

17^e édition

Exercice des droits de vote par les sociétés de gestion en 2018

Bien gérer c'est aussi bien voter.

Exercice des droits de vote par les sociétés de gestion en 2018

Les principaux résultats de l'enquête sont les suivants :

- **Progression du vote et de la couverture internationale**
 - ✓ La hausse du nombre de participations aux assemblées générales (AG) continue en 2018 : +1% au global sur un an, dont +5% en Europe. Près des deux-tiers des SGP ont augmenté leur participation aux AG.
 - ✓ Les sociétés de gestion de portefeuille (SGP) étendent en effet progressivement leur périmètre de vote à de nouvelles zones géographiques, les assemblées générales d'émetteurs étrangers représentant désormais 4/5ème des AG auxquelles les SGP participent.
- **L'exercice effectif des droits de vote reflète le renforcement du niveau d'engagement des SGP**
 - ✓ Les SGP n'ont pas approuvé environ 1/5ème de l'ensemble des résolutions proposées.
 - ✓ Elles ont exprimé au moins un vote « contre » à 4/5ème des AG françaises, et à 70% des AG étrangères, où le champ des résolutions est en général plus restreint qu'en France.
- **Des écarts entre résolutions proposées aux AG et les politiques de vote des SGP persistent**
 - ✓ Les gérants sont vigilants à l'égard de toutes mesures portant un risque d'affaiblissement des droits et intérêts de leurs clients. S'agissant des émetteurs français, les gérants ont voté contre à plus de la moitié des résolutions portant sur des dispositifs anti-OPA, et à plus du tiers des résolutions concernant les opérations financières/fusions.
 - ✓ Les résolutions afférentes aux rémunérations *say on pay* (actions gratuites, options...) ont catalysé à nouveau les votes d'opposition des gérants : au global, plus des 2/5ème des résolutions ont été contestées. Les gérants déplorent encore notamment un manque de transparence sur le détail ex-ante et ex-post des critères d'attribution des rémunérations variables, des stock-options et actions gratuites.
- **Intensification du dialogue et jugement plutôt positif de la gouvernance des émetteurs**
 - ✓ En complément de l'exercice des droits de vote, le dialogue en amont des AG se développe avec les émetteurs de façon systématique pour les principales lignes en portefeuille, de manière ciblée lorsque des axes d'amélioration sont détectés dans le cadre de la politique d'engagement.
 - ✓ Près des 3/4 des SGP dialoguent sur la gouvernance avec les sociétés auxquelles elles votent aux AG. Les principaux sujets de dialogue concernent la composition et le fonctionnement du conseil d'administration et des comités, les politiques de rémunération et leur mise en œuvre ex-post, les opérations financières et les mécanismes anti-OPA et les problématiques RSE.
 - ✓ Les SGP ont globalement une vision plutôt positive de la qualité de la gouvernance des émetteurs dans lesquels elles investissent. Néanmoins des axes d'améliorations sont attendus, tout particulièrement s'agissant d'émetteurs étrangers, concernant la structure des organes de décision, la proportion d'administrateurs indépendants/libre d'intérêts, ou le pouvoir des actionnaires aux AG.

L'AFG a réalisé, début 2019, 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 2018. Après une description du périmètre de l'échantillon, cette dix-septième édition de l'étude présente, en première partie, les tendances de la participation des SGP aux votes en assemblée générale et les motifs de contestation, puis en seconde partie, les moyens déployés par les SGP pour réaliser cette activité, développer le dialogue avec les émetteurs et établir leur jugement sur la qualité de leur gouvernance.

Périmètre de l'enquête et caractérisation de l'échantillon

Les résultats de l'enquête 2018 sont basés sur les réponses de 58 SGP¹ via les 51 questionnaires reçus. L'échantillon des SGP ayant participé à cette enquête (cf. liste à la fin de ce document) est très représentatif compte tenu de la taille et la diversité des acteurs. Il inclut les quinze premières SGP en termes d'encours gérés, vingt-quatre parmi les trente premières, et trente-deux des cinquante premières. L'échantillon est constitué aussi bien de sociétés généralistes filiales de groupes bancaires, de sociétés d'assurance ou de mutuelles, que de spécialistes filiales d'un groupe ou de sociétés entrepreneuriales².

Ces SGP gèrent, ensemble, un total estimé de 480 milliards d'euros en actions cotées françaises ou étrangères, via des fonds d'investissement ou des mandats discrétionnaires. Parmi celles-ci, les actions françaises représentent 36% des actifs, celles de l'Europe (hors France) 40%. 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 dont les émetteurs sont inclus dans le périmètre de vote effectif de l'ensemble des SGP (350 mds €), le poids des actions françaises s'élève à 39%, et respectivement 41% et 20% pour les actions européennes (hors France) et du reste du monde (hors Europe).

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

	Total déclarés mds.€	dont part des actions émises			Toutes nationalités confondues
		France	Europe*	Hors Europe	
Actions gérées	478	36%	40%	25%	100%
Actions effectivement votées	352	39%	41%	20%	100%

* Hors France

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

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

² Certaines catégories de SGP, plus particulièrement certaines sociétés spécialistes du fait de la définition de leur politique de vote et/ou des particularités de leurs techniques de gestion, ne participent pas au vote en assemblée générale.

qualité de leurs actifs, et donc in fine sur le moyen-long terme à la performance des placements des investisseurs et épargnants.

