

EXERCICE DES DROITS DE VOTE PAR LES SOCIÉTÉS DE GESTION EN 2020

BIEN GÉRER C'EST AUSSI BIEN VOTER

Mai 2021



EXERCICE DES DROITS DE VOTE PAR LES SOCIÉTÉS DE GESTION EN 2020	2
Les principaux résultats de l'enquête	2
Périmètre de l'enquête et caractérisation de l'échantillon	3
1. CONFIRMATION DE L'IMPLICATION DES GÉRANTS LORS DES VOTES EN AG	6
1.1 Généralisation du vote et accroissement de la couverture internationale	6
1.2 Plein exercice des droits d'actionnaires des gérants	8
1.3 Les rémunérations et les opérations financières au centre des votes d'opposition des gérants	11
2. LES MOYENS DÉPLOYÉS POUR JUGER DE LA QUALITÉ DE LA GOUVERNANCE	13
2.1 Une activité qui confirme son importance par le renforcement de ressources dédiées	13
2.2 Le dialogue, moyen privilégié pour favoriser les principes de bonne gouvernance...	14
2.3 ...sur la base d'une politique de vote...	16
2.4 ...dont la mise en œuvre dans les entreprises est jugée en amélioration par les gérants	17
CONCLUSION	17
LISTE DES SGP RÉPONDANTES AU QUESTIONNAIRE	19
BIEN GÉRER C'EST AUSSI BIEN VOTER	20



EXERCICE DES DROITS DE VOTE PAR LES SOCIÉTÉS DE GESTION EN 2020

Les principaux résultats de l'enquête

■ Progression forte de la participation aux votes dans un contexte de crise sanitaire mondiale

- Dans un contexte inédit d'assemblées générales à huis clos, les sociétés de gestion de portefeuille (SGP) ont été particulièrement attentives aux résolutions proposées au vote. La hausse du nombre de participations aux assemblées générales, qui s'établit à + 10 % au global sur un an, montre qu'elles ont continué à exercer pleinement leurs droits de vote aux AG, dans l'intérêt de leurs clients.
- Cependant, certains obstacles au vote perdurent, les SGP se trouvent encore régulièrement impactées par le choix de conservateurs / plateformes de raccourcir les dates limites pour l'acceptation de leurs votes à certaines assemblées générales en contradiction avec celles publiées par des émetteurs dans leur avis de convocation.

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

- Les SGP ont exprimé au moins un vote "contre" à près de 4/5^e des AG françaises, et aux deux tiers des AG étrangères, où le champ des résolutions est en général plus restreint qu'en France.
- Au global, plus du tiers des résolutions afférentes aux rémunérations ont été contestées. Les gérants requièrent davantage de transparence sur les rémunérations afin de leur permettre d'exercer un vote éclairé notamment pour les critères conditionnant la partie variable de la rémunération et l'attribution d'actions gratuites. Il convient de noter une amélioration, pour certains émetteurs français, du dialogue avec les investisseurs.
- Les gérants sont vigilants à l'égard de toutes mesures qui conduisent à une dilution de leurs participations. Au global, les gérants ont voté contre à près de 30 % des résolutions relatives aux opérations financières, dont 35 % de celles proposées par des émetteurs situés en France où le droit requiert un nombre plus important de résolutions, plus précises, pour celles afférentes aux augmentations de capital.

■ Renforcement du dialogue sur les enjeux liés à la gestion de la crise sanitaire et sociale

- En complément de l'exercice des droits de vote, le dialogue se développe tout au long de l'année en fonction d'enjeux spécifiques identifiés en matière de gouvernance des émetteurs (politique de rémunération des dirigeants, opérations sur capital, composition du conseil, féminisation des instances dirigeantes...). L'intégration de critères extra-financiers dans le processus de gestion favorise une généralisation du dialogue sur les questions environnementales et sociales notamment avec les émetteurs les moins bien notés ou sujets à des controverses. Cette année, la crise de la Covid-19 a renforcé le dialogue sur les enjeux liés à la gestion de la crise sanitaire et sociale (emploi et conditions d'emploi, télétravail, santé, sécurité...).
- Les trois-quarts des SGP informent les émetteurs des standards de bonne gouvernance qu'elles souhaitent voir intégrés. Lorsqu'il existe des divergences entre les politiques de vote des investisseurs et les résolutions envisagées, le dialogue permet aux SGP d'exprimer leurs intentions d'opposition.
- Concernant la gouvernance des émetteurs, des axes d'amélioration sont attendus. Il s'agit des mécanismes qui portent atteinte à l'expression du droit des actionnaires minoritaires (mesures protectionnistes sur la structure du capital, dispositifs anti-OPA...), de la transparence sur la rémunération variable des dirigeants, la composition des instances dirigeantes (indépendance, mixité...).

L'AFG a réalisé, début 2021, 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 2020. Après une description du périmètre de l'échantillon, cette dix-neuvième édition de l'étude présente, en pre-

mière 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 2020 sont basés sur les réponses de 66 SGP¹ via les 57 questionnaires reçus. L'échantillon des SGP ayant participé à cette enquête (cf. liste à la fin de ce document) est très représentatif compte tenu de la taille et la diversité des acteurs. Il inclut douze des quinze premières SGP en termes d'encours gérés, vingt-trois parmi les trente premières, et trente-et-une 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 451 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 34 % des actifs, celles de l'Europe (hors France) 39 %. Ce résultat est cohérent avec le biais positif fort en faveur des émetteurs locaux que l'on constate dans l'allocation des portefeuilles en actions.

