



# Exercice des droits de vote par les sociétés de gestion en 2022

DONNÉES D'ENQUÊTE – 21<sup>E</sup> ÉDITION  
MARS 2023

**Bien gérer c'est aussi bien voter**



# SOMMAIRE

☰ Principaux résultats de l'enquête	1
☰ Périmètre de l'enquête et caractérisation de l'échantillon	2
☰ 1. Confirmation de l'implication des gérants lors des votes en AG	5
1.1 Accroissement de la couverture internationale des votes	5
1.2 Des droits conférés aux actionnaires différents suivant les pays	7
1.3 Les rémunérations des dirigeants et les opérations financières au centre des votes d'opposition des gérants	10
☰ 2. Les moyens déployés pour juger de la qualité de la gouvernance	12
2.1 Une activité clé confirmée par l'importance de ressources dédiées	12
2.2 Le dialogue sur des thématiques étendues, moyen privilégié pour favoriser une bonne gouvernance des sociétés	13
2.3 Renforcement de l'engagement sur la base des politiques de vote	15
2.4 Mobilisation des gérants contre les mécanismes qui affaiblissent la démocratie actionnariale	16
☰ Conclusion	19
☰ Liste des SGP répondantes au questionnaire	20
☰ Bien gérer c'est aussi bien voter	21

## Principaux résultats de l'enquête

### ■ Forte implication des gérants dans leurs participations en AG et accroissement de la couverture internationale du vote

- ▶ La participation des sociétés de gestion aux assemblées générales est en hausse de + 10 % au global, cette année. Plus en détail, les deux tiers des SGP ont augmenté leurs participations aux AG d'émetteurs non européens, et le volume de leurs participations est en forte hausse (+ 20 %).
- ▶ L'AFG qui préconise, dans ses *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise*, la tenue des assemblées générales en hybride offrant aux actionnaires, tant à distance que présents physiquement, des droits similaires, n'est pas favorable (hors cas de force majeure) à la tenue d'assemblée générale uniquement sous forme virtuelle. Si les sociétés cotées en France offrent à leurs actionnaires de pouvoir participer physiquement à l'AG, ce n'est pas le cas dans de nombreux pays, les AG hybrides restant rares. Les gérants soulignent que le choix d'émetteurs étrangers, notamment nord-américains, de tenir leur AG uniquement en distanciel s'accompagne d'une perte de pouvoir pour les actionnaires : des AG se limitant au processus d'exercice des votes ne jouent plus leur rôle d'instance où la société présente sa stratégie et où une diversité d'actionnaires échangent avec l'émetteur.

### ■ La rémunération des dirigeants au cœur des votes d'opposition des gérants

- ▶ Les SGP ont exprimé au moins un vote "contre" à près de trois quarts des AG françaises, et à plus des deux tiers des AG étrangères, où le champ des résolutions est en général plus restreint qu'en France.
- ▶ Au global, près de 40 % des résolutions afférentes aux rémunérations des dirigeants ont été contestées. Ce taux s'élève à 54 % s'agissant des émetteurs d'Amérique du Nord, en retard par rapport aux pratiques européennes s'agissant notamment de l'alignement des rémunérations avec la stratégie et les performances de l'entreprise.
- ▶ Un nombre croissant de SGP rend public, en totalité ou en partie (46 % des SGP, contre 37 % en 2021), le détail des votes par résolution pour chaque AG. Cette pratique permet de mettre en avant les bonnes pratiques des sociétés de gestion françaises en matière de vote et d'engagement.

### ■ Un dialogue renforcé sur des thématiques multiples

- ▶ La pratique du dialogue et de l'engagement par les SGP se développe en 2022. Les gérants considèrent que leur action a 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. Via le dialogue, l'expression de leurs motivations de votes d'opposition ou le dépôt de résolutions externes (notamment stratégie climat, clarification de la gouvernance), les SGP exercent, année après année, une influence conduisant les émetteurs à apporter des modifications sur leurs projets de résolutions, des compléments d'informations, ainsi qu'à faire évoluer leurs pratiques.
- ▶ Le dialogue entre émetteurs et investisseurs se développe tout au long de l'année en fonction d'enjeux de gouvernance (politique de rémunération des dirigeants, opérations sur capital, composition du conseil...), environnementaux (alignement des stratégies aux objectifs de l'Accord de Paris, biodiversité...) ou sociaux (emploi et conditions d'emploi, télétravail, santé, sécurité...).
- ▶ Concernant la démocratie actionnariale, les gérants se mobilisent face à un affaiblissement dans certaines juridictions du pouvoir des actionnaires minoritaires lié au développement de droits de vote multiples, de mesures protectionnistes. Ils regrettent des niveaux de transparence insuffisants sur la rémunération des dirigeants ou sur le détail des résultats des votes. Ces pratiques vont à l'encontre de l'évolution actuelle qui pousse à ce que le cadre offert aux actionnaires favorise le bon exercice par les gérants d'actifs de leur responsabilité sociétale.

L'AFG a réalisé, début 2023, 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 2022. Après une description du périmètre de l'échantillon, cette vingt-et-unième 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 2022 sont basés sur les réponses de 78 SGP<sup>1</sup> via les 71 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 treize des quinze premières SGP en termes d'encours

gérés, vingt-cinq parmi les trente premières, et trente-sept 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 entrepreneuriales<sup>2</sup>.