Au global, les SGP exercent effectivement leurs droits de vote pour 74% de leurs actions cotées en portefeuille. Relativement aux actions françaises, cette proportion est la plus élevée (81%) et reflète un très bon niveau de couverture du vote. La représentativité des actions « votées » d'émetteurs Européens (76%) et hors Européens (60%) poursuit sa tendance haussière, reflétant l'élargissement continu des périmètres de vote et le développement des moyens humains et techniques dédiés au vote dans les SGP. Toutefois, ces différences expriment aussi la persistance sur certains marchés de coûts élevés et des difficultés d'accès au vote.

Représentativité du périmètre effectif du vote

	Au global	dont part des actions (émetteurs)		
		France	Europe**	Hors Europe
Part des actions votées*	74%	81%	76%	60%

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

** Hors France

En considérant le nombre global d'assemblées générales auxquelles les SGP de l'échantillon ont participé, plus de la moitié (27 SGP sur 51) a participé à plus de 100 assemblées, dont sept à plus de 500 AG.

Ventilation des SGP selon le nombre de participations à des assemblées

Nombre de SGP ayant participé à	Nationalité des émetteurs			Toutes nationalités confondues
	France*	Europe**	Hors Europe	
plus de 500 assemblées	15	5	3	7
entre 100 et 499 assemblées	15	17	9	20
entre 20 et 99 assemblées	27	10	9	19
entre 1 et 19 assemblées	9	7	4	5
Total SGP	51	39	25	51

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

** Hors France

Ainsi, 15 SGP ont participé à plus de 100 assemblées générales d'émetteurs français, et 27 SGP à entre 20 et 99 assemblées. Les trois-quarts des SGP ont voté à des assemblées d'émetteurs en Europe (hors France) et près de la moitié à des AG d'émetteurs hors Europe.

Sur l'année 2018, les sociétés de gestion répondantes ont participé, en cumulé, à 21 363 assemblées dont 4 080 d'émetteurs français (19% de l'ensemble des assemblées), 7 526 d'émetteurs européens (35%), et 9 757 d'émetteurs (46%) en dehors de l'Europe.

Concentration des participations aux assemblées selon la nationalité des émetteurs

Cumul des participations	Nationalité des émetteurs			Toutes nationalités confondues
	France	Europe**	Hors Europe	
3 premières SGP *	19%	37%	72%	48%
4 ^{ème} à 10 ^{ème} SGP	30%	32%	20%	24%
11 ^{ème} à 20 ^{ème} SGP	24%	23%	7%	16%
SGP suivantes	26%	9%	1%	12%
Total des participations (en %)	100%	100%	100%	100%
Nombre de participations	4 080	7 526	9 757	21 363
Distribution des participations	19%	35%	46%	100%

* Selon les volumes de participation aux assemblées

** Hors France

Toutes nationalités d'émetteurs confondues, l'analyse des participations aux AG en volume montre une forte concentration qui est étroitement liée à la taille des acteurs et plus particulièrement à leur activité à l'international. En effet le niveau de concentration s'accroît proportionnellement à « l'éloignement géographique » des émetteurs. Au global, les trois premières SGP représentent près de la moitié des participations (48%) et les dix premières SGP près des trois-quarts. S'agissant des participations aux assemblées d'émetteurs français, les 20 premières SGP en concentrent les trois-quarts, alors que ce niveau est presque atteint par les 10 premières SGP dans le cas des AG européennes et par les 3 premières SGP pour les AG d'émetteurs hors Europe.

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

Cette partie expose l'évolution du nombre de participations aux assemblées (section 1.1). Elle décrit ensuite la structure des votes selon l'origine géographique des émetteurs, avec une attention particulière sur le poids des votes d'opposition (1.2). Elle met enfin en évidence les principaux points de la gouvernance et de la stratégie des émetteurs qui engendrent des votes d'opposition des gérants (1.3). Ces deux dernières sections font notamment ressortir les différences nationales en matière de droit des actionnaires.

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

En 2018, les SGP de l'échantillon ont participé à 21 363 assemblées soit une hausse de +1% sur un an à périmètre constant.

- En 2018, l'accroissement des participations aux assemblées concerne principalement les émetteurs européens (hors France) en rebond par rapport à 2017 (+5%). Quant aux AG d'émetteurs hors Europe, on constate, après les hausses des années précédentes, une stabilité du nombre de participations reflétant d'une part la généralisation du vote à certaines catégories de fonds (internationaux...) et/ou à certains pays, et d'autre part

l'ouverture de cette activité à de nouveaux marchés, notamment asiatiques 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
2018	+1%	+5%	-1%	+1%
2017	-5%	-0,8%	+11%	+4%
2016	-0,5%	+13%	+9%	+8%

* Hors France

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

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

(Estimations à périmètre constant)

En nombre de SGP	Nationalité des émetteurs			
	France	Europe*	Hors Europe	Total
2018	51%	67%	48%	63%
2017	34%	25%	47%	59%
2016	34%	53%	28%	59%

* Hors France

- L'augmentation du nombre de SGP participant aux assemblées générales et sa volumétrie sont de bons indicateurs de leur engagement et de celui de leurs mandants, les investisseurs institutionnels³. En effet, les évolutions constatées s'expliquent par un certain nombre de facteurs :
 - approfondissement de l'action volontariste de la profession en matière de gouvernement d'entreprise, notamment avec la publication, régulièrement actualisée, des *Recommandations AFG sur le gouvernement d'entreprise*, ainsi que la poursuite d'un programme de veille alertant les SGP sur les résolutions non conformes à ces recommandations ;
 - valorisation du processus de professionnalisation conduisant à un renforcement des équipes en charge des questions de gouvernance au sein des SGP ;

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.