S'agissant de la répartition de l'encours des actions d'émetteurs inclus dans le périmètre de vote effectif de l'ensemble des SGP (347 mds €), le poids des actions françaises s'élève à 36 %, et respectivement 43 % et 21 % pour les actions européennes (hors France) et du reste du monde (hors Europe).

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

	Total déclarés	Dont part des actions émises			Toutes nationalités confondues
		France	Europe*	Hors Europe	
Actions gérées	451 Mds €	34 %	39 %	27 %	100 %
Actions effectivement votées	347 Mds €	36 %	43 %	21 %	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 qualité de leurs actifs, et donc in fine sur le moyen-long terme à la performance des placements des investisseurs et épargnants.

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

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

Au global, les SGP exercent effectivement leurs droits de vote pour 77 % de leurs actions cotées en portefeuille. Concernant les actions françaises, cette proportion est la plus élevée (83 %) reflétant un très bon niveau de couverture du vote. La représentativité des actions “votées” d’émetteurs Européens (83 %) 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
Actions effectivement votées**	77 %	83 %	83 %	60 %

* Hors France

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

En considérant le nombre global d’assemblées générales auxquelles les SGP de l’échantillon ont parti-

cipé, plus de la moitié (29 SGP sur 57) 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		3	5	7
- entre 100 et 499 assemblées	13	19	9	22
- entre 20 et 99 assemblées	32	9	5	21
- entre 1 et 19 assemblées	11	14	5	7
Total SGP	56	45	24	57

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

** Hors France.

Ainsi, 13 SGP ont participé à plus de 100 assemblées générales d’émetteurs français, et 32 SGP à entre 20 et 99 assemblées. Les quatre-cinquième des SGP ont voté à des assemblées d’émetteurs en Europe (hors France) et plus de deux-cinquième à des AG d’émetteurs hors Europe.

Sur l’année 2020, les sociétés de gestion répondantes ont participé, en cumulé, à 23 095 assem-

blées dont 3 646 d’émetteurs français (16 % de l’ensemble des assemblées), 7 947 d’émetteurs européens (34 %), et 11 502 d’émetteurs (50 %) en dehors de l’Europe. Parmi ces derniers, les émetteurs d’Amérique du Nord en représentent plus du tiers (38 %) et les émetteurs japonais (14 %), reflet du poids de ces sociétés dans la capitalisation mondiale.

Concentration des participations aux assemblées selon la nationalité des émetteurs

Cumul des participations	Nationalité des émetteurs			Toutes nationalités confondues
	France	Europe**	Hors Europe	
■ 3 premières SGP*	16 %	41 %	74 %	54 %
■ 4 ^e à 10 ^e SGP	27 %	29 %	19 %	21 %
■ 11 ^e à 20 ^e SGP	24 %	21 %	7 %	14 %
■ SGP suivantes	33 %	9 %	0,1 %	11 %
Total des participations (en %)	100 %	100 %	100 %	100 %
Nombre de participations	3 646	7 947	11 502	23 095
Distribution des participations	16 %	34 %	50 %	100 %

* Selon les volumes de participation aux assemblées.

** Hors France.

Toutes nationalités d'émetteurs confondues, l'analyse des participations aux AG en volume montre une forte concentration qui est étroitement liée à la taille des acteurs et plus particulièrement à leur activité à l'international. En effet le niveau de concentration s'accroît proportionnellement à "l'éloignement géographique" des émetteurs. Au global, les trois premières SGP représentent plus de la moitié des participations (54 %) et les dix premières SGP les trois-quarts. S'agissant des participations aux assemblées d'émetteurs français, les 20 premières SGP en concentrent plus des deux-tiers, alors que ce niveau est déjà dépassé par les 10 premières SGP dans le cas des AG européennes et par les 3 premières SGP pour les AG d'émetteurs hors Europe.

La crise de la Covid-19 a bouleversé l'organisation des AG en 2020, les modalités mises en place pour assurer leurs tenues en distanciel a été variable selon les émetteurs. Parmi les bonnes pratiques relevées par les SGP, certains émetteurs, notamment français, ont donné la possibilité aux actionnaires de poser des questions en direct lors de l'AG par le biais d'outil conversationnel.

À l'étranger, un émetteur a organisé un événement en amont de l'AG pour recevoir les questions orales de ses actionnaires, et également avec des questions orales lors de l'assemblée générale. À l'inverse, on a parfois relevé un manque de transparence dans le processus de sélection des questions. Il semble souhaitable de communiquer le contenu des questions en détail dans les procès-verbaux en 2021. Dans la perspective d'assemblées générales hors période de pandémie, l'AFG a dans la mise à jour en 2021 de ses *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise* préconisé la mise en place d'assemblées générales hybrides qui offrent la possibilité d'assister à l'assemblée générale, soit en présentiel, soit à distance avec les mêmes droits. Une assemblée générale hybride devrait permettre aux actionnaires à distance de pouvoir disposer de l'ensemble des droits, dans des conditions similaires aux actionnaires présents physiquement, comme celui de poser des questions à l'oral ou à l'écrit durant la séance, de révoquer ou proposer des administrateurs ou encore de voter en direct les résolutions soumises à l'assemblée générale.

1. CONFIRMATION DE L'IMPLICATION DES GÉRANTS LORS DES VOTES EN AG

Cette partie expose l'évolution du nombre de participations aux assemblées (section 1.1). Elle décrit ensuite la structure des votes selon l'origine géographique des émetteurs, avec une attention particulière sur le poids des votes d'opposition (1.2). Elle met enfin en évidence

les principaux points de la gouvernance et de la stratégie des émetteurs qui engendrent des votes d'opposition des gérants (1.3). Ces deux dernières sections font notamment ressortir les différences nationales en matière de droit des actionnaires.