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

	Total déclaré (en Mds €)	Dont part des actions émises			Toutes nationalités confondues
		France	Europe*	Hors Europe	
Actions gérées	442	32 %	36 %	32 %	100 %
Actions effectivement votées	401	34 %	37 %	29 %	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 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 *in fine* sur le moyen-long terme à la performance des placements des investisseurs et épargnants.

Ces SGP gèrent, ensemble, un total estimé de 442 milliards d'euros en actions cotées, via des fonds d'investissement ou des mandats discrétionnaires. Parmi celles-ci, les actions françaises représentent 32 % des actifs, celles européennes (hors France) 36 %. 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 cotées dans le périmètre de vote effectif de l'ensemble des SGP (401 Mds €), le poids des actions françaises s'élève à 34 %, et respectivement 37 % et 29 % pour les actions européennes (hors France) et du reste du monde (hors Europe).

Au global, les SGP exercent effectivement leurs droits de vote pour 91 % de leurs actions cotées en portefeuille. Concernant les actions françaises, cette proportion est la plus élevée (96 %) reflétant un très bon niveau de couverture du vote. La représentativité des actions "votées" d'émetteurs Européens (91 %) et hors Européens (84 %) 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.

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.

### Représentativité du périmètre effectif du vote

	Au global	Dont part des actions émises (émetteurs)		
		France	Europe**	Hors Europe
Part des actions votées*	<b>91 %</b>	96 %	91 %	84 %

\* 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 (39 SGP sur 71)

a participé à plus de 100 assemblées, dont quatorze SGP à plus de 500 assemblées générales.

### Ventilation des SGP selon le nombre de participations à des assemblées

Nombre de SGP ayant participé à :	Nationalité des émetteurs			Toutes nationalités confondues
	France*	Europe**	Hors Europe	
...plus de 500 assemblées		3	4	<b>14</b>
...entre 100 et 499 assemblées	16	21	15	<b>25</b>
...entre 20 et 99 assemblées	38	20	8	<b>22</b>
...entre 1 et 19 assemblées	15	16	14	<b>10</b>
<b>Total SGP</b>	<b>69</b>	<b>60</b>	<b>41</b>	<b>71</b>

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

\*\* Hors France

Ainsi, 16 SGP ont participé à plus de 100 assemblées générales d'émetteurs français, et 38 SGP à entre 20 et 99 assemblées. Plus des quatre cinquièmes des SGP ont voté à des assemblées d'émetteurs en Europe (hors France) et plus de la moitié des SGP à des assemblées générales d'émetteurs hors Europe.

Sur l'année 2022, les sociétés de gestion répondantes ont participé, en cumulé, à près de 32 000 assemblées dont 4 819 d'émetteurs français (15 % de l'ensemble des assemblées), 9 759 d'émetteurs européens (31 %), et 17 388 d'émetteurs (54 %) en dehors de l'Europe. Parmi ces derniers, les émetteurs d'Amérique du Nord en représentent plus du tiers (6 145 AG soit 35 %) et les émetteurs japonais (3 329 AG soit 19 %), 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*	14 %	40 %	75 %	55 %
4 <sup>e</sup> à 10 <sup>e</sup> SGP	24 %	24 %	14 %	17 %
11 <sup>e</sup> à 20 <sup>e</sup> SGP	22 %	20 %	10 %	15 %
SGP suivantes	40 %	15 %	2 %	13 %
<b>Total des participations</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>
<b>Nombre de participations</b>	<b>4 819</b>	<b>9 759</b>	<b>17 388</b>	<b>31 966</b>
<b>Distribution des participations</b>	<b>15 %</b>	<b>31 %</b>	<b>54 %</b>	<b>100 %</b>

\* 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 (55 %) et les dix premières SGP près des trois quarts. S'agissant des participations aux assemblées d'émetteurs français, les 20 premières SGP en concentrent un peu moins des deux tiers, alors que ce niveau est presque atteint par les 10 premières SGP dans le cas des AG européennes et est dépassé par les 3 premières SGP pour les AG d'émetteurs hors Europe.

L'AFG, dans ses *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise*, préconise la mise en place d'assemblées générales hybrides offrant la possibilité d'assister à l'assemblée générale, soit en présentiel, soit à distance avec les mêmes droits, 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.

La crise de la Covid-19 avait bouleversé l'organisation des AG, les émetteurs se sont depuis adaptés à des degrés divers pour assurer la tenue de leurs AG avec des interactions renforcées. Globalement, les SGP ne notent pas d'amélioration en 2022 de la qualité des interactions par rapport aux pratiques de l'année précédente. Parmi les bonnes pratiques relevées par les SGP, la plupart des grandes entreprises,

notamment françaises ont donné la possibilité aux actionnaires de poser des questions en direct lors de l'AG par le biais d'outils conversationnels, ce qui permet aux actionnaires notamment de réagir aux interventions des représentants de la société. Néanmoins, les entreprises doivent s'assurer de partager en direct l'exhaustivité des thèmes abordés par les questions posées à distance.

De plus, de nombreuses entreprises proposent en amont aux actionnaires d'adresser leurs questions et d'y répondre pendant l'assemblée générale. Si les émetteurs partagent les réponses aux questions écrites en les publiant en ligne, l'AFG recommande dans sa nouvelle version des recommandations que soient évoquées en assemblée générale les questions écrites d'actionnaires, au-delà des réponses apportées sur le site internet de l'émetteur.

Plus avancés en termes d'outils de communication, certains émetteurs donnent la possibilité aux actionnaires de poser des questions orales en direct avec caméra ou via des vidéos pré-enregistrées.