- développement d'outils informatiques et du recours aux services de *proxy providers*, les plateformes et les dépositaires visant à compléter l'information et à faciliter l'exercice des votes ;
 - diffusion et prise en compte accrue des critères ESG par les gestions lors des votes en assemblée générale et du dialogue avec les émetteurs ;
 - enfin, fort développement commercial de l'offre des SGP françaises vers des investisseurs non-résidents qui, eux aussi, encouragent, voire exigent une pratique étendue en matière de vote.
- Cependant, il subsiste encore des barrières exogènes, réglementaires et techniques, notamment en Europe, qui limitent l'accès au vote, ce qui semble non conforme à la finalité poursuivie par la première directive européenne sur les droits des actionnaires de 2007. Outre de réelles particularités nationales et/ou réglementaires (*Power of attorney*, inscriptions au nominatif...), ces difficultés peuvent dépendre également de pratiques, limitatives ou bloquantes, spécifiques à certains acteurs tout au long du processus de vote. A titre d'illustration : existence de droits de vote multiples qui diluent le poids du vote des gérants, blocage des titres en l'absence de comptes ségrégués, irrégularité dans la date de réception des bulletins de vote et/ou dans la date limite imposée par certains conservateurs ; faible niveau d'informations préliminaires délivrées par des émetteurs et/ou des modalités d'organisation des assemblées (formulaire de vote spécifiques non-standardisés, blocage des titres...) ; etc. Hormis les coûts dissuasifs induits, ces pratiques, selon les enquêtés, peuvent constituer au cas par cas de véritables barrières à l'exercice effectif du vote en assemblée.

1.2. ...mais la nature des résolutions est conditionnée par les spécificités du droit des actionnaires

L'analyse de la distribution des votes selon les grandes thématiques de résolutions (cf. les deux tableaux ci-dessous) et de même la connaissance en détail de l'importance des résolutions d'opposition (ou votes « contre »), permettent de se faire une idée de la volumétrie des votes exercés par les SGP pour leur propre compte et celui de leurs mandants.

- La colonne de gauche du tableau ci-dessous liste de manière synthétique les principales thématiques des résolutions présentées en AG. Elles concernent aussi bien la gouvernance, les opérations financières, la rémunération des dirigeants que celles relatives à l'approbation des comptes.

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

Thématiques des résolutions	Structure de l'ensemble des votes			Tous émetteurs confondus
	France	Europe *	Hors Europe	
Composition, nomination, jetons de présence pour les membres du CA, de surveillance ou équivalent	19%	44%	63%	45%
Nomination et rémunération des contrôleurs légaux des comptes	2%	8%	6%	5%
Modifications statutaires	4%	5%	3%	4%
Approbation des conventions réglementées (hors rémunérations)	5%	1%	2%	3%
Dispositifs anti-OPA	2%	1%	0,3%	1%
Opérations financières / fusions	22%	14%	6%	13%
Rémunération des dirigeants et des salariés (hors actionariat salarié)	23%	8%	7%	12%
Actionariat salarié	4%	0,2%	0,2%	1%
Approbation des comptes et affectation du résultat	14%	13%	7%	11%
Résolutions externes (non agréées par le Conseil)	0,4%	1%	4%	2%
Formalités et autres motifs...	5%	5%	1%	4%
TOTAL (en %)	100%	100%	100%	100%

* Hors France

- La hiérarchie et le poids de ces thématiques diffèrent en fonction de l'origine géographique des entreprises. Les résolutions afférentes à la composition et nomination des membres du conseil sont, en moyenne par assemblée, respectivement deux à trois fois plus nombreuses pour les émetteurs en Europe et hors Europe que celles soumises au vote en France. En effet, dans certains pays anglo-saxons, les mandats des administrateurs sont renouvelés chaque année, ce qui suscite un nombre plus important de votes sur cette thématique. Pour éliminer ce biais qui rend difficile la comparabilité, les données du deuxième tableau ci-dessous ont été normalisées (hors composition/nomination au CA) afin de montrer le poids relatif des autres thématiques.
- Comme le montre le tableau ci-dessous, il en ressort finalement une plus grande homogénéité du volume des votes pour les thématiques liées à l'approbation des comptes et l'affectation des résultats (un cinquième des votes en moyenne), ainsi que celles relatives aux rémunérations des dirigeants et des salariés (un cinquième également). En revanche, en France, les votes sur la mise en place, le développement, et les modalités de calcul des dispositifs d'actionariat salarié représentent 4% des votes contre moins de 1% pour les émetteurs étrangers, ce qui caractérise la forte diffusion de ces dispositifs dans les entreprises françaises.
- Des différences subsistent dans le volume des votes pour la thématique relative à la nomination et la rémunération des contrôleurs légaux des comptes entre les entreprises françaises et étrangères. En effet, outre des différences sur la durée des mandats, dans certains pays les résolutions distinguent le vote des nominations de celui des rémunérations.

