

Exercice des droits de vote par les sociétés de gestion en 2009

Pour la huitième année consécutive, l'AFG a réalisé début 2010, une enquête auprès de ses membres sur l'exercice des droits de vote.

Les principaux résultats de l'enquête sont les suivants :

1. La moitié des SGP informe les émetteurs (systématiquement ou au cas par cas) sur leur politique générale de vote lors des rencontres avec les dirigeants des entreprises.
2. Les SGP ont participé à 7516 assemblées générales. A périmètre constant, ce nombre est en diminution de 11%, en raison probablement de la baisse des marchés actions, qui a eu pour conséquence le passage de certains titres en deçà des seuils de vote définis par les SGP.
3. Les SGP ont exprimé, en moyenne, au moins un vote « contre » à 61% lors des assemblées (en hausse par rapport aux années précédentes).
4. Cette année, les opérations en capital dilutives pour l'actionnaire représentent le principal motif de vote « contre » aux assemblées (31%, contre 23% en 2008), suivies par les nominations des membres du conseil d'administration ou de surveillance (26% des votes « contre », en baisse de 3 points).
5. Les investisseurs institutionnels spécifient de plus en plus leurs consignes de vote, et expriment un intérêt accru sur l'exercice en assemblée des droits de vote par les SGP.
6. Concernant les émetteurs français, deux SGP sur cinq utilisent un prestataire pour l'impression de bordereaux pré-remplis AFNOR.
7. 85% des SGP de l'échantillon ont recours aux recommandations et aux alertes du programme de veille de l'AFG (résultat en hausse par rapport à 2008).

Cadre général et périmètre de l'enquête

Les résultats de cette enquête portent sur un échantillon d'une cinquantaine de sociétés de gestion (SGP), qui ensemble représentent près de 85% des actions gérées (que celles-ci soient françaises ou étrangères) via des OPCVM ou des mandats.

Dans la continuité des pratiques des deux années précédentes, un tiers des SGP de l'échantillon ont précisé que leurs votes concernent aussi bien les actions détenues via des OPCVM (actions, diversifiés...) qu'une partie de celles contenues dans les mandats. Certaines catégories de SGP ne sont pas comprises dans le périmètre de l'étude. Il s'agit notamment des spécialistes de la gestion indicielle, quantitative ou de la multi-gestion.

Par les encours gérés, l'échantillon comprend les dix premières SGP, seize parmi les vingt premières, et vingt-cinq parmi les cinquante premières.

Les réponses des sociétés présentes dans l'échantillon portent, globalement, sur 7 516 participations à des assemblées générales (dont 3 059 d'émetteurs français et 4 457 d'émetteurs étrangers), plusieurs SGP participant bien entendu aux mêmes assemblées. Le nombre de votes par assemblée ressortant à près de 13 résolutions en moyenne, dans un contexte de hausse du nombre de résolutions présentées.

1. Organisation du vote dans les sociétés de gestion

Analyse des résolutions et processus d'exécution des votes

- **Les SGP adoptent des formes diverses d'organisation pour analyser les résolutions et exécuter les votes.** Pour la majorité d'entre elles, le processus de décision est mené par les responsables du contrôle interne et de la conformité, en étroite association avec les équipes de gestion et les analystes.
- **Dans les principales sociétés généralistes** (appartenant à des groupes bancaires, de sociétés d'assurances et mutualistes), ainsi que dans quelques sociétés de taille moyenne spécialisées en gestion actions, des **effectifs en interne sont dédiés à l'analyse et l'exécution des votes**, en charge notamment des questions relatives à la gouvernance et, de même, à l'investissement socialement responsable. Indépendamment de la taille des SGP, ces **effectifs concernés par l'exercice des droits de vote varient d'une à onze personnes**.
- Pour analyser les résolutions, **85% des SGP** de l'échantillon (niveau légèrement supérieur à celui des années précédentes) **ont recours aux recommandations et aux alertes du programme de veille de l'AFG**. Plus de la moitié de celles-ci, dont les principales SGP, utilisent en outre les services d'un ou deux prestataires privés ou d'organismes spécialisés dans l'analyse des résolutions (RiskMetrics, Proxinvest, Governance Metrics International, Institutional Voting Information Service, ECGS, Glass Lewis, Réseau Euresactiv...)
- Concernant l'exercice des votes des émetteurs français, deux sociétés sur cinq utilisent un prestataire pour l'impression de **bordereaux pré-remplis AFNOR**. S'agissant des émetteurs étrangers, les SGP travaillent pour 60% d'entre-elles avec leurs dépositaires

pour exécuter les ordres. **La moitié des SGP qui votent aux assemblées d'émetteurs étrangers utilisent également une plateforme pour exécuter leurs votes**, soit en direct, soit via leur banque, dans des proportions équivalentes.