Cette pratique offre une opportunité supplémentaire aux actionnaires d'inciter les émetteurs au dialogue, dans un format distanciel, sur diverses problématiques environnementales, sociales (par exemple, gestion des ressources humaines) et gouvernance (par exemple, clarification des responsabilités).

Plus avant, il serait souhaitable de communiquer le contenu des questions en détail dans les procès-verbaux.

Il est important que les assemblées générales gardent un volet présentiel afin de rester un lieu d'échanges essentiel à une bonne démocratie actionnariale, et ne basculent pas vers un format d'AG préfabriquées axées sur la promotion de la société.

Les assemblées générales purement virtuelles qui se tiennent dans certains pays (États-Unis, Asie, certains pays européens...) montrent à quel point il en ressort un appauvrissement de l'AG qui doit permettre un dialogue avec les actionnaires de tous types, qu'ils soient gros investisseurs ou actionnaires individuels.

## 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 (section 1.2). Elle met enfin

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

### 1.1 Accroissement de la couverture internationale des votes

En 2022, les SGP de l'échantillon ont participé à 31 966 assemblées soit une hausse de + 10 % sur un an à périmètre constant.

- En 2022, l'accroissement des participations aux assemblées se poursuit pour les émetteurs non européens + 20 % (après + 9 % en 2021, + 14 % en 2020 et + 13 % en 2019) reflétant d'une part la généralisation du vote à certaines catégories de fonds (internationaux...) et/ou à certains pays (+ 12 % aux AG des émetteurs nord-américains, après + 30 % en 2021 et + 19 % en 2020), et d'autre part

l'ouverture de cette activité à de nouveaux marchés, notamment asiatiques et/ou émergents. Quant aux AG d'émetteurs français et européens, on constate une légère baisse en 2022 du nombre des participations témoignant d'une large couverture du vote par les SGP aux AG d'émetteurs de ces pays. 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	
2022	- 2 %	- 0,5 %	+ 20 %	+ 10 %
2021	+ 11 %	+ 17 %	+ 9 %	+ 12 %
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-après met en évidence que la hausse du cumul des participations aux AG des émetteurs non européens (voir tableau précédent) s'explique par l'accroissement des participations pour un nombre important de SGP (65 % des SGP contre 43 % en 2021).

S'agissant des émetteurs français et européens, seulement respectivement 35 % et 44 % des SGP ont connu une hausse du nombre de leurs participations aux AG en 2022. Au global, le nombre de participations aux AG a progressé pour moins de la moitié des SGP.



### Part des SGP ayant augmenté le nombre de leurs participations aux AG (Estimations à périmètre constant)

En nombre de SGP	Nationalité des émetteurs			Total
	France	Europe*	Hors Europe	
2022	35 %	44 %	65 %	<b>48 %</b>
2021	67 %	74 %	43 %	<b>76 %</b>
2020	58 %	67 %	57 %	<b>68 %</b>
2019	52 %	38 %	65 %	<b>47 %</b>
2018	51 %	67 %	48 %	<b>63 %</b>
2017	34 %	25 %	47 %	<b>59 %</b>

\* 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 institutionnels<sup>3</sup>. 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 avec un recours aux services de *proxy providers*, aux plateformes et aux 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 peut citer aussi à titre d'illustration la persistance à travers l'Europe de points de résistance au bon fonctionnement du vote aux assemblées générales des sociétés cotées :
  - ▶ des délais pour voter indûment raccourcis par certains conservateurs/plateformes en contradiction avec les dates limites publiées officiellement par les sociétés cotées ;
  - ▶ l'exigence de blocage des titres ;
  - ▶ des coûts prohibitifs pour voter aux AG dans certains pays européens qui exigent un acte notarié ou la présence physique d'un intermédiaire pour le vote ;
  - ▶ un faible niveau d'informations préliminaires sur les modalités pour voter aux AG de certains émetteurs (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 Des droits conférés aux actionnaires différents suivant les pays

L'analyse de la distribution des votes selon les grandes thématiques de résolutions (cf. les deux tableaux ci-après) et 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	19 %	45 %	75 %	81 %	33 %	45 %
Dispositifs anti-OPA et Opérations financières / fusions	24 %	14 %	3 %	1 %	17 %	14 %
Rémunération des dirigeants et des salariés (hors actionariat salarié)	26 %	10 %	10 %	3 %	7 %	13 %
Actionariat salarié	3,8 %	0,4 %	0,5 %	0,1 %	0,7 %	1,2 %
Formalités et autres motifs...	28 %	30 %	12 %	15 %	43 %	27 %
<b>TOTAL</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>

\* 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-après, s'il en ressort finalement une plus grande homogénéité du volume des votes, des différences importantes subsistent selon la nationalité des émetteurs mettant aussi en évidence les particularités du droit des actionnaires propres à chaque pays.
- Ainsi, la thématique "Dispositifs anti-OPA et Opérations financières/fusions" arrive dans le peloton de tête des résolutions proposées aux votes dans les AG des émetteurs européens (25 %) et français (29 %). Par rapport aux autres pays, le nombre de ces résolutions est plus important, ce qui est principalement dû au fait que le droit français accorde un pouvoir de contrôle aux actionnaires en matière d'augmentation de capital. En effet, toutes les modalités/catégories d'augmentation de capital proposées par l'entreprise sont appelées séparément au vote.