- La thématique « Opérations financières/fusions » arrive dans le peloton de tête des résolutions proposées au vote (23%) dans les AG de l'ensemble des émetteurs. Par rapport aux autres pays, le nombre de ces résolutions est plus important en France, principalement dû au fait que le droit français accorde un pouvoir de contrôle aux actionnaires en matière d'augmentation de capital. En effet, toutes les modalités/catégories d'augmentation de capital proposées par l'entreprise sont appelées séparément au vote.

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

Thématiques des résolutions	Structure de l'ensemble des votes			Tous émetteurs confondus
	France	Europe *	Hors Europe	
Nomination et rémunération des contrôleurs légaux des comptes	2%	14%	16%	10%
Modifications statutaires	5%	9%	9%	7%
Approbation des conventions réglementées (hors rémunérations)	7%	2%	6%	5%
Dispositifs anti-OPA	3%	1%	1%	2%
Opérations financières / fusions	27%	24%	17%	23%
Rémunération des dirigeants et des salariés (hors actionariat salarié)	28%	15%	19%	21%
Actionariat salarié	4%	0,4%	0,7%	2%
Approbation des comptes et affectation du résultat	17%	22%	19%	19%
Résolutions externes (non agréées par le Conseil)	0,4%	3%	11%	4%
Formalités et autres motifs...	7%	9%	3%	7%
TOTAL (en %)	100%	100%	100%	100%

* Hors France

- Sur un total de près de 280 000 résolutions votées, les SGP ont exercé leur vote en moyenne à 13 résolutions par assemblée. Le nombre des résolutions varie selon les zones géographiques des émetteurs, ceci est expliqué par les différences entre les droits des actionnaires de sociétés françaises cotées plus étendus que ceux de certains pays étrangers qui entraînent un moindre périmètre d'expression pour les SGP. Ainsi, si les SGP votent en moyenne à 21 résolutions par AG en France, ce nombre diminue à 13 en Europe (hors France) et à 10 votes pour les AG d'émetteurs hors Europe.

Nombre de votes par AG

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

* Hors France

- Afin de rendre transparente leur activité d'exercice des votes, plus d'un quart des SGP participantes à l'enquête rendent public le détail de leurs votes résolution par résolution et ce pour chacune des assemblées auxquelles elles ont participé.

- La structure de l'orientation des votes observée en 2018 est similaire à celle des années précédentes avec un cinquième de votes non favorables (19% de votes « contre » et 1% d'abstention).

Structure des votes		Dont SGP > à 100 assemblées	
Pour	80%	min (48%) - max (92%)	
Contre	19%	min (8%) - max (52%)	
Abstention	1%		

- Néanmoins, il existe une grande dispersion de la structure des votes entre les sociétés de gestion reflétant les différences, d'une part des politiques de vote propres à chaque SGP, et d'autre part la participation de celles-ci aux assemblées d'émetteurs étrangers où le poids des votes d'opposition est, en moyenne, plus faible. Par conséquent, pour les SGP ayant participé à plus de 100 assemblées, le poids des votes favorables varie dans une fourchette allant de 48% à 92%.
- Concernant les votes d'opposition, au global, les sociétés ont exprimé en moyenne au moins un vote « contre » à près des trois-quarts des assemblées, ce niveau est en hausse par rapport aux années précédentes : en 2017 (65%), 2016 (65%). Pour les émetteurs français ce chiffre atteint 80% (stable par rapport à 2017), pour les émetteurs étrangers celui-ci est en progression mais reste à un moindre degré (en moyenne 71% pour les émetteurs Europe contre 67% en 2017 et 69% pour ceux hors Europe contre 58% en 2017).

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

En pourcentage de l'ensemble des assemblées	Nationalité des émetteurs			Tous émetteurs confondus
	France	Europe *	Hors Europe	
Moyenne toutes SGP	80%	71%	69%	73%
Dont SGP > à 100 assemblées	min (80%) - max (98%)	min (46%) - max (95%)	min (48%) - max (86%)	min (34%) - max (94%)

* Hors France

- La dispersion reste globalement très forte, pour les SGP ayant participé à plus de 100 assemblées, avec une étendue sur les assemblées où au moins un vote d'opposition a été exprimé allant au global de 34% à 94%.

1.3 Les rémunérations et les dispositifs anti-OPA au centre des votes d'opposition des gérants

L'analyse et la hiérarchie des votes d'opposition aux résolutions soumises au vote permettent d'identifier clairement celles suscitant des réactions de la part des gérants. Pour cela, dans la continuité des enquêtes précédentes, l'analyse des votes d'opposition est relativisée en tenant compte de l'ensemble des votes de chaque thématique, et ceci selon l'origine des émetteurs.

- Au global, les gérants ont rejeté 43% des résolutions afférentes aux rémunérations (contre 39% en 2017). Plus en détail, cette thématique arrive en tête des votes d'opposition aux AG des émetteurs européens (44%) et non-

européens (46%). Sur ce thème, les gérants considèrent qu'un manque de transparence persiste au niveau de l'information utilisée pour la fixation des rémunérations et notamment le détail des critères pris en compte pour déterminer de manière objective l'attribution de *stock-options* et d'actions gratuites, ce qui constitue un point de discordance. Le niveau d'opposition ressort à 41% à l'encontre des émetteurs français (contre 44% en 2017). Les gérants sont exigeants quant à l'adéquation du contenu de ces résolutions et de l'information disponible dans le document de référence avec leur propre politique de vote.

