

Exercice des droits de vote par les sociétés de gestion en 2007

Pour la sixième année consécutive, l'AFG a réalisé, fin 2007 et début 2008, une enquête auprès de ses membres sur l'exercice des droits de vote.

Les principaux résultats de l'enquête sont les suivants :

1. En moyenne, les taux de participation aux assemblées se situent désormais autour de 90% et plus des 70% des sociétés de gestion ont augmenté le nombre de leurs participations aux assemblées.
2. 89% des sociétés de l'échantillon (contre 79% en 2006) ont recours aux recommandations et aux alertes du programme de veille de l'AFG.
3. Près de 90% des sociétés de gestion informent leurs clients institutionnels de leur politique de vote. Les investisseurs institutionnels donnent de plus en plus des consignes de vote et expriment un intérêt accru sur l'exercice des droits de vote par leurs mandataires les sociétés de gestion.
4. Un peu moins de la moitié des sociétés de gestion déclarent développer une politique de dialogue actif avec les émetteurs, ce qui participe à l'évolution de leurs pratiques de gouvernance.
5. En moyenne, les SGP ont exprimé au moins un vote « contre » à 55% des assemblées auxquelles elles ont participé (pourcentage proche en 2006 et 2005).
6. Cette année, le thème lié aux « opérations en capital dilutives pour l'actionnaire » est le premier motif de votes « contre » pour près de la moitié des sociétés de gestion.

Cadre général et périmètre de l'enquête

Les résultats de cette enquête portent sur un échantillon d'une cinquantaine de sociétés de gestion, qui ensemble gèrent un volume d'actions, françaises et étrangères, de l'ordre de 400 milliards d'euros à fin 2006, soit plus des trois-quarts de l'encours des actions sous gestion pour compte de tiers en France¹.

¹ Dans la continuité des pratiques de l'année dernière, un tiers des sociétés de l'échantillon ont précisé que leurs votes concernent aussi bien les actions détenues via les OPCVM qu'une partie de celles contenues dans les mandats. Pour autant, les encours des sociétés de gestion spécialisées en gestion indicielle, quantitative ou multigestion, qui ne participent pas aux votes sont exclus du périmètre de l'étude. Les sociétés de gestion généralistes, gérant aussi des OPCVM indiciels et/ou quantitatifs et/ou à formules, ont choisi, pour les deux-tiers d'entre elles, d'exercer leurs droits de vote pour les actions détenues en portefeuille.

Les SG de l'échantillon votent pour un volume d'actions, françaises et étrangères, estimé à 250-300 milliards d'euros.

L'échantillon comprend notamment les dix premières sociétés par les encours d'actions gérés, sous forme d'OPCVM actions ou orienté actions, et dix-sept parmi les vingt premières.

Les réponses des sociétés présentes dans l'échantillon portent, globalement, sur plus de 11 700 participations à des assemblées - plusieurs sociétés de gestion participant aux mêmes assemblées -, et près de 132 800 votes, soit une moyenne de 11 votes par assemblée.

1. Organisation du vote dans les sociétés de gestion

1.1. Analyse des résolutions

- **Les sociétés de gestion adoptent des formes diverses d'organisation pour analyser les résolutions et exécuter les votes.** Pour la majorité d'entre elles, le processus de décision est mené en associant, selon les SG, le responsable du contrôle interne et de la conformité, les équipes de gestion, des analystes, et le middle office...
- **Dans les principales sociétés de gestion généralistes** (appartenant à des groupes bancaires, des sociétés d'assurances et mutualistes), ainsi que dans quelques sociétés de taille moyenne spécialisées en gestion actions, **une partie des équipes est dédiée**, en charge notamment des questions relatives à la gouvernance et à l'investissement socialement responsable. Les effectifs dédiés, entre autres, à ces tâches varient de une à neuf personnes.
- Pour analyser les résolutions, **89% des sociétés de l'échantillon** (contre 79% en 2006) **ont recours aux recommandations et aux alertes du programme de veille de l'AFG**. La moitié d'entre elles utilisent les services d'un ou deux prestataires privés spécialisés dans l'analyse des résolutions (Riskmetrics, Proxinvest, ECGS...). C'est le cas de la quasi-totalité des principales SG.