- Les thématiques liées aux rémunérations des dirigeants et des salariés concentrent 38 % des votes des émetteurs nord-américains et 32 % des votes pour les émetteurs français. Par ailleurs, en France, les votes sur la mise en place, le développement, et les modalités

de calcul des dispositifs d'actionnariat salarié représentent près de 5 % des votes, 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	29 %	25 %	13 %	4 %	25 %	25 %
Rémunération des dirigeants et des salariés (hors actionnariat salarié)	32 %	19 %	38 %	17 %	10 %	23 %
Actionnariat salarié	4,6 %	0,7 %	1,9 %	0,3 %	1,1 %	2,2 %
Formalités et autres motifs...	34 %	55 %	46 %	78 %	64 %	50 %
<b>TOTAL</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>

\* 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, ces résolutions sont plus fréquentes aux AG des émetteurs nord-américains (plus de 7 % des votes)

qu'aux AG françaises du fait qu'il s'agit de résolutions purement consultatives contrairement au droit français. Les régimes juridiques très différents expliquent le faible nombre de résolutions sur certains marchés comme la France.

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

France	Europe Hors France	Amérique du Nord	Japon	Reste du monde	Tous émetteurs confondus
0,5 %	1,6 %	7,2 %	2,1 %	3,7 %	2,7 %

- Au global, les SGP ont voté favorablement à près des trois quarts des résolutions proposées par les actionnaires. Le fait que

les résolutions externes ne soient pas contraignantes en Amérique du Nord explique le taux de 76 % de votes favorables.

#### Poids des votes favorables aux résolutions proposées par des actionnaires

France	Europe Hors France	Amérique du Nord	Japon	Reste du monde	Tous émetteurs confondus
57 %	57 %	76 %	58 %	81 %	71 %

- Sur un total de plus de 425 000 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 le droit des actionnaires de sociétés françaises cotées plus étendu que ceux de certains pays

étrangers qui entraînent un moindre périmètre d'expression pour les SGP. Ainsi, si les SGP votent en moyenne à 23 résolutions par AG en France (certaines AG françaises proposent aux actionnaires de voter sur 40 résolutions), ce nombre diminue à 15 résolutions par AG pour les émetteurs en Europe (hors France), et à 10 résolutions pour les émetteurs hors Europe.

Nationalité des émetteurs			
France	Europe*	Hors Europe	Total
23	15	10	13

\* Hors France

Structure des votes		Dont SGP > à 100 assemblées	
Pour	79 %	min (49 %) – max (98 %)	
Contre	20 %	min (2 %) – max (51 %)	
Abstention	1 %		

- La structure de l'orientation des votes observée en 2022 est similaire à celle des années précédentes avec un cinquième

des votes non favorables (20 % de votes "contre" et 1 % d'abstention).

Assemblée où au moins un vote d'opposition a été exprimé					
En pourcentage de l'ensemble des assemblées	Nationalité des émetteurs				Toutes nationalités confondues
	France	Europe*	Amérique du Nord	Reste du monde	
Moyenne toutes SGP	74 %	69 %	86 %	58 %	69 %
Dont SGP > à 100 assemblées	min (29 %) - max (98 %)	min (34 %) - max (92 %)	min (38 %) - max (99 %)	min (35 %) - max (72 %)	min (24 %) - max (97 %)

\* Hors France

- Néanmoins, il existe une grande dispersion de la structure des votes entre les sociétés de gestion reflétant les différences entre, d'une part, des politiques de vote propres à chaque 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 49 % à 98 %.

- Concernant les votes d'opposition, au global, les sociétés ont exprimé en moyenne au moins un vote "contre" à 69 % des assemblées auxquelles elles ont participé, un niveau légèrement supérieur à 2021. Pour les émetteurs français, ce chiffre atteint 74 %, et 86 % pour les émetteurs nord-américains.

- 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 24 % à 97 %.
- Enfin, quinze SGP ont déclaré s'être associées à d'autres investisseurs afin de déposer une ou des résolutions aux AG d'émetteurs français et étrangers en 2022. Les résolutions portaient principalement sur les stratégies climat (clarification de la stratégie de réduction des émissions de carbone, demande d'un rapport sur les efforts des sociétés pour aligner leur *lobbying* climatique sur les objectifs de l'Accord de Paris).

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 (clarification sur la gouvernance de la société, statut du président d'honneur, fonctionnement et indépendance du Conseil d'administration et rémunérations des dirigeants). Dans certains cas, les résolutions se trouvent retirées en amont de l'AG à la suite des engagements pris par les sociétés.

#### 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	26 %	39 %
Oui en partie	20 %	26 %
Non	54 %	34 %

- Un nombre croissant de SGP rend public, 46 % des SGP participantes à l'enquête, en totalité (26 % des SGP contre 14 % en 2020) ou en partie (20 % des SGP contre 12 % en 2020), le détail des votes, résolution par résolution, et ce pour chacune des assemblées auxquelles elles ont participé.

Cette pratique en croissance est plus développée pour les plus importantes SGP en termes d'encours gérés. Elle permet de mettre en avant les bonnes pratiques de vote des sociétés de gestion françaises, notamment leurs engagements.

### 1.3 Les rémunérations des dirigeants 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 37 % des résolutions afférentes aux rémunérations des dirigeants (en stabilité par rapport aux années précédentes), avec des taux d'opposition particulièrement élevés :
  - ▶ au Japon, les gérants se sont opposés

à 52 % des résolutions de cette thématique proposées au vote par les émetteurs japonais (contre 54 % en 2021, 64 % en 2020 et 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.