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

Thématiques des résolutions	France	Europe	Hors Europe	Tous émetteurs confondus
Composition, nomination, jetons de présence pour les membres du CA, de surveillance ou équivalent	23%	15%	16%	16%
Nomination et rémunération des contrôleurs légaux des comptes	22%	18%	14%	16%
Modifications statutaires	13%	9%	10%	10%
Approbation des conventions réglementées (hors rémunérations)	31%	10%	14%	24%
Dispositifs anti-OPA	53%	25%	25%	39%
Opérations financières / fusions	36%	24%	24%	29%
Rémunération des dirigeants et des salariés (hors actionariat salarié)	41%	44%	46%	43%
Actionariat salarié	9%	6%	6%	9%
Approbation des comptes et affectation du résultat	4%	4%	4%	4%
Résolutions externes (non agréées par le Conseil)	35%	32%	56%	47%
Formalités et autres motifs...	3%	11%	21%	8%
TOTAL (en %)	27%	17%	19%	20%

Note de lecture : dans le cadre des AG des émetteurs français, les SGP se sont opposés à 53% de l'ensemble des résolutions relatives aux "Dispositifs anti-OPA" ; et à hauteur de 41% de celles afférentes aux "rémunérations des dirigeants"

- Les sociétés de gestion veillent tout particulièrement à ce que l'évolution de la structure du capital des sociétés investies ne conduise pas à une dilution de leurs participations. Elles s'opposent en particulier aux résolutions permettant des augmentations de capital sans droit préférentiel de souscriptions (DPS) exagérément dilutives. A ce titre, les opérations financières arrivent, tous émetteurs confondus, en troisième place des résolutions les plus contestées (29%), contre 26% en 2017 et 20% en 2016.
- Aux AG d'émetteurs français, ce taux atteint 36%, contre 35% en 2017. Suite à l'impact de la loi Florange, les gérants sont par ailleurs très attentifs à ce que les résolutions relatives aux opérations financières contiennent des mentions précisant explicitement l'impossibilité de leur utilisation en cas d'OPA.
- Les « dispositifs anti-OPA » permettant, en période d'OPA, d'émettre des bons de souscriptions d'actions (BSA) ou de procéder à des rachats d'actions pendant ces périodes sont également très contestés par les gérants, au

global à hauteur de 39% (niveau identique à 2017), et à plus d'une résolution sur deux aux AG d'émetteurs français.

- Sujet majeur, concernant la thématique « Nominations des membres du Conseil », la gestion française souhaite que ses recommandations relatives à la composition des conseils (nombre de membres libres d'intérêt), ainsi qu'au cumul des mandats, soient appliquées dans les sociétés investies.
- Enfin, on constate également que les résolutions liées à l'approbation des comptes et, plus particulièrement, l'affectation des résultats (dividendes), sont très peu contestées alors même qu'elles représentent près du cinquième des résolutions votées.

2^{ème} partie : Les moyens déployés pour juger de la qualité de la gouvernance

Cette partie décrit les moyens humains et techniques disponibles dans les SGP en vue de l'analyse des résolutions (section 2.1). Elle présente les processus servant à promouvoir le dialogue et les échanges entre investisseurs et émetteurs (2.2). Enfin, la dernière section met en évidence, selon plusieurs critères, la perception des gérants concernant la qualité de la gouvernance des émetteurs (2.3).

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

Les effectifs en charge des activités d'analyse des résolutions, d'exercice des votes et de réalisation du rapport du vote, incluent selon l'organisation des sociétés de gestion : des équipes dédiées en charge du gouvernement d'entreprise et du vote aux AG, des équipes de gestion actions, d'analystes, du *middle-office*, RCCI... Depuis plusieurs années, en relation avec l'élargissement du périmètre de vote, la tendance est à la professionnalisation via des équipes dédiées et également au renforcement des moyens techniques.

- Dans les principales SGP généralistes, ainsi que dans quelques sociétés spécialisées en gestion actions, des effectifs dédiés à l'analyse extra-financière participent au processus d'analyse des résolutions et d'exercice des votes. Outre ce processus centralisé via les effectifs dédiés, ces sociétés ont souvent également une pratique collégiale en matière de vote, concrétisée le plus souvent par l'existence de comités de vote où interviennent des gérants.
- Pour les sociétés spécialisées et/ou entrepreneuriales, la pratique peut être individuelle, sous la responsabilité du gérant, de l'analyste en charge de la valeur, et/ou centralisée via le responsable de la conformité (RCCI) ou les équipes du Middle-office.