1.1 Généralisation du vote et accroissement de la couverture internationale

En 2020, les SGP de l'échantillon ont participé à 23 095 assemblées soit une hausse de + 10 % sur un an à périmètre constant. Elles ont donc pu continuer à exercer pleinement leurs droits de vote aux AG, dans l'intérêt de leurs investisseurs, dans un environnement contraint par les risques sanitaires. Bien que la majorité des assemblées générales se soient tenues à huis clos, sans la présence physique des actionnaires, les SGP ont pu exercer leurs droits dans le cadre de votes par correspondance.

- En 2020, l'accroissement des participations aux assemblées concerne principalement les émetteurs non européens + 14 % (après + 13 % en 2019)

reflétant d'une part la généralisation du vote à certaines catégories de fonds (internationaux...) et/ou à certains pays, et d'autre part l'ouverture de cette activité à de nouveaux marchés, notamment asiatiques et/ou émergents. En particulier, la participation aux AG des émetteurs d'Amérique du Nord est en hausse de + 19 % en 2020. Quant aux AG d'émetteurs européens (hors France), on constate aussi une poursuite de la hausse du nombre des participations (+ 7 %). Globalement, la hausse continue du nombre des participations s'explique par le développement interne et externe de moyens supplémentaires, qu'ils soient humains ou techniques.

Évolution du nombre des participations aux AG

Estimations à périmètre constant.

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

* Hors France

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

SGP (67 % des SGP). De même, 61 % des SGP ont accru leurs participations aux AG des émetteurs d'Amérique du Nord. Au global, le nombre de participations aux AG a progressé pour plus des deux-tiers des SGP.

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

Estimations à périmètre constant.

En cumul des participations	Nationalité des émetteurs			Total
	France	Europe*	Hors Europe	
■ 2020	58 %	67 %	57 %	68 %
■ 2019	52 %	38 %	65 %	47 %
■ 2018	51 %	67 %	48 %	63 %
■ 2017	34 %	25 %	47 %	59 %

* Hors France

- L'augmentation du nombre de SGP participant aux assemblées générales et sa volumétrie sont de bons indicateurs de leur engagement et de celui de leurs mandants, les investisseurs institutionnels³. En effet, les évolutions constatées s'expliquent par un certain nombre de facteurs :
 - approfondissement de l'action volontariste de la profession en matière de gouvernement d'entreprise, notamment avec la publication, régulièrement actualisée, des *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise de l'AFG*, ainsi que la poursuite d'un programme de veille alertant les SGP sur les résolutions non conformes à ces recommandations ;
 - valorisation du processus de professionnalisation conduisant à un renforcement des équipes en charge des questions de gouvernance au sein des SGP ;
 - développement d'outils informatiques et du recours aux services de *proxy providers*, les plateformes et les dépositaires visant à compléter l'information et à faciliter l'exercice des votes ;
 - diffusion et prise en compte accrue des critères ESG par les gestions lors des votes en assemblée générale et du dialogue avec les émetteurs ;
 - enfin, fort développement commercial de l'offre des SGP françaises vers des investisseurs institutionnels qui encouragent ou exigent une pratique étendue en matière de vote.
- Cependant, il subsiste encore des barrières exogènes, réglementaires et techniques, notamment en Europe, qui limitent l'accès au vote, ce qui semble non conforme à la finalité poursuivie par la Directive européenne sur les droits des actionnaires. Outre de réelles particularités nationales et/ou réglementaires (*Power of attorney*, inscriptions au nominatif...), ces difficultés peuvent dépendre également de pratiques, limitatives ou bloquantes, spécifiques à certains acteurs tout au long du processus de vote.
 - On note ainsi que des SGP se trouvent impactées par le choix de certains conservateurs / plateformes de raccourcir la date limite pour accepter les votes des actionnaires à des AG en contradiction avec les dates limites publiées par les émetteurs dans leur avis de convocation.
 - On peut citer aussi à titre d'illustration la persistance en Europe :
 - de droits de vote multiples qui diluent le poids du vote des actionnaires ;
 - de blocage des titres ;
 - de coût prohibitifs pour voter aux AG en raison de l'exigence d'actes notariés ou de présence physique d'un intermédiaire pour le vote ;
 - du faible niveau d'informations préliminaires délivrées par certains émetteurs et / ou des modalités d'organisation des assemblées (formulaire de vote spécifiques non-standardisés...) ;
 - Hormis les coûts dissuasifs induits, ces pratiques, selon les enquêtés, peuvent constituer au cas par cas de véritables barrières à l'exercice effectif du vote en assemblée.

3) Dans le cadre de la gestion sous mandat, les investisseurs institutionnels ont le pouvoir de déléguer, au cas par cas et indépendamment de la taille des mandats, l'exercice des droits de vote aux sociétés de gestion. En raison de leurs propres engagements, ils expriment en général un intérêt accru pour le vote, et en particulier pour le contenu des résolutions votées.

1.2 Plein exercice des droits d'actionnaires des gérants

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

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

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

Thématiques des résolutions	Structure de l'ensemble des votes					Tous émetteurs confondus
	France	Europe*	Amérique du Nord	Japon	Reste du monde	
Composition, nomination, jetons de présence pour les membres du CA, de surveillance ou équivalent	17 %	42 %	77 %	87 %	35 %	43 %
Dispositifs anti-OPA et Opérations financières / fusions	22 %	14 %	1 %	0,8 %	19 %	14 %
Rémunération des dirigeants et des salariés (hors actionariat salarié)	24 %	10 %	10 %	4 %	6 %	12 %
Actionariat salarié	4,0 %	0,2 %	0,6 %	0,1 %	0,5 %	1 %
Formalités et autres motifs...	33 %	34 %	11 %	9 %	39 %	29 %
TOTAL (en %)	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

* Hors France.