Dialogue avec les émetteurs

- **Deux sociétés sur cinq déclarent développer une politique de dialogue avec les émetteurs** (niveaux similaires à ceux de 2008 et 2007), ce qui participe à l'évolution des pratiques de gouvernance et de transparence des entreprises en portefeuille. Ce dialogue à son tour contribue à l'amélioration des standards de bonne gouvernance mis en place par les émetteurs eux-mêmes.
- **La moitié des SGP informe les émetteurs** (systématiquement ou au cas par cas) sur **leur politique générale de vote et leurs standards de bonne gouvernance** (par exemple ceux de l'AFG) qu'elles suivent, notamment lors des rencontres avec les dirigeants des entreprises. Ces **échanges** ont lieu à la demande des émetteurs ou bien après ciblage d'un groupe d'entreprises (par exemple, les entreprises du SBF 120, du CAC 40...).
- Afin d'obtenir une réponse sur un sujet considéré comme fondamental pour les SGP, celles-ci peuvent également **poser des questions écrites au président**. Un nombre réduit de SGP, **principalement de taille moyenne**, a envoyé de 1 à 39 lettres aux présidents d'entreprises françaises, et de 1 à 22 lettres à des présidents d'émetteurs étrangers.
- **Le dialogue permet aussi à la société de gestion**, si elle l'estime nécessaire, **d'informer les émetteurs**, préalablement à l'assemblée, **de ses motivations en cas de vote négatif**. D'une année sur l'autre, l'intensité de ce dialogue dépendra pour beaucoup de la nature des résolutions proposées aux assemblées. Deux SGP sur cinq pratiquent cette démarche, dont la quasi-totalité des principales sociétés généralistes. En effet, en 2009, celles-ci y ont informé de 1 à 108 émetteurs français, et de 1 à 68 émetteurs étrangers. Certaines SGP ont développé une procédure systématique pour les émetteurs français ou relativement à un type particulier de résolution. On constate de plus que cette forme de dialogue a fortement augmenté vis-à-vis des émetteurs étrangers (en effet le nombre de cas cité a triplé par rapport à 2008).
- Il est courant de même que **des émetteurs consultent, préalablement à leurs assemblées, les SGP, et/ou l'AFG**, afin de connaître leurs positions sur certaines résolutions qu'ils estiment « à risques ». Ainsi, chacune des principales sociétés de gestion généralistes a déclaré avoir été interrogée au sujet de leurs intentions de votes négatifs par environ une dizaine d'émetteurs. Si ce dialogue, en amont de l'assemblée, permet parfois aux SGP de faire modifier ou préciser la formulation de certains points des résolutions, il peut, dans certains cas, entraîner également des tentatives de pression de la part des émetteurs en vue d'orienter les votes. Certaines SGP ont décidé de ne plus répondre aux interrogations des émetteurs. En tout état de cause, la rigueur apportée par les sociétés de gestion à l'établissement de leur politique de vote et à leur mise en œuvre rend ce risque relativement théorique.
- Soulignons, enfin, que pour beaucoup de SGP, la démarche consistant à informer et/ou échanger avec les émetteurs sur le contenu de leurs votes « ne correspond pas à leurs pratiques », ne serait-ce qu'en raison « des problèmes de délai pour recevoir et traiter l'information ».

Participation aux assemblées selon l'origine des émetteurs

- En 2009, les SGP ont participé à 7 516 assemblées. La répartition entre **émetteurs français (41% du total des participations)** et **émetteurs étrangers (59%)** indique, d'une part, le degré d'ouverture internationale des portefeuilles actions et, d'autre part, le développement des services proposés par des prestataires privés qui facilitent le vote aux assemblées des uns et des autres. Hormis une SGP, toutes les SGP de l'échantillon ont participé à des assemblées d'émetteurs français, et un tiers ont participé également à des assemblées d'émetteurs étrangers.
- **Le vote par correspondance** (retour courrier) **est la forme prédominante de participation aux assemblées d'émetteurs français, à hauteur de 66%**, suivi par le vote via internet (25%) en légère hausse par rapport à l'année précédente. On retrouve ces mêmes proportions, lorsqu'on s'intéresse au nombre de SGP qui privilégient ces deux supports.
- A l'opposé, **le vote via internet représente 98% des votes aux assemblées d'émetteurs étrangers**, suivi à hauteur de 2% par le vote par correspondance (retour courrier).
- La participation significative aux assemblées d'émetteurs étrangers est le fait principalement des SGP de grande taille ainsi que de certaines spécialistes actions. Parmi celles-ci, les assemblées d'émetteurs étrangers représentent de 34% à 93% de leurs participations, avec une moyenne autour de 70%.
- **Les deux cinquièmes des SGP de l'échantillon étaient physiquement présentes à au moins une assemblée** et cinq sociétés de taille moyenne ont participé en direct à plus de 20 assemblées.
- Sept sociétés de taille moyenne ont posé de une à six questions orales lors des assemblées d'émetteurs français, pour un total de 18 questions posées.
- **Un tiers des principales sociétés rapatrient systématiquement les titres prêtés** afin d'exercer leurs droits de vote, **les deux tiers restants le faisant au cas par cas ou selon une règle** (AG d'émetteurs français, en cas de vote d'opposition...).