Pratiques pour l'analyse des résolutions et execution des votes
(Plusieurs réponses possibles)

Modalité d'organisation	En % des SGP de l'échantillon	Dont SGP > à 100 assemblées
Collégiale (comité de vote,...)	24%	33%
Individuelle (chaque gérant,...)	51%	44%
Centralisée (Equipe ESG,RCCL...)	51%	67%

- En appui du travail interne d'analyse des résolutions en adéquation avec leur politique de vote individuelle, près de 60% des SGP ont recours aux alertes du programme de veille de l'AFG⁴. Ces alertes sont édictées pour attirer l'attention des gérants sur le contenu des résolutions non conformes aux « [Recommandations sur le gouvernement d'entreprise](#) » de l'AFG. Ces alertes ne sont en aucun cas des conseils de vote.
- Les SGP ont également recours aux services des prestataires d'études et de conseil. Dans le cas des émetteurs français, les prestataires cités sont Proxinvest et/ou ISS. Les SGP qui votent aux assemblées d'émetteurs étrangers utilisent principalement les services d'ISS, d'ECGS et Glass Lewis.

Recours à des prestataires d'analyses et de conseil

Origine géographique	En % des SGP de l'échantillon	Dont SGP > à 100 assemblées
Emetteurs français	71%	93%
Emetteurs étrangers	82%	96%

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

Afin d'assurer le suivi des entreprises en portefeuille, les SGP ont de plus en plus recours au dialogue sur la gouvernance lors de rencontres individuelles et/ou de communications groupées. Le processus (calendrier/modalité) des dialogues 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 aussi à la demande des émetteurs, avant l'AG et le vote des résolutions pour expliciter les intentions des votes, et même 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...) ou de modifications impactant celle-ci.

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

Modalités du dialogue en matière de gouvernance avec les émetteurs

(Plusieurs réponses possibles)

	En % des SGP de l'échantillon	dont SGP > à 100 assemblées
Selon une règle	20%	30%
Au cas par cas	59%	78%
Pas de dialogue	29%	7%
Au moins un critère positif	71%	93%

- La population d'émetteurs ciblés peut être prédéfinie, pour les principales SGP elle correspond souvent à plus d'une centaine d'émetteurs représentant les plus importantes positions en portefeuilles et complétée au cas par cas par d'autres valeurs lorsque des axes d'amélioration sont détectés dans le cadre de la politique d'engagement. Ainsi 71% des SGP déclarent dialoguer avec une partie des émetteurs en portefeuille. La prise en compte de la gouvernance par les gestions ISR favorise une généralisation du dialogue sur ces questions notamment avec les émetteurs les moins bien notés. Notons que l'élargissement du dialogue entre les SGP et les émetteurs étrangers, principalement européen, est fortement lié au poids croissant de ces derniers dans le périmètre de vote des SGP. Ainsi les SGP déclarent dialoguer avec un cinquième de l'ensemble des émetteurs français auxquels elles ont participé aux AG et un dixième des émetteurs européens (hors France).

Dialogue en matière de gouvernance avec les émetteurs

(hors roadshow / présentations)

En pourcentage de l'ensemble des émetteurs	Moyenne toutes SGP
France	20%
Europe*	10%
Hors Europe	2%
Tous émetteurs confondus	7%

* Hors France

- Au sein des sociétés cotées émettrices, plusieurs profils d'interlocuteurs participent au dialogue avec les SGP. Parmi ceux-ci, les personnes en charge de la fonction « relation investisseurs » sont évidemment les plus souvent citées par les sociétés de gestion (88% des SGP dans le cas des émetteurs hors Europe). Ils constituent le premier point d'entrée, en matière de dialogue et de communication sur la stratégie de l'entreprise, et assurent le relais avec les dirigeants quant aux attentes des SGP. En complément, et parfois dans le cas de sociétés de petites et moyennes capitalisations, le dialogue se réalise directement avec les dirigeants (cités respectivement par 71% et 66% des SGP dans le cas des émetteurs français et Europe hors France) et les directeurs financiers (respectivement 63% et 48% s'agissant des émetteurs français et des émetteurs européens hors France). L'accès aux dirigeants semble cependant diminuer avec l'éloignement géographique de l'émetteur. Le secrétaire et le président du conseil sont également sollicités par les SGP afin de renforcer leur connaissance du fonctionnement du conseil et de son alignement sur la stratégie de l'entreprise (50% des SGP dans le cas des émetteurs français). Enfin, les SGP ont également fréquemment cités les administrateurs référents. Quant

aux responsables de la RSE, ils sont sollicités sur les problématiques extra financières et la prise en compte des défis environnementaux et sociaux par les entreprises.

Fonctions des interlocuteurs lors du dialogue en matière de gouvernance

(Plusieurs réponses possibles)

Fonction des interlocuteurs	Nationalité des émetteurs		
	France	Europe *	Hors Europe
Relation investisseurs	86%	90%	88%
Dirigeant	71%	66%	38%
Secrétaire du Conseil	49%	34%	31%
Directeur financier	63%	48%	31%
Président du Conseil	51%	38%	31%
Autres**	37%	28%	25%