■ La hiérarchie et le poids de ces thématiques diffèrent en fonction de l'origine géographique des entreprises. Les résolutions afférentes à la composition et nomination des membres du conseil sont, en moyenne par assemblée, respectivement deux à quatre fois plus nombreuses pour les émetteurs en Europe et hors Europe (Amérique du Nord, Japon) que celles soumises au vote en France. En effet, dans certains pays anglo-saxons et au Japon, les mandats de l'ensemble des administrateurs sont renouvelés chaque année, ce qui suscite un nombre plus important de votes sur cette thématique. Pour éliminer ce biais qui rend difficile la comparabilité, les données du deuxième tableau ci-dessous ont été normalisées (en retirant la thématique composition/nomination des membres du CA) afin de montrer le poids relatif des autres thématiques.

■ Comme le montre le tableau ci-dessous, s'il en ressort finalement une plus grande homogénéité du volume des votes, des différences importantes subsistent selon la nationalité des émetteurs mettant aussi en évidence les particularités du droit des actionnaires propres à chaque pays.

■ Ainsi, la thématique "Dispositifs anti-OPA et Opérations financières/fusions" arrive dans le peloton de tête des résolutions proposées aux votes dans les AG des émetteurs européens (24 %) et français (27 %). Par rapport aux autres pays, le nombre de ces résolutions est plus important, principalement dû au fait que le droit français accorde un pouvoir de contrôle aux actionnaires en matière d'augmentation de capital. En effet, toutes les modalités / catégories d'augmentation de capital proposées par l'entreprise sont appelées séparément au vote.

- Les thématiques liées aux rémunérations des dirigeants et des salariés concentrent 45 % des votes des émetteurs nord-américains, et près de 30 % des votes pour les émetteurs français et japonais. Par ailleurs, en France, les votes sur la mise en place, le développe-

ment, et les modalités de calcul des dispositifs d'actionnariat salarié représentent 4 % des votes, un niveau bien supérieur à celui constaté aux AG des émetteurs des autres pays, ce qui caractérise la forte diffusion de ces dispositifs dans les entreprises françaises.

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

Thématiques des résolutions	Structure de l'ensemble des votes					Tous émetteurs confondus
	France	Europe *	Amérique du Nord	Japon	Reste du monde	
Dispositifs anti-OPA et Opérations financières / fusions	27 %	24 %	4 %	6 %	30 %	25 %
Rémunération des dirigeants et des salariés (hors actionnariat salarié)	29 %	18 %	45 %	28 %	9 %	22 %
Actionnariat salarié	4,2 %	0,4 %	2,5 %	0,8 %	0,8 %	2 %
Formalités et autres motifs...	40 %	58 %	48 %	65 %	60 %	52 %
TOTAL (en %)	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

* Hors France.

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

au droit français, il s'agit de résolutions purement consultatives (*i.e.* il relève de la discrétion du Conseil d'administration de les suivre ou non). Les régimes juridiques très différents expliquent le faible nombre de résolutions sur certains marchés comme la France.

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

France	Europe (ex. France)	Amérique du Nord	Japon	Reste du monde	Tous émetteurs confondus
0,8 %	2,1 %	5,8 %	2,6 %	2,9 %	2,5 %

- Au global, les SGP ont voté favorablement aux deux-tiers des résolutions proposées par les actionnaires. Le fait que les résolutions externes

soient consultatives en Amérique du Nord explique le taux de 75 % de votes favorables.

Poids des votes favorables aux résolutions proposées par des actionnaires

France	Europe (ex. France)	Amérique du Nord	Japon	Reste du monde	Tous émetteurs confondus
45 %	54 %	75 %	54 %	81 %	66 %

- Sur un total de plus de 310 000 résolutions votées présentées par les émetteurs, les SGP ont exercé leur vote en moyenne à 13 résolutions par assemblée. Le nombre des résolutions varie selon les zones géographiques des émetteurs, ceci est expliqué par les différences entre les droits des actionnaires de sociétés françaises cotées plus étendus que ceux de certains pays étrangers qui entraînent un moindre périmètre d'expression pour les SGP. Ainsi, si les SGP votent en moyenne à 21 résolutions par AG en France, ce nombre diminue à 14 résolutions par AG pour
- Afin de rendre transparente leur activité d'exercice des votes, un quart des SGP participantes à l'enquête rend public, en totalité ou en partie, le détail des votes résolution par

les émetteurs en Europe (hors France) et à 10 résolutions pour les émetteurs hors Europe.

Nombre de votes par AG

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

* Hors France.

résolution et ce pour chacune des assemblées auxquelles elles ont participé. Cette pratique est plus développée pour les plus importantes SGP en termes d'encours gérés.