- ▶ en Amérique du Nord (54 % d'opposition contre 55 % en 2021), du fait d'un retard notamment par rapport aux pratiques européennes s'agissant de l'alignement de ces rémunérations sur les performances de l'entreprise.

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

Thématiques des résolutions	France	Europe*	Amérique du Nord	Japon	Reste du monde	Tous émetteurs confondus
Composition, nomination, jetons de présence pour les membres du CA, de surveillance ou équivalent	20 %	17 %	25 %	20 %	28 %	<b>21 %</b>
Dispositifs anti-OPA et Opérations financières / fusions	33 %	17 %	17 %	48 %	20 %	<b>24 %</b>
Rémunération des dirigeants et des salariés (hors actionariat salarié)	28 %	41 %	54 %	52 %	46 %	<b>37 %</b>
Actionariat salarié	9 %	10 %	7 %	8 %	45 %	<b>12 %</b>
Formalités et autres motifs...	8 %	10 %	20 %	11 %	17 %	<b>12 %</b>
<b>TOTAL</b>	<b>22 %</b>	<b>18 %</b>	<b>27 %</b>	<b>20 %</b>	<b>23 %</b>	<b>21 %</b>

\* Hors France

- Sur ce thème, les gérants requièrent une transparence quant à l'information transmise aux actionnaires s'agissant des critères pris en compte pour déterminer la rémunération variable ainsi que l'attribution de stock-options et d'actions gratuites. En Europe, l'information fournie reste encore largement insuffisante s'agissant, par exemple, d'émetteurs allemands, suisses, italiens et espagnols. 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 assez élevé mais en tendance baissière 28 % en 2022 (contre 30 % en 2021, 29 % en 2020 et 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.
- Les sociétés de gestion veillent tout particulièrement aux résolutions proposées pouvant conduire à une dilution de leurs participations. Elles s'opposent en particulier aux résolutions permettant des augmentations de capital sans droit préférentiel de souscriptions (DPS) exagérément dilutives. Les "dispositifs anti-OPA" permettant, en période d'OPA, d'émettre des bons de

souscriptions d'actions (BSA) ou de procéder à des rachats d'actions pendant ces périodes sont également très contestés par les gérants. À ce titre, les taux d'opposition aux résolutions afférentes aux "Dispositifs anti-OPA et opérations financières/fusions" s'élèvent, tous émetteurs confondus, à hauteur de 24 % (contre 25 % en 2021). Le taux de 33 % (34 % en 2021) pour les AG françaises, reflète la particularité des droits donnés aux actionnaires s'agissant des autorisations financières. En effet, en droit français, les résolutions proposant des augmentations de capital sont précises et multiples, et les gérants, consécutivement à la loi Florange, sont très attentifs à ce que les résolutions relatives aux opérations financières contiennent des mentions précisant explicitement l'impossibilité de leur utilisation en cas d'OPA.

- Sujet majeur, la thématique "Nominations des membres du Conseil" : la gestion française souhaite que les 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 21 %.

## 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 (section 2.2).

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

### 2.1 Une activité clé confirmée par l'importance de ressources dédiées

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

- En appui du travail interne d'analyse des résolutions en adéquation avec leur politique de vote individuelle, la moitié des SGP ont recours aux alertes du programme de veille de l'AFG<sup>4</sup>. 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 pour l'aide à l'analyse des résolutions. Les principaux prestataires cités sont ISS, Proxinvest, ECGS, Glass Lewis et Minerva Analytics.
- 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 pour l'aide à l'analyse des résolutions

Origine géographique	En % des SGP de l'échantillon	dont SGP > à 100 assemblées
Émetteurs français	76 %	97 %
Émetteurs étrangers	74 %	95 %

- 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 généralistes, 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 entre 3 à 7 personnes pour les principales SGP et entre un équivalent mi-temps et une personne pour les SGP de taille moyenne.

#### Pratiques pour la décision des votes pour chacune des résolutions (Plusieurs réponses possibles)

Modalité d'organisation	En % des SGP de l'échantillon	dont SGP > à 100 assemblées
Collégiale (comité de vote,...)	24 %	34 %
Individuelle (chaque gérant,...)	37 %	34 %
Centralisée (RCCI, équipe dédiée,...)	63 %	74 %

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



- Outre un 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, 30 % des SGP

déclarent l'existence d'un comité des votes au sein de leur société. Il est souvent composé des responsables des gestions, d'analystes financiers et ESG et de responsables 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	32 %	27 %
Décisionnaire final	77 %	87 %

- Ce comité a souvent un rôle de décisionnaire final du vote (77 % des SGP en 2022 et en 2021) pour des résolutions relatives à des enjeux importants, notamment lorsqu'une situation potentielle de conflit d'intérêt est relevée, pour décider qu'un vote ne s'inscrit pas dans la politique de vote de la 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 en fonction de la politique de vote et d'engagement avec les émetteurs.

## 2.2 Le dialogue sur des thématiques étendues, moyen privilégié pour favoriser une bonne gouvernance des sociétés

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 d'équipes ou de personnes dédiées.
- La population d'émetteurs ciblés peut être pré-définie. Pour les principales SGP, elle correspond souvent à plusieurs centaines d'émetteurs représentant les plus importantes positions en portefeuilles et complétées au cas par cas par d'autres valeurs lorsque des axes d'amélioration sont détectés dans le cadre de la politique d'engagement. Ainsi, près des 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 plus de 90 % pour les SGP qui participent à plus de cent assemblées.