* Hors France

** par exemple, administrateur référent, responsable RSE...

- Plus en détail, les principaux sujets de dialogue concernent la composition et le fonctionnement du conseil d'administration et des comités (en termes d'indépendance, de diversité, de compétence, d'équilibre des pouvoirs, de représentation des salariés...), les politiques de rémunération (en termes de transparence, de structures fixe/variable, de choix des critères de performance), de contenu des conventions réglementées, des opérations financières (augmentation et opérations sur le capital) et des mécanismes anti-OPA, des transactions entre les parties liées, et des problématiques RSE (corruption, transition énergétique et pollution...).
- En appui des échanges avec les émetteurs, et dans la perspective d'une bonne compréhension de leurs attentes, les deux-tiers des SGP informent les émetteurs de leur politique de vote et des standards de bonne gouvernance qu'elles souhaitent voir intégrés (par exemple ceux de l'AFG). Cette démarche peut se réaliser là aussi, soit de manière systématique à un périmètre d'émetteurs préalablement défini, par envoi du document contenant leur politique de vote, soit par ciblage d'entreprises ne respectant pas des pratiques conformes à cette politique. De plus, la politique de vote des SGP est un document public souvent disponible sur leurs sites internet.
- Lorsque se font jour des divergences entre les politiques de vote des investisseurs et les résolutions envisagées, le dialogue permet aux SGP d'exprimer leurs intentions d'opposition, et ce afin d'inciter les émetteurs à apporter des précisions ou modifications quant à la formulation de résolutions. En 2018, à titre d'exemples, cette démarche constructive a ainsi conduit pour des résolutions relatives à des autorisations portant sur des opérations sur capital à des mentions excluant leur utilisation en période d'OPA, à l'amélioration de l'information publiée sur les administrateurs et les conventions réglementées, et à la mise en place de certaines pratiques, notamment à l'étranger sur le taux d'assiduité, le taux de diversité, la durée des mandats, à accroître la transparence sur les rémunérations variables et les critères de performance (par exemple modalités de calculs, période/durée d'application, intégration RSE...).

- Cette démarche proactive se réalise soit à l’initiative des SGP, pour leurs principales lignes en portefeuille et/ou en fonctions 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.

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
Systematiquement	22%	33%	4%	7%
Selon une règle	14%	26%	20%	33%
Au cas par cas	29%	37%	31%	44%
Jamais	35%	4%	45%	15%

- L’AFG, également, promeut et réalise de longue date un dialogue sur la gouvernance avec les entreprises du SBF 120.
- Enfin, des SGP se sont associées à d’autres investisseurs afin de déposer des résolutions aux AG de deux émetteurs français en 2018. Le premier cas concerne une résolution sur « l’abaissement de la limite d’âge d’exercice des fonctions d’un dirigeant », le second cas concerne une résolution sur « la nomination d’administrateurs indépendants ».

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

Les gérants considèrent que leurs actions (votes en assemblée générale, dialogues...) ont un impact positif sur la gouvernance des émetteurs. Ils estiment qu’à moyen-long terme, une relation positive existe entre une bonne gouvernance d’entreprise et la valeur actionnariale de celle-ci. Les SGP ont globalement une vision plutôt positive de la qualité de la gouvernance des émetteurs dans lesquels elles investissent. Néanmoins des différences importantes d’appréciation demeurent selon les critères de gouvernance choisis et selon la nationalité des émetteurs.

- Le tableau ci-dessous permet de hiérarchiser l’appréciation des gérants sur la qualité de la gouvernance des émetteurs selon 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 dans une proportion identique à 2017, l’ouverture des entreprises françaises et européennes au dialogue avec les

investisseurs. Cette ouverture au dialogue semble plus difficile s'agissant des entreprises américaines et asiatiques.

- Les gérants restent critiques vis-à-vis des émetteurs français et européens ne mettant pas en pratique le principe « une action, une voix », qu'il s'agisse de droits de vote double dans de nombreuses entreprises françaises (loi Florange), mais aussi de droits multiples dans d'autres pays (Belgique, Pays-Bas...). 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 par exemple en Allemagne, en Suisse, ou les dispositifs anti-OPA aux Pays-Bas, et d'autre part les particularités nationales d'accès aux votes, comme la nécessité de recourir à des *Power of Attorney*, ou l'existence des blocages de titres comme en Suède. Enfin, le manque de transparence sur le résultat des votes aux AG d'émetteurs de certains pays nordiques, est également jugé insatisfaisant d'autant que contraire aux principes édictés par la Directive droits des actionnaires de 2007.
- L'indépendance et l'efficacité fonctionnelle du système d'audit sont particulièrement appréciées pour les entreprises notamment françaises (note de 3,5). S'agissant des entreprises américaines (note de 2,9), la pratique des mandats de longue durée des commissaires aux comptes couplés à leurs prestations liées à des services de conseil posent questions.
- Pour les émetteurs français, l'appréciation plus faible du critère relatif à la structure des organes de décision (note de 3,0), reflète encore parfois l'absence d'administrateur référent en cas de non-dissociation des fonctions de Président et Directeur Général.
- Globalement, les informations communiquées sur la rémunération variable des dirigeants ne sont pas toujours jugées suffisamment transparentes par les gérants (note de 2,7 pour les émetteurs américains et de 3,1 pour les émetteurs européens même si l'intégration de critères liés à la stratégie RSE dans leurs rémunérations tend à se diffuser en particulier en France, mais là aussi une plus grande transparence des méthodologies de calcul et des indicateurs utilisés serait utile). Ils 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.
- Les gérants sont également critiques envers les entreprises asiatiques, quant à la proportion insuffisante d'administrateurs indépendants/libres d'intérêts (note de 1,8), au mode de fonctionnement du conseil d'administration (2,3) et à la structure des organes de décision (2,2). En effet pour le Japon et certains pays émergents, les standards de gouvernance en matière de composition des conseils sont jugés au-dessous des standards internationaux. Sont notamment soulignés l'opacité des organes de direction et le niveau d'indépendance toujours faible au sein des conseils d'administration.