Publication du détail des votes résolution par résolution pour chaque assemblée

	En % des SGP de l'échantillon	dont SGP > à 100 assemblées
Oui en totalité	14 %	21 %
Oui en partie	12 %	10 %
Non	74 %	69 %

- La structure de l'orientation des votes observée en 2020 est similaire à celle des années précé-

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

Structure de l'orientation des votes observée en 2020

Structure des votes		dont SGP > à 100 assemblées
Pour	80 %	Min 54 % - Max 92 %
Contre	19 %	
Abstention	1 %	Min 8 % - Max 46 %

- 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 54 % à 92 %.
- Concernant les votes d'opposition, au global les sociétés ont exprimé en moyenne au moins un vote "contre" à 67 % des assemblées auxquelles elles ont participé, un niveau relativement comparable aux années précédentes. Pour les émetteurs français ce chiffre atteint 72 %, pour les émetteurs étrangers celui-ci est légèrement inférieur (en moyenne 68 % pour les émetteurs Europe et 65 % pour ceux hors Europe).

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	72 %	68 %	65 %	67 %
Dont SGP > à 100 assemblées	Min 33 % - Max 94 %	Min 32 % - Max 89 %	Min 39 % - Max 99 %	Min 34 % - Max 99 %

* Hors France.

- La dispersion reste très forte, pour les SGP ayant participé au global à plus de 100 assemblées, avec une étendue sur les assemblées où au moins un vote d'opposition a été exprimé allant de 34 % à 99 %.
- Enfin, quinze SGP, soit plus du tiers des SGP de l'échantillon, ont déclaré s'être associées à d'autres investisseurs afin de déposer une ou des résolutions aux AG d'émetteurs français et étrangers en 2020. Les résolutions portaient principalement sur des sujets environnementaux (objectifs en vue de la réduction des émissions de carbone alignés avec les objectifs des Accords de Paris pour des entreprises du secteur

des énergies fossiles). Sur ces sujets, nombre des SGP sont aussi membres et participent aux travaux et campagnes d'organisations internationales en faveur de la construction d'une économie durable par la mesure de l'impact des émetteurs sur l'environnement : émissions de gaz à effet de serre, gestion de l'eau, des déchets... Les dépôts de résolutions ont porté aussi sur des thématiques de gouvernance (demande de séparation/encadrement des pouvoirs, nomination d'administrateurs indépendants / spécialistes au Conseil d'Administration, promotion des droits de l'homme dans l'entreprise – en particulier en ce qui concerne la confidentialité des données et la liberté d'expression).

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

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

- Au global, les gérants ont rejeté 35 % des résolutions afférentes aux rémunérations (contre

39 % en 2019 et 43 % en 2018). Plus en détail, les gérants se sont opposés à près des deux-tiers des résolutions de cette thématique proposées au vote par les émetteurs japonais (contre 74 % en 2019) : ce chiffre est la résultante d'une part de l'absence de réglementation obligeant à des résolutions sur le *say on pay* au Japon, et d'autre part de la très faible transparence des critères incitatifs des rémunérations lorsque des résolutions sont proposées. Dans le cas des émetteurs des autres pays, le taux d'opposition est en moyenne assez élevé.

- Sur ce thème, les gérants requièrent une transparence quant à l'information transmise aux actionnaires s'agissant des critères pris en compte pour déterminer la rémunération variable ainsi que l'attribution de stock-options et d'actions gratuites. On note toutefois, pour un certain nombre d'émetteurs français, une amélioration des pratiques en matière de rémunération dans

le prolongement d'un dialogue constructif avec les investisseurs, ce qui se reflète par un niveau d'opposition qui reste élevé mais en baisse régulière à 29 % en 2020 (contre 36 % en 2019). Les gérants restent exigeants quant à l'adéquation du contenu de ces résolutions et de l'information disponible dans le document de référence avec leur propre politique de vote.

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

Thématiques des résolutions	France	Europe	Amérique du Nord	Japon	Reste du monde	Tous émetteurs confondus
Composition, nomination, jetons de présence pour les membres du CA, de surveillance ou équivalent	21 %	17 %	18 %	20 %	25 %	19 %
Dispositifs anti-OPA et Opérations financières / fusions	36 %	25 %	11 %	41 %	20 %	28 %
Rémunération des dirigeants et des salariés (hors actionariat salarié)	29 %	38 %	37 %	64 %	46 %	35 %
Actionariat salarié	9 %	17 %	3 %	9 %	69 %	14 %
Formalités et autres motifs...	9 %	10 %	20 %	14 %	12 %	11 %
TOTAL (en %)	22 %	18 %	20 %	21 %	21 %	20 %

Note de lecture : dans le cadre des AG des émetteurs français, les SGP se sont opposés à 36 % de l'ensemble des résolutions relatives aux "Dispositifs anti-OPA" ; et à hauteur de 29 % de celles afférentes aux "rémunérations des dirigeants".

- 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 28 %. Le taux de 11 % pour les États-Unis, à comparer à un taux de 36 % pour les AG françaises, reflète la différence des droits donnés aux actionnaires s'agissant

des autorisations financières. En effet, en droit français les résolutions proposant des augmentations de capital sont précises et multiples, et les gérants, consécutivement à la loi Florange, sont très attentifs à ce que les résolutions relatives aux opérations financières contiennent des mentions précisant explicitement l'impossibilité de leur utilisation en cas d'OPA.

- Sujet majeur, la thématique "Nominations des membres du Conseil" : la gestion française souhaite que ses recommandations relatives à la composition des conseils (nombre de membres libres d'intérêt), ainsi que la disponibilité des administrateurs (présence effective et règles de cumul des mandats), soient appliquées dans les sociétés investies. Tous émetteurs confondus, le taux d'opposition des votes de cette thématique atteint 19 %.