1.2. Dialogue avec les émetteurs

- **Deux sociétés sur cinq de l'échantillon déclarent développer une politique de dialogue avec les émetteurs** (niveau similaire à celui de 2006), ce qui participe à l'évolution des pratiques de gouvernance de ceux-ci, et de transparence sur le sujet, vers des standards plus conformes à ceux recommandés par les sociétés de gestion.
- **43% des sociétés de l'échantillon informent les émetteurs** (systématiquement ou au cas par cas) **des règles de vote et des standards de bonne gouvernance** (AFG, ICGN...) qu'elles suivent. Toutes les principales sociétés de gestion généralistes de l'échantillon sont dans ce cas de figure.
- **Le dialogue permet aussi à la société de gestion, si elle l'estime nécessaire, d'informer les émetteurs, préalablement à l'assemblée, de ses motivations en cas de vote négatif.** Avec une intensité accrue, la quasi-totalité des principales SG généralistes pratiquent cette

démarche, avec entre 15 et 83 émetteurs français, et aussi avec plus de 50 émetteurs étrangers pour l'une d'entre elles.

- Il n'est plus rare, également, que **les émetteurs consultent, préalablement aux assemblées, les sociétés de gestion (et ou l'AFG)** afin de connaître leurs positions sur certaines résolutions qu'ils estiment à risques. Ainsi, **les principales sociétés de gestion généralistes informent environ une centaine d'émetteurs chacune sur leurs motivations de votes négatifs**. Notons cependant que certaines SG considèrent que cette démarche consistant à informer les émetteurs sur le contenu de leurs votes « ne fait pas partie de leur métier ». Deux autres motifs sont fréquemment avancés pour justifier l'absence de dialogue : problèmes de délai pour recevoir et traiter l'information, et absence d'interlocuteur identifié chez l'émetteur.

1.3. Participation aux assemblées selon l'origine des émetteurs

- **Les votes électronique et par procuration avec instruction de vote sont les formes prédominantes de participation des principales SG**, et de celles spécialisées actions, **au vote dans les assemblées** (à hauteur de 75% du nombre de participations aux assemblées). Cette pratique s'explique par le développement des services proposés par des prestataires privés qui facilitent le vote aux assemblées des émetteurs étrangers. A l'intérieur de ce groupe de sociétés, les assemblées d'émetteurs étrangers représentent de 40% à 95% de leurs participations, avec une moyenne autour de 80%.
- **Le vote par correspondance** (retour courrier), quant à lui, représente près d'un quart des participations aux assemblées. **La plupart du temps, ce type de vote concerne les votes aux assemblées d'émetteurs français**. Le vote par correspondance est le support privilégié pour plus des deux tiers des sociétés de gestion de l'échantillon, notamment celles de taille moyenne et petite.
- Notons, enfin, qu'**un tiers des sociétés de gestion de l'échantillon étaient physiquement présentes à au moins une assemblée** et que l'une d'entre elles a participé en direct à l'ensemble des assemblées du CAC 40.

1.4. Communication avec les investisseurs institutionnels

- On observe que près de **90% des SG informent leurs clients institutionnels de l'existence de documents relatifs à leurs activités et à leur politique en matière de vote**. Cette démarche spécifique a tendance à se généraliser avec la formalisation croissante des appels d'offres.
- Lors des délégations de gestion effectuées via des mandats ou des fonds dédiés, **les investisseurs institutionnels non seulement spécifient de plus en plus leurs consignes de vote, mais expriment un intérêt accru sur l'exercice des droits de vote** par leurs mandataires les sociétés de gestion. En effet, près des deux tiers des sociétés de gestion reçoivent des demandes de ces clients sur les documents de la politique de vote, et sur le *reporting* des votes aux résolutions.

2. Participations et votes aux assemblées

2.1. Evolution de la participation aux assemblées

- Par rapport à l'année dernière, et à périmètre constant, **plus des 70% des sociétés de gestion ont augmenté le nombre de leurs participations aux assemblées**. Pour les principales sociétés de gestion généralistes, qui concentrent 80% des participations, cette augmentation est en moyenne de l'ordre de 30% (+27% aux assemblées d'émetteurs français ; +32% à celles d'émetteurs étrangers).

L'adoption de la « record date », qui ne contraint plus à l'immobilisation des titres pendant la période qui précède l'assemblée, a certainement favorisé cette progression.