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	Asie
Mode de fonctionnement de l'assemblée générale	3,9	3,6	3,6	3,0
Pouvoir des actionnaires en AG	3,1	3,3	3,4	2,5
Mode de fonctionnement du conseil d'administration	3,3	3,3	2,9	2,3
Proportion d'administrateurs indépendants/libre d'intérêts	3,2	3,4	2,9	1,8
Structure des organes de décision	3,0	3,4	3,0	2,2
Indépendance et efficacité fonctionnelle du système d'audit	3,5	3,4	2,9	2,2
Ouverture des entreprises au dialogue avec les investisseurs	3,5	3,5	2,7	2,3
Transparence et pertinence de l'information délivrée	3,5	3,5	3,1	2,3
Existence d'un système incitatif efficace pour les dirigeants	3,2	3,1	2,7	2,5
Pour mémoire : nombre de SGP répondantes	47	31	14	12

*Hors France

Conclusion

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

Liste des SGP ayant répondu au questionnaire et exercé leurs droits de vote en 2018

ABNAMRO INVESTMENT SOLUTIONS	KLESIA FINANCES
AESOPE GESTION DE PORTEFEUILLES	LA BANQUE POSTALE ASSET MANAGEMENT
AG2R LA MONDIALE GESTION D'ACTIFS	LA FINANCIERE DE L'ECHIQUIER
AGRICAPARGNE	LA FINANCIERE TIEPOLO
ALTO INVEST	LA FRANÇAISE ASSET MANAGEMENT
AMIRAL GESTION	LLM & ASSOCIES
AMUNDI ASSET MANAGEMENT	LYXOR ASSET MANAGEMENT
AUDACIA	LYXOR INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT
AVIVA INVESTORS FRANCE	MANDARINE GESTION
AXA INVESTMENT MANAGERS PARIS	MANSARTIS GESTION
BFT INVESTMENT MANAGERS	MEESCHAERT ASSET MANAGEMENT
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT FRANCE	METROPOLE GESTION
CARMIGNAC GESTION	MIROVA
CM-CIC ASSET MANAGEMENT	MONETA ASSET MANAGEMENT
COMGEST	NATIXIS INVESTMENT MANAGERS INTERNATIONAL
COVEA FINANCE	ODDO BHF ASSET MANAGEMENT
CPR ASSET MANAGEMENT	OFI ASSET MANAGEMENT
DEGROOF PETERCAM GESTION	OSTRUM ASSET MANAGEMENT
ECOFI INVESTISSEMENTS	PORTZAMPARC GESTION
EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT	PRO BTP FINANCE
ETOILE GESTION	PROMEPARAM
FEDERAL FINANCE GESTION	ROCHE-BRUNE ASSET MANAGEMENT
GROUPAMA ASSET MANAGEMENT	ROTHSCHILD & CO ASSET MANAGEMENT EUROPE
GUTENBERG FINANCE	SEEYOND
HSBC GLOBAL ASSET MANAGEMENT (FRANCE)	SG29 HAUSSMANN
HUGAU GESTION	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE GESTION
IDINVEST PARTNERS	SYCOMORE ASSET MANAGEMENT
INOCAP GESTION	TRUSTEAM FINANCE
J. DE DEMANDOLX GESTION	WARGNY-BBR

“Bien gérer, c’est aussi bien voter”

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

1997 : dans son Code de déontologie, l’AFG recommande aux gérants d’exercer les droits de vote afférents aux titres détenus dans les OPCVM. Création de la Commission “gouvernement d’entreprise” présidée par Jean-Pierre Hellebuyck.

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

2000 : un programme de veille est mis en place afin de faciliter l’exercice du droit de vote des sociétés de gestion en les alertant lorsque les résolutions soumises aux assemblées générales des sociétés du CAC 40 sont contraires à ces recommandations.

2002 : deux nouvelles étapes sont franchies :

- les alertes envoyées aux membres de l’association sont rendues publiques sur le site de l’association et donc consultables ([www.afg.asso.fr/gouvernement d’entreprise](http://www.afg.asso.fr/gouvernement_dentreprise));
- le programme de veille est élargi au SBF 120.

2007 : création de la Chaire “Finance durable et investissement responsable” dont les questions liées à la gouvernance des entreprises socialement responsables sont l’un des principaux axes.

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

L’Association Française de la Gestion financière (AFG) représente et promeut les intérêts des professionnels de la gestion pour compte de tiers. Elle réunit tous les acteurs du métier de la gestion d’actifs, qu’elle soit individualisée (mandats) ou collective. Ces derniers gèrent près de 4 000 milliards d’euros d’actifs, soit un quart du marché de la gestion d’Europe continentale.



Publication réalisée par le service Etudes Economiques de l’AFG
Thomas Valli, Directeur des Etudes Economiques | T : +33 (0)1 44 94 94 03 | t.valli@afg.asso.fr
Cyril Greco, Economiste | T : +33 (0)1 44 94 94 04 | c.greco@afg.asso.fr

41 rue de la Bienfaisance
75008 Paris
T : +33 (0)1 44 94 94 00

45 rue de Trèves
1040 Bruxelles
T : +32 (0)2 486 02 90

www.afg.asso.fr

 @AFG_France