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

Thématiques ESG	En % des SGP de l'échantillon	dont SGP > à 100 assemblées
Thématique environnementale	77 %	95 %
Thématique sociale	72 %	92 %
Thématique gouvernance	71 %	89 %



- Notons que l'élargissement d'un dialogue actif entre les SGP et les émetteurs étrangers est fortement lié au poids croissant de ces derniers dans le périmètre de vote des SGP. En proportion, le dialogue est le plus fréquent sur les questions liées

à la thématique environnementale sauf au Japon où le dialogue sur les questions de gouvernance des émetteurs est prédominant. Le dialogue sur les questions sociales est en relatif plus développé avec les émetteurs français.

### Répartition du nombre d'émetteurs avec lesquels les SGP ont dialogué\* sur les thématiques ESG

	Nationalité des émetteurs				
	France	Europe**	Amérique du Nord	Japon	Reste du monde
Thématique environnementale	39 %	43 %	43 %	35 %	60 %
Thématique sociale	29 %	23 %	25 %	23 %	11 %
Thématique gouvernance	31 %	34 %	32 %	42 %	29 %
<b>TOTAL</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100%</b>
<b>Nombre d'émetteurs</b>	<b>2 155</b>	<b>3 297</b>	<b>1 675</b>	<b>636</b>	<b>1 501</b>

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

\*\* Hors France

- 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 formation, de nomination, d'équilibre des pouvoirs, de renouvellement, de représentation des salariés...), l'existence d'un comité de durabilité, les politiques de rémunération (en termes de transparence, de structures fixe/variable, de choix des critères de performance, d'intégration des critères ESG...), la distribution de la valeur entre les parties prenantes, les opérations financières dilutives (augmentations et opérations sur le capital) et les mécanismes anti-OPA, la gestion des acquisitions et restructurations, la défense des intérêts minoritaires, les objectifs de féminisation des instances dirigeantes, la transparence des controverses et des mesures correctives, la protection des données et la cybersécurité, l'implication du conseil sur les enjeux RSE, le *reporting* RSE, et les problématiques d'éthique des affaires (pratiques anti-concurrentielles, responsabilité fiscale, transparence de la comptabilité, corruption, fraude, blanchiment d'argent...).

- Les principaux sujets de dialogue relatifs à la thématique environnementale avec les émetteurs concernent la mesure de l'impact de leurs activités sur le changement climatique, leurs émissions de gaz à effet de

serre, la biodiversité, l'alimentation animale, l'aquaculture durable, la déforestation, leurs stratégies d'accompagnement de la transition énergétique et de développement des énergies renouvelables, l'économie circulaire, la valorisation des déchets, l'éco-conception, la mobilité durable, leurs politiques de gestion des ressources, la pollution de l'air et de l'eau, la pollution plastique des océans, l'utilisation des terres, le béton vert, les impacts environnementaux dans les chaînes d'approvisionnement et l'épuisement des ressources, l'alignement de leurs stratégies aux objectifs de l'Accord de Paris, la neutralité carbone (scope 1, 2 et 3), la validation des objectifs de réduction des émissions de CO<sub>2</sub>eq par la *Science-Based Targets initiative*, l'affichage de l'empreinte environnementale des produits et des services, la transparence des *reporting* de développement durable (CDP), l'intégration des recommandations du TCFD dans le *reporting* climat des entreprises, le cycle de vie des produits, et les controverses.

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, le dialogue s'est renforcé sur les enjeux sanitaires et sociaux (emploi et conditions d'emploi, télé-travail, santé, sécurité...). Les principaux sujets de dialogue concernent les indicateurs relatifs au respect des normes sociales, le respect des droits humains, la croissance inclusive, le marketing responsable, la qualité et l'impact social des produits, les mesures pour améliorer la mixité et notamment la part des femmes dans les postes d'encadrement supérieur, l'organisation du travail, l'attractivité et la capacité d'innovation, la politique salariale et l'égalité salariale, la gestion du handicap au travail, la formation, l'emploi des jeunes, la gestion des ressources humaines, la fidélisation et protection sociale des salariés, le bien-être et la diversité des effectifs, la satisfaction des salariés, le développement de l'actionariat salarié, le partage de la valeur, la confidentialité des données individuelles, la qualité des soins dans les maisons de retraite, 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, la transparence sur la satisfaction client...

- 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 Renforcement de l'engagement sur la base des politiques de vote

- En appui des échanges avec les émetteurs souvent lors d'entretiens avant les AG, et dans la perspective d'une bonne compréhension de leurs attentes, près des 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, soit à la demande des émetteurs, soit de manière systématique à un périmètre d'émetteurs préalablement défini par envoi du document contenant leur politique de vote ainsi que leurs priorités en matière de vote et d'engagement, soit par ciblage d'entreprises ne respectant pas des pratiques conformes à cette politique, ou en se concentrant sur les assemblées générales des sociétés où les enjeux financiers ou de gouvernance sont importants (par exemple, augmentation de capital sans DPS, indépendance et diversité du conseil, absence d'éléments sur les critères de performance...). 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 sociétés de gestion et les résolutions envisagées, le dialogue permet aux SGP d'exprimer leurs intentions d'opposition et d'explicitier leurs positions, et ce afin d'inciter les émetteurs à apporter des précisions ou modifications quant à la formulation de résolutions. Cette démarche se réalise 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.
- Ce dialogue constant et les résultats obtenus aux AG précédentes exercent une influence sur les nouvelles résolutions présentées. En 2022, la démarche constructive de dialogue des SGP a, par exemple, conduit des émetteurs : à retirer des résolutions portant sur des rémunérations exceptionnelles, à apporter des compléments d'information sur des conventions réglementées, sur les rapports de rémunération et les critères de performance des dirigeants, à modifier des projets d'augmentation de capital, à la suppression du quitus dans l'approbation des comptes, à accepter des résolutions "say on climate" permettant un vote sur la politique climat des entreprises compatible avec l'Accord de Paris.