2. Participations et votes aux assemblées

Evolution de la participation aux assemblées

- **Le nombre d'assemblées générales auxquelles les SGP ont participé est de 7516**, en diminution de 11% à périmètre constant, en raison probablement de la baisse des marchés actions qui a eu pour conséquence le passage de certains titres en deçà des seuils de vote définis par les SGP.
- **Le coût du vote** tant en effectifs (analyse des résolutions dans un temps court, exécution du vote...) qu'en moyens techniques et matériels (services informatiques dédiés...) **continue d'être perçu comme représentant une charge relativement lourde.**

- Lors des délégations de gestion effectuées via des mandats ou des fonds dédiés, **les investisseurs institutionnels non seulement spécifient de plus en plus leurs consignes de vote** (40% des sociétés de gestion de l'étude déclarent recevoir au moins ponctuellement des consignes de vote), **mais expriment aussi un intérêt accru relativement aux modalités d'exercice des droits de vote** par leurs mandataires, les SGP. En effet, environ 60% des SGP reçoivent des demandes de leurs clients relatives aux documents détaillant la politique de vote, et près de la moitié sur le *reporting* des votes aux résolutions.

Motifs de non vote

- Cette année encore, les SGP attirent l'attention sur la persistance des **principales difficultés rencontrées dans l'exercice des droits de vote**. Dans le cas des émetteurs français, celles-ci sont notamment imputables à leurs prestataires : **non réception des formulaires de vote dans des délais raisonnables** (32% des cas cités) ; **difficultés techniques pour exécuter leurs votes** (27%)...
- Concernant les **émetteurs étrangers, la principale raison identifiée de « non vote » est liée aux difficultés techniques de l'exécution du vote (37% des cas)**. On retrouve ensuite la non réception des formulaires de vote ou les hors délai (27%), ainsi que la qualité de certains documents fournis par les émetteurs pour l'analyse des résolutions qui ne sont pas toujours aisément accessibles pour les investisseurs, ou suffisamment détaillés.

Structure des votes

- La répartition des votes est pratiquement la même que celle de l'année dernière :
 - 80% des résolutions ont été acceptées (contre 83% en 2008) ;
 - 18% « Contre » ;
 - et 2% « Abstention ».Pour les SGP ayant déclaré plus de 1 000 votes, la part des votes « contre » et « abstentions » dans l'ensemble de leurs votes varie de 5% à 42%.
- Près de la moitié des SGP ont également participé au vote des résolutions non agréées par le conseil d'administration. Celles-ci représentent, en moyenne, moins de 2% de l'ensemble de leurs votes. Les gestionnaires votent, en moyenne, dans le sens de ce type de résolutions dans un peu plus de la moitié des cas.
- **Neuf sociétés de gestion**, en associations avec d'autres investisseurs, ont déposé de une à trois résolutions. **Ces résolutions concernaient principalement la soumission au vote en AG de la rémunération des présidents non exécutif de trois sociétés du CAC 40.**
- **En moyenne, les SGP ont exprimé au moins un vote « contre » à 61% des assemblées auxquelles elles ont participé** (contre 57% en 2008). Pour les SGP ayant participé à plus de 50 assemblées, les réponses varient de 20% à 99%. Il est intéressant de remarquer que certaines des sociétés dont le ratio est inférieur, ou très inférieur à la moyenne sont très actives en amont des assemblées dans leur dialogue avec les émetteurs. A l'inverse d'autres SGP préfèrent exprimer leurs votes négatifs directement lors des assemblées auxquelles seront présentées des résolutions qu'elles considèrent comme étant non conformes à leurs standards de bonne gouvernance.

Principaux motifs de votes « contre »

- Les sept thèmes qui suivent recouvrent plus de 90% des votes « contre »¹ :
 - opérations en capital dilutives pour l'actionnaire : augmentation de capital sans DPS, *greenshoe*, émissions d'emprunts... (31%, contre 23% en 2008) ;
 - nomination des membres du conseil d'administration ou de surveillance : pourcentage d'administrateurs non libres d'intérêts, cumul de mandats... (26% des votes « contre », en baisse de 3 points par rapport à 2008) ;
 - association des dirigeants et des salariés au capital : attributions d'actions gratuites ou attribution de stock options... (stable autour de 16%) ;
 - opérations en capital considérées comme dispositifs anti-OPA : émissions de bons de souscriptions réservés, programme de rachat d'actions (11%, contre 14% en 2008) ;
 - approbation des conventions règlementées (7%) ;
 - modifications statutaires ayant un impact négatif sur les droits des actionnaires : droits de vote multiples et limitation, changements de statuts... (4%) ;
 - Approbation des comptes et affectation du résultat (4%).

- Parmi les autres raisons de votes « contre » figurent des résolutions portant sur : les résolutions groupées, la désignation de contrôleurs légaux des comptes, la nomination et rémunération des commissaires aux comptes, le quitus donné aux administrateurs, des niveaux excessifs de jetons de présence...

¹ Certaines sociétés de gestion regroupent dans leurs réponses les votes « contre » et « abstention ».