- **En moyenne, les taux de participation se situent désormais autour de 90%. Le taux croissant de participation des sociétés de gestion aux assemblées, aussi bien des émetteurs français qu'étrangers, reflète une mise en cohérence de leur politique de vote avec leurs pratiques effectives en matière d'exercice des droits de vote.** Soulignons par ailleurs que certaines SGP votent sur un périmètre de titres plus large que celui défini préalablement dans leur politique de vote.
- Malgré ces évolutions positives, **pour beaucoup de sociétés, le coût du vote** tant en effectifs (analyse des résolutions dans un temps court, exécution du vote...) qu'en capital (services informatiques dédiés...) **continue d'être perçu comme représentant une charge relativement lourde.**

2.2. Motifs de non votes

- Cette année encore, des SGP indiquent que les **principales difficultés rencontrées dans l'exercice des droits de vote** dans le cas des émetteurs français, sont notamment **du fait de leurs prestataires** : soit la **non réception des formulaires de vote dans des délais raisonnables** (42% des cas cités) ; soit que les documents fournis par les émetteurs permettant une analyse des résolutions ne sont pas toujours aisément accessibles pour les investisseurs, ou suffisamment détaillés (26%) ; soit les difficultés techniques pour exécuter leurs votes (17%).
- Concernant les émetteurs étrangers, la principale raison identifiée de « non vote » est liée aux difficultés techniques de l'exécution du vote (82% des cas). Avec des poids faibles, l'on retrouve ensuite la non réception des formulaires de vote ou les hors délai (8%), ainsi que le manque d'information acceptable (7%).

2.3. Structure des votes

- La répartition des votes est pratiquement la même que celle de l'année dernière :
 - 85% des résolutions ont été « Pour » ;
 - 13% « Contre » ;
 - et 2% « Abstention ».

Pour les SGP ayant déclaré plus de 1 000 votes, la part des votes « contre » dans l'ensemble de leurs votes varie de 6% à 36%. Ce résultat est également proche de celui de l'année précédente.

- La quasi-totalité des principales sociétés de gestion ont également voté à des résolutions non agréées par le conseil d'administration. Celles-ci représentent, en moyenne, moins de 2% de l'ensemble de leurs votes, mais près de 8% de leurs votes « contre ». Parmi celles-ci, **huit sociétés de gestion, en associations avec d'autres investisseurs, ont déposé de une à six résolutions.**
- **En moyenne, les SGP ont exprimé au moins un vote « contre » à 55% des assemblées auxquelles elles ont participé** (pourcentage proche en 2006 et 2005). Pour les SGP ayant déclaré plus de 1 000 votes, les réponses varient de 40% à 97%.

2.4. Principaux motifs de votes « contre »

- En 2007, en ordre d'importance, les sept thèmes qui suivent recouvrent près de 90% des votes « contre »² :
 - **nomination des membres du conseil d'administration ou de surveillance** (pourcentage d'administrateurs non libres d'intérêts, cumul de mandats...) : **28% des votes « contre » (30% en 2006)** ;
 - opérations en capital dilutives pour l'actionnaire (augmentation de capital sans DPS, augmentation de capital et délai de priorité, émissions d'emprunts...) : 24% des votes « contre » (19% en 2006) ;
 - opérations en capital considérées comme dispositifs anti-OPA (émissions de bons de souscriptions réservés, programme de rachat d'actions...) : 14% des votes « contre » (14% en 2006) ;
 - association des dirigeants et des salariés au capital (attributions d'actions gratuites ou attribution de stock options, rémunération des mandataires sociaux...) : 13% des votes « contre » (18% en 2006) ;
 - modifications statutaires ayant un impact négatif sur les droits des actionnaires (droits de vote multiples et limitation, changements de statuts...) : 11% des votes « contre » (12% en 2006) ;
 - approbation des conventions règlementées : 5% des votes « contre » (regroupé dans le thème précédent en 2006) ;
 - Approbation des comptes et affectation du résultat : 5% des votes « contre » (7% en 2006).

Cette année, le thème lié aux « opérations en capital dilutives pour l'actionnaire » est le premier motif de votes « contre » pour près de la moitié des sociétés de gestion.

² Les 10% manquants, quant à eux, concernent principalement des résolutions déposées par des actionnaires minoritaires, des résolutions groupées, désignation de contrôleurs légaux des comptes...