### 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
Systématiquement	10 %	13 %	0 %	0 %
Selon une règle	4 %	8 %	4 %	8 %
Au cas par cas	53 %	71 %	44 %	63 %
Jamais	33 %	8 %	51 %	29 %

■ Cette démarche proactive se réalise soit à l'initiative des SGP, pour leurs principales lignes en portefeuille et/ou en fonction 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 Mobilisation des gérants contre les mécanismes qui affaiblissent la démocratie actionnariale

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-après 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 2021, l'ouverture des entreprises françaises et européennes au dialogue avec les investisseurs. Cette ouverture au dialogue semble plus difficile pour les investisseurs s'agissant d'accéder aux dirigeants et conseils des entreprises japonaises.

Il serait souhaitable d'encourager les entreprises à davantage communiquer sur les engagements pris auprès des investisseurs et sur la mise en œuvre de ces engagements. De même, les entreprises devraient communiquer sur leurs pratiques réelles du dialogue (fréquence, interlocuteurs, modalités...).

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

Les notes moyennes ont été déterminées en tenant compte des valeurs suivantes :  
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	<b>3,9</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>
Pouvoir des actionnaires en AG	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>
Mode de fonctionnement du Conseil d'administration	<b>3,6</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>2,3</b>
Proportion d'administrateurs indépendants/libre d'intérêts	3,4	3,3	3,3	<b>2,1</b>
Structure des organes de décision	<b>3,2</b>	3,4	3,3	2,5
Indépendance et efficacité fonctionnelle du système d'audit	<b>3,8</b>	<b>3,6</b>	3,2	2,5
Ouverture des entreprises au dialogue avec les investisseurs	<b>3,5</b>	3,4	3,2	2,6
Transparence et pertinence de l'information délivrée	<b>3,7</b>	3,4	3,3	2,8
Existence d'un système incitatif efficace pour les dirigeants	3,3	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>	2,4
<b>Pour mémoire : nombre de SGP répondantes</b>	<b>57</b>	<b>48</b>	<b>26</b>	<b>15</b>

\* Hors France

Les gérants restent critiques vis-à-vis des émetteurs ne mettant pas en pratique le principe « *une action, une voix* », qu'il s'agisse de droits de vote double dans de nombreuses entreprises françaises (loi Florange), mais aussi de droits multiples dans d'autres pays européens.

L'évolution négative des dernières années avec l'instauration de droits de vote multiples dans de nouvelles juridictions (Hong-Kong, Angleterre...) vient en contradiction avec la démocratie actionnariale, et a pour effet de conférer des pouvoirs en blanc aux dirigeants et d'exclure un contre-pouvoir sain.

Les droits de vote multiples vont à l'encontre de l'évolution actuelle qui pousse à une plus grande prise en compte par les gérants d'actifs de leur responsabilité sociétale et constitue une dégradation du pouvoir des actionnaires.

Plus largement, les gérants considèrent négativement les mécanismes qui portent atteinte à l'expression du droit des actionnaires minoritaires. Il peut s'agir d'une part des mesures protectionnistes sur la structure du capital, comme en Allemagne, en Suisse, ou les dispositifs anti-OPA aux Pays-Bas, le manque d'informations concernant les motivations des augmentations de capital, les délais très courts pour voter par exemple en Italie, 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. De plus, on observe pour les entreprises *small* et *mid cap* de certains pays, des pratiques consistant à regrouper plusieurs propositions au sein d'une même résolution de façon préjudiciable à l'expression du droit des actionnaires.

Certains gérants soulignent également le manque d'uniformisation en Europe des réglementations locales sur les conditions de dépôt de résolutions externes. Les modalités pour les dépôts de résolutions s'avèrent particulièrement complexes dans certains pays, comme les Pays-Bas (3 %).

Les gérants sont critiques quant au niveau d'exigence ou de transparence des plans climat proposés aux votes des actionnaires par certains émetteurs. De plus, ils constatent encore un manque d'explications sur les motivations de certaines résolutions (notamment sur les autorisations d'augmentation de capital).

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. De plus, certains émetteurs ont tenu leur assemblée à huis clos sans rediffusion ni réponse aux questions écrites des actionnaires.

Ainsi le notes sur le critère du pouvoir des actionnaires en AG est en baisse de 2 points cette année quelle que soit la nationalité des émetteurs.

Le mode de fonctionnement du conseil d'administration peut également poser un problème. Ainsi pour ce qui est de :

- ▶ l'Allemagne, où la longue durée des mandats (5 ans), ne permet pas aux actionnaires de se prononcer assez régulièrement sur la composition du conseil même si la pratique est en amélioration. Les gérants soulignent aussi le manque de transparence sur le fonctionnement du conseil et les 50 % d'administrateurs représentants les salariés ;
- ▶ la Finlande, où la nomination des administrateurs se fait par le biais d'un seul vote d'une liste entière ;
- ▶ l'absence ou la faible présence de représentants de salariés au sein des conseils est problématique sur certains marchés, notamment nord-américain, Royaume-Uni et pays asiatiques ;

- ▶ de façon positive, les gérants constatent la prise en compte croissante de la parité homme femmes au sein des conseils d'administration et des instances dirigeantes des entreprises européennes ;
- ▶ autre tendance positive, le développement d'un dialogue régulier dédié à la gouvernance avec un membre du conseil (administrateur-référent, président du conseil, secrétaire du conseil) ;
- ▶ le rôle des comités du conseil d'administration ne devrait pas être oublié. Certains comités du conseil, surtout des comités de rémunération et d'audit, comprennent des membres du conseil qui ne sont pas indépendants<sup>5</sup>. Cela pose un risque de gouvernance compte tenu du rôle essentiel de ces comités dans la protection des intérêts des actionnaires minoritaires. De plus, par exemple en Allemagne ou en Finlande, les gérants regrettent que les comités RSE ne se développent pas davantage.