2. LES MOYENS DÉPLOYÉS POUR JUGER DE LA QUALITÉ DE LA GOUVERNANCE

Cette partie décrit les moyens humains et techniques disponibles dans les SGP en vue de l'analyse des résolutions (section 2.1). Elle présente les processus servant à promouvoir le dialogue et les échanges entre investisseurs et émetteurs

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

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

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

- En appui du travail interne d'analyse des résolutions en adéquation avec leur politique de vote individuelle, près des deux-tiers 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 réso-

lutions 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 Proxinvest.
- Ces recommandations permettent aux SGP d'analyser les projets des résolutions aux assemblées générales, mais la décision finale sur l'orientation des votes reste toujours à la main des équipes internes et de la responsabilité de la SGP.

Recours à des prestataires d'analyses et de conseil

Origine géographique	En % des SGP de l'échantillon	Dont SGP > à 100 assemblées
Émetteurs français	75 %	92 %
Émetteurs étrangers	85 %	96 %

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

ralistes, ainsi que dans quelques sociétés spécialisées en gestion actions, des effectifs dédiés ont la charge du processus d'exercice des votes. Ces effectifs s'élèvent à 3-4 personnes pour les principales SGP et entre un équivalent mi-temps et une personne pour les SGP de taille moyenne.

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

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

Modalité d'organisation	En % des SGP de l'échantillon	Dont SGP > à 100 assemblées
Collégiale (comité de vote,...)	19 %	21 %
Individuelle (chaque gérant,...)	30 %	28 %
Centralisée (RCCI, service dédié,...)	70 %	79 %

- Outre ce processus centralisé via les effectifs dédiés, les SGP ont souvent également une pratique collégiale en matière de vote, concrétisée le plus souvent par l'existence d'un comité des votes. Ainsi, près de la moitié des SGP déclare l'existence d'un comité des votes au sein

de leur société, ce taux monte aux deux-tiers pour les SGP qui ont participé à plus de 100 AG en 2020. Il est souvent composé des responsables des gestions et d'analyses financières et ESG, de la conformité et du contrôle interne...

Rôle du comité des votes (*Plusieurs réponses possibles*)

Rôle du comité	En % des SGP de l'échantillon	Dont SGP > à 100 assemblées
Consultatif uniquement	44 %	50 %
Décisionnaire final	72 %	67 %

- Ce comité a 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 d'un vote ne s'inscrivant pas dans la politique de vote de la SGP, ou s'agissant des

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

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

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

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

Le dialogue existe également tout au long de l'année lors de rencontres avec le management en fonction d'enjeux spécifiques identifiés en matière de gouvernance (politique de rémunération

des dirigeants, opérations sur capital, composition du conseil...), de stratégie ou de thématiques environnementales et sociales mises en lumière par les analystes ESG.

- La professionnalisation de cette démarche de dialogue et d'engagement actionnarial se traduit par la présence dans 60 % des SGP de l'échantillon d'équipes ou de personnes dédiées. Ce taux monte à 80 % des SGP qui ont participé à plus de 100 AG en 2020.
- La population d'émetteurs ciblés peut être pré-définie. Pour les principales SGP elle correspond souvent à plus d'une centaine d'émetteurs représentant les plus importantes positions en

portefeuilles et complétée au cas par cas par d'autres valeurs lorsque des axes d'amélioration sont détectés dans le cadre de la politique d'engagement. Ainsi les trois-quarts des SGP répondantes à l'enquête déclarent dialoguer

sur les thématiques de gouvernance, environnementales et sociales avec une partie des émetteurs en portefeuille, et ce taux monte à près de 90 % pour les SGP qui participent à plus de cent assemblées.

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

	En % des SGP de l'échantillon	Dont SGP > à 100 assemblées
Thématique environnementale	70 %	83 %
Thématique sociale	74 %	86 %
Thématique gouvernance	75 %	86 %

- Notons que l'élargissement d'un dialogue actif entre les SGP et les émetteurs étrangers, principalement européens, est fortement lié au poids croissant de ces derniers dans le périmètre de vote des SGP.
- Concernant la gouvernance, le dialogue porte notamment sur la composition et le fonctionnement du conseil d'administration et des comités (en termes d'indépendance, de diversité, de compétence, de nomination, d'équilibre des pouvoirs, de représentation des salariés...), les politiques de rémunération (en termes de transparence, de structures fixe / variable, de choix des critères de performance, d'intégration des critères ESG...), les opérations financières dilutives (augmentations et opérations sur le capital) et les mécanismes anti-OPA, la défense des intérêts minoritaires, les objectifs de féminisation des instances dirigeantes (*Cf. Recommandations sur le gouvernement d'entreprise 2021*), la transparence des controverses et des mesures correctives, la protection des données et la cybersécurité, de l'implication du conseil sur les enjeux RSE, et les problématiques d'éthique des affaires (pratiques anti-concurrentielles, responsabilité fiscale, corruption, fraude, blanchiment d'argent...)...
- Les principaux sujets de dialogue relatifs à la thématique environnementale avec les émetteurs concernent l'impact de leurs activités sur le changement climatique, la biodiversité, leurs stratégies d'accompagnement de la transition énergétique et de développement des énergies renouvelables, l'économie circulaire, leurs politiques de gestion des ressources, l'alignement de leurs stratégies aux objectifs de l'accord de Paris, la neutralité carbone, la transparence des *reporting* de développement durable, l'intégration des recommandations du TCFD dans le *reporting* climat des entreprises, le cycle de vie des produits... Cette démarche s'organise aussi dans le cadre d'initiatives internationales ou de coalitions d'investisseurs, comme les *Objectifs de Développement Durable de l'ONU*, *Climate Action 100+*, *Shareholders for Change (SfC)*, le *Carbon Disclosure Project (CDP)*, les engagements organisés dans le cadre des *Principes pour l'Investissement Responsable (PRI)*, *Access to Medicine Foundation (ATM)*...
- S'agissant de la thématique sociale, la crise de la Covid-19 a renforcé le dialogue sur les enjeux liés à la gestion de la crise sanitaire et sociale (emploi et conditions d'emploi, télétravail, santé, sécurité...). Par ailleurs, les principaux sujets de dialogue concernent le respect des normes sociales, des droits humains, les mesures pour améliorer la santé et la sécurité des effectifs, l'organisation du travail, l'attractivité et la capacité d'innovation, la formation, la gestion des ressources humaines, le bien-être et la diversité des effectifs, le développement de l'actionariat salarié, la confidentialité des données individuelles, le traitement social des restructurations et des acquisitions, le dialogue social et les conditions de travail dans l'entreprise et ses fournisseurs et sous-traitants tout au long des chaînes d'approvisionnement...
- L'intégration de critères extra-financiers dans le processus de gestion favorise une généralisation du dialogue sur ces questions notamment avec les émetteurs les moins bien notés ou sujets à des controverses.
- Au sein des sociétés cotées émettrices, plusieurs profils d'interlocuteurs participent au dialogue avec les SGP selon les thématiques. Parmi ceux-ci, le président du conseil, le secrétaire du conseil, les directeurs des relations investisseurs, les dirigeants, les directeurs financiers, les administrateurs référents, les responsables de la RSE sur les problématiques extra financières et les responsables des rémunérations sur les problématiques correspondant à leurs fonctions.

