. De même est soulignée la part des femmes restant faible au sein des conseils d'administration japonais.

Indépendance et l'efficacité fonctionnelle du système d'audit

L'indépendance et l'efficacité fonctionnelle du système d'audit sont particulièrement appréciées pour les entreprises françaises (note de 3,7). 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 est source de potentiel conflit d'intérêt (note de 3,3). Un système de rotation basé sur l'exemple européen contribuerait à rassurer les investisseurs quant à leur indépendance. Cette pratique existe pour des émetteurs de nombreux pays européens comme la Suisse, Allemagne, Italie, Royaume-Uni, Espagne...

Rémunérations des dirigeants

Globalement, les informations communiquées sur la rémunération variable des dirigeants ne sont pas toujours jugées suffisamment transparentes par les gérants et souvent trop complexes. L'intégration de critères liés à la stratégie RSE dans leurs rémunérations tend à se diffuser, surtout en France, à la différence des Etats-Unis (note de 3,1 pour les émetteurs américains), même si davantage de transparence des méthodologies de calcul des indicateurs serait appréciable,

S'agissant des structures de rémunération à long terme les gérants signalent le manque de précisions quant aux critères d'attribution de stock-options et d'actions gratuites, une durée de mesure des conditions de performance parfois trop courte et la possibilité d'acquisition d'actions en cas de sous performance. Ce résultat conforte le taux d'opposition constaté à l'endroit des résolutions sur la rémunération des dirigeants.

Toutefois la France fait figure de bon élève, **En Asie, y compris au Japon, les actionnaires ne votent pas sur la rémunération des dirigeants** (note de 2,4). Par ailleurs aux États-Unis et dans la plupart des pays Européens, le vote sur la rémunération n'étant que consultatif l'effet incitatif d'amélioration des pratiques de rémunération est limité.


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. 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 sociétés de gestion ayant répondu au questionnaire et exercé leurs droits de vote en 2025

ABN AMRO INVESTMENT SOLUTIONS	GUTENBERG FINANCE
AG2R LA MONDIALE GESTION D'ACTIFS	HSBC GLOBAL ASSET MANAGEMENT (FRANCE)
AGPM KLESIA ASSET MANAGEMENT	INVESTISSEURS DANS L'ENTREPRISE-IDE
AMIRAL GESTION	IXIOS ASSET MANAGEMENT
AMUNDI ASSET MANAGEMENT	LAZARD FRERES GESTION
APICIL ASSET MANAGEMENT	LBP AM
ARCHIMED	MCA FINANCE
ARKEA ASSET MANAGEMENT	MIROVA
AURIS GESTION	MONTPENSIER ARBEVEL
AXA INVESTMENT MANAGERS PARIS	MYRIA ASSET MANAGEMENT
BDF-GESTION	OFI INVEST ASSET MANAGEMENT
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT EUROPE	OSSIAM
BOUSSARD & GAVAUDAN GESTION	PALATINE ASSET MANAGEMENT
CARMIGNAC GESTION	PHITRUST
CDC CROISSANCE	PRO BTP FINANCE
COMGEST	PROMEPAR ASSET MANAGEMENT
CONSERVATEUR GESTION VALOR	RICHELIEU INVEST
CONSTANCE ASSOCIES	ROTHSCHILD & CO ASSET MANAGEMENT
COVEA FINANCE	SANSO LONGCHAMP ASSET MANAGEMENT
CPR ASSET MANAGEMENT	SAPIENTA GESTION
CREDIT MUTUEL ASSET MANAGEMENT	SEVENTURE PARTNERS
CYBELE ASSET MANAGEMENT	SOCIETE GENERALE GESTION - S2G -
DUBLY TRANSATLANTIQUE GESTION	SOCIETE GENERALE INVESTMENT SOLUTIONS (FRANCE)
ECOFI INVESTISSEMENTS	SOLUTIONS D'ÉPARGNE ET D'ASSURANCE - S.E.A.
ELEVA CAPITAL	SWISS LIFE ASSET MANAGERS FRANCE
FIDEAS CAPITAL	SYCOMORE ASSET MANAGEMENT
FINANCIERE TIEPOLO	SYQUANT CAPITAL
GESTION FINANCIERE PRIVEE-GEFIP	TRUSTEAM FINANCE
GINJER AM	UBS LA MAISON DE GESTION
GROUPAMA ASSET MANAGEMENT	VEGA INVESTMENT SOLUTIONS



L'Association Française de la Gestion financière (AFG) représente et promeut l'utilité de la gestion d'actifs pour les investisseurs et l'avenir de notre pays.

Elle regroupe plus de 400 membres, dont environ 330 sociétés de gestion, qui gèrent 90% des encours sous gestion en France. Le montant de ces encours s'élève à 5 400 milliards d'euros, montant le plus élevé des Etats membres de l'Union européenne.

L'AFG soutient le développement de la gestion d'actifs française au bénéfice des épargnants, des investisseurs et des entreprises. L'AFG s'investit pour une réglementation stable, efficace et compétitive, avec un engagement fort : permettre aux épargnants de financer leurs projets de vie tout en mobilisant l'épargne privée vers les entreprises qui se transforment.

AFG

17 Square Edouard VII,
75009 Paris

Avenue des Arts 56,
1000 Bruxelles

www.afg.asso.fr