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

- En appui des échanges avec les émetteurs, et dans la perspective d'une bonne compréhension de leurs attentes, près des trois-quarts des SGP informent les émetteurs de leur politique de vote et des standards de bonne gouvernance qu'elles souhaitent voir intégrés (par exemple ceux de l'AFG). Cette démarche peut se réaliser là aussi, soit de manière systématique à un périmètre d'émetteurs préalablement défini, par envoi du document contenant leur politique de vote ainsi que leurs priorités en matière de vote et d'engagement, soit par ciblage d'entreprises ne respectant pas des pratiques conformes à cette politique, ou en se concentrant sur les assemblées générales des sociétés où les enjeux financiers ou de gouvernance sont importants. De plus, la politique de vote des SGP est un document public disponible sur leur site internet.
- Lorsqu'apparaissent des divergences entre les politiques de vote des 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. Cette démarche se réalise aujourd'hui encore principalement avec les émetteurs français et européens. L'AFG promeut ce dialogue de longue date et le met en œuvre avec les entreprises du SBF 120.
- En 2020, la démarche constructive de dialogue des SGP a par exemple conduit des émetteurs : à revoir les niveaux des rémunérations variables et les critères de performance des dirigeants (par exemple modalités de calculs, période/durée d'application, intégration RSE...), à retirer une modification statutaire concernant les seuils de détention d'actions des administrateurs, à mettre en place une stratégie en matière de réchauffement climatique compatible avec les accords de Paris. À l'étranger, les résolutions ont notamment porté sur la mixité au sein des conseils d'administration et des comités exécutifs.

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

	...les règles de vote et standards de bonne gouvernance		...les motivations d'un vote d'opposition	
	En % des SGP de l'échantillon	Dont SGP > à 100 assemblées	En % des SGP de l'échantillon	Dont SGP > à 100 assemblées
Systématiquement	16 %	24 %	7 %	10 %
Selon une règle	16 %	21 %	4 %	3 %
Au cas par cas	44 %	52 %	46 %	62 %
Jamais	28 %	7 %	44 %	24 %

- 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.

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

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

■ 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 2019, l'ouverture des entreprises françaises et européennes au dialogue avec les investisseurs. Cette ouverture au dialogue semble plus difficile s'agissant des entreprises japonaises.

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
Mode de fonctionnement de l'assemblée générale	3,8	3,5	3,5	2,9
Pouvoir des actionnaires en AG	3,1	3,0	3,2	2,7
Mode de fonctionnement du conseil d'administration	3,5	3,3	3,3	2,2
Proportion d'administrateurs indépendants / libres d'intérêts	3,3	3,3	3,3	1,8
Structure des organes de décision	3,0	3,5	3,4	1,9
Indépendance et efficacité fonctionnelle du système d'audit	3,6	3,4	3,0	2,2
Ouverture des entreprises au dialogue avec les investisseurs	3,5	3,5	3,0	2,5
Transparence et pertinence de l'information délivrée	3,6	3,5	3,5	2,5
Existence d'un système incitatif efficace pour les dirigeants	3,3	3,0	3,1	2,2
Pour mémoire : nombre de SGP répondantes	51	34	17	13

*Hors France

■ 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, Suède...). 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 augmentations de capital, et d'autre part les particularités nationales d'accès aux votes, comme la nécessité de recourir à des *Power of Attorney* notamment dans les pays nordiques, ou l'existence des blocages de titres sont des lourdeurs administratives qui entravent le bon exercice des droits de vote.

Enfin, le manque de transparence sur le résultat des votes aux AG d'émetteurs de certains pays nordiques, est également jugé insatisfaisant dans la mesure où il est contraire aux principes édictés par la Directive droits des actionnaires.

- L'indépendance et l'efficacité fonctionnelle du système d'audit sont particulièrement appréciées pour les entreprises notamment françaises (note de 3,6). S'agissant des entreprises américaines, la pratique des mandats de longue durée des commissaires aux comptes couplée à leurs prestations liées à des services de conseil posent questions.
- 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 un cumul des fonctions de directeur général et président, et l'absence d'administrateur référent en cas de non-dissociation des fonctions de Président et Directeur général. Parmi les pays européens, le fait que les présidents du Conseil soient encore souvent d'anciens dirigeants opérationnels est source de conflit d'intérêt.
- Globalement, les informations communiquées sur la rémunération variable des dirigeants ne sont pas toujours jugées suffisamment transparentes par les gérants (note de 3,1 pour les émetteurs américains et de 3,0 pour les émetteurs européens). L'intégration de critères liés à la stratégie RSE dans leurs rémunérations tend à se diffuser, surtout en France, mais là aussi une plus grande transparence des méthodologies de calcul et des

indicateurs utilisés serait utile, ainsi qu'une intégration plus importante de ce type de critère sur les structures de rémunération à long terme. Les gérants signalent aussi le manque de précisions quant aux critères d'attribution de stock-options et d'actions gratuites. Ce résultat conforte le taux d'opposition constaté à l'endroit des résolutions sur la rémunération des dirigeants. Il est à noter que dans certains pays, dont les États-Unis, le vote sur la rémunération des dirigeants est seulement consultatif et non contraignant, et par ailleurs les actionnaires ne votent pas sur le versement du dividende. Au Japon, les actionnaires ne votent pas sur la rémunération des dirigeants.

- Les gérants sont également critiques envers les entreprises japonaises, quant à la proportion insuffisante d'administrateurs indépendants/libres d'intérêts (note de 1,8), à la structure des organes de décision (1,9) et au mode de fonctionnement du conseil d'administration (2,2). En effet, les standards de gouvernance en matière de composition des conseils sont jugés au-dessous des standards internationaux même s'ils sont en forte amélioration depuis 5 ans. Sont notamment soulignés l'opacité des organes de direction et le niveau d'indépendance et de diversité, notamment la part des femmes toujours faible au sein des conseils d'administration. Les comités d'audit manquent également d'indépendance. L'information présentée par les sociétés japonaises s'améliore mais devrait davantage tendre vers les standards de *reporting* internationaux.



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 perti-

nence 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 2020

- ABN AMRO INVESTMENT SOLUTIONS
- AESOPE GESTION DE PORTEFEUILLES
- AG2R LA MONDIALE GESTION D'ACTIFS
- AGRICA ÉPARGNE
- AMIRAL GESTION
- AMPLEGEST
- AMUNDI ASSET MANAGEMENT
- AUDACIA
- AXA INVESTMENT MANAGERS PARIS
- BDF-GESTION
- BFT INVESTMENT MANAGERS
- BNP PARIBAS AM FRANCE
- BPIFRANCE INVESTISSEMENT
- CANDRIAM FRANCE
- CARMIGNAC GESTION
- CIAM
- CLARTAN ASSOCIÉS
- COMGEST SA
- COVEA FINANCE
- CPR ASSET MANAGEMENT
- CRÉDIT MUTUEL ASSET MANAGEMENT
- ECOFI INVESTISSEMENTS
- EDMOND DE ROTHSCHILD AM (FRANCE)
- EGAMO
- EIFFEL INVESTMENT GROUP SAS
- ELEVA CAPITAL SAS
- EQUIGEST
- ÉTOILE GESTION SA
- FEDERAL FINANCE GESTION
- FINANCIÈRE ARBEVEL
- GASPAL GESTION
- GINJER AM
- GROUPAMA ASSET MANAGEMENT
- GUTENBERG FINANCE
- HUGAU GESTION
- IDAM
- IDINVEST PARTNERS
- INVESTISSEURS DANS L'ENTREPRISE
- KIRAO ASSET MANAGEMENT
- KLESIA FINANCES
- LA BANQUE POSTALE AM
- LA FINANCIÈRE DE L'ÉCHIQUIER
- LA FINANCIÈRE TIEPOLO
- LA FRANÇAISE ASSET MANAGEMENT
- LLM & ASSOCIÉS
- LYXOR ASSET MANAGEMENT
- LYXOR INTERNATIONAL AM
- MANDARINE GESTION
- MANSARTIS GESTION
- MEESCHAERT ASSET MANAGEMENT
- METROPOLE GESTION
- MONETA ASSET MANAGEMENT
- NATIXIS IM INTERNATIONAL
- ODDO BHF ASSET MANAGEMENT
- OFI ASSET MANAGEMENT
- OSSIAM
- OSTRUM ASSET MANAGEMENT
- OUDART GESTION
- PHITRUST
- PRO BTP FINANCE
- PROMEPAR AM
- RGREEN INVEST
- SOCIÉTÉ GÉNÉRALE GESTION
- TALENCE GESTION
- TOCQUEVILLE FINANCE SA
- VERITAS INVESTMENT ASSOCIATES



“BIEN GÉRER, C’EST AUSSI BIEN VOTER”

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

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

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

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

2002 : deux nouvelles étapes sont franchies :

- les alertes envoyées aux membres de l’association sont rendues publiques sur le site de l’association et donc consultables sur le site de l’AFG www.afg.asso.fr à la rubrique “*Déontologie et Gouvernement d’Entreprise*” ;
- le programme de veille est élargi au SBF 120.

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

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

L'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 plus de 4 000 milliards d'euros d'actifs,
soit un quart du marché de la gestion d'Europe continentale.

Publication réalisée par le service Études Économiques de l'AFG
Thomas Valli, Directeur des Études Économiques | T : +33 (0)1 44 94 94 03 | t.valli@afg.asso.fr
Juba Ihaddaden, Économiste | T : +33 (0)1 44 94 94 04 | j.ihaddaden@afg.asso.fr