L'indépendance et l'efficacité fonctionnelle du système d'audit sont particulièrement appréciées pour les entreprises notamment françaises (note de 3,8). S'agissant des entreprises américaines, la pratique des mandats de longue durée (souvent les mandats ont plus de 10 ans) des commissaires aux comptes couplée à leurs prestations liées à des services de conseil posent questions en termes d'indépendance (note de 3,2). Cette pratique existe aussi pour des émetteurs de nombreux pays européens comme la Suisse, Allemagne, Italie, Royaume-Uni, Espagne...

Pour les émetteurs français, l'appréciation plus faible du critère relatif à la structure des organes de décision (note de 3,2), 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.

5) *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise à télécharger sur le site de l'AFG :*  
<https://www.afg.asso.fr/wp-content/uploads/2023/01/afg-recogouve-230119web.pdf>

Globalement, les informations communiquées sur la rémunération variable des dirigeants ne sont pas toujours jugées suffisamment transparentes par les gérants (note de 2,9 pour les émetteurs américains et de 3,1 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. De plus, les gérants ont considéré que dans certains cas, les pratiques de rémunération n'étaient pas en phase avec la situation économique et sociale de l'entreprise. Par exemple, en Allemagne, les niveaux de rémunération dans les entreprises apparaissent plus élevés que celles de leurs pairs d'autres pays. Point positif pour les gérants, l'harmonisation européenne de la pratique du *say on pay* avec le déploiement de SRD II.

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. Ceci limite fortement l'effet incitatif pour les dirigeants d'améliorer la performance ESG des entreprises. Au Japon, les actionnaires ne votent pas sur la rémunération des dirigeants (2,4).

Les gérants sont également critiques envers les entreprises japonaises, quant à la proportion insuffisante d'administrateurs indépendants/libres d'intérêts (note de 2,1), à la structure des organes de décision (2,5) et au mode de fonctionnement du conseil d'administration (2,3).

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 (inférieure à 10 %). Les comités d'audit manquent également d'indépendance. L'information présentée par les sociétés japonaises en amont des AG bien qu'en amélioration reste insuffisante et n'est pas toujours traduite en anglais (par exemple, les C.V. des personnes proposées aux nominations). L'information présentée par les sociétés japonaises s'améliore mais devrait davantage suivre les standards de *reporting* internationaux.

Enfin, les sociétés japonaises doivent poursuivre leurs efforts pour aligner leur système de rémunération sur le long terme et utiliser des indicateurs de performance. De plus, au Japon, les assemblées générales sont concentrées sur une période très restreinte, ce qui impacte la capacité des actionnaires à pouvoir analyser avec précision l'ensemble des résolutions soumises au vote.

## 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, 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 2022

- Abeille Asset Management
- AG2R La Mondiale Gestion d'actifs
- Agrica Épargne
- Alphajet Fair Investors
- AMPLEGEST
- Amundi Asset Management
- AXA Investment Managers Paris
- BDF Gestion
- BFT Investment Managers
- BNP Paribas Asset Management France
- BPI France Investissement
- Carmignac Gestion
- CDC Croissance
- Comgest SA
- Conservateur Gestion Valor
- CPR Asset Management
- Crédit Mutuel Asset Management
- DNCA Finance
- ECOFI Investissements
- Edmond de Rothschild Asset Management (France)
- Egamo
- Eiffel Investment Group SAS
- Eleva Capital SAS
- Étoile Gestion SA
- Eurazeo Investment Manager
- Federal Finance Gestion
- Financière Arbevel
- Financière de La Cité
- Financière Tiepolo
- Ginjer Asset Management
- Groupama Asset Management
- Gutenberg Finance
- Hugau Gestion
- Inocap Gestion
- Investisseurs dans l'Entreprise (I.D.E)
- Kirao Asset Management
- La Banque Postale Asset Management
- La Française Asset Management
- La Financière de l'Échiquier
- La Financière Responsable
- Lazard Frères Gestion
- LLM & Associés
- Mandarine Gestion
- MCA Finance
- Meeschaert Amilton Asset Management
- Messieurs Hottinguer & Cie – Gestion Privée
- Mirova
- Moneta Asset Management
- Monocle Asset Management
- Natixis Investment Managers International
- OFI Asset Management
- OSSIAM
- Ostrum Asset Management
- Phitrust
- Piquemal Houghton Investments SAS
- Platinium Gestion
- Pléiade Asset Management
- PRO BTP Finance
- Promepar Asset Management
- Rothschild & Co Asset Management Europe
- Sanso Investment Solutions
- Seventure Partners
- SG29 Haussmann
- Société Générale Gestion
- Sunny Asset Management
- Swisslife Gestion Privée
- Swiss Life Asset Managers France
- Sycomore Asset Management
- Talence Gestion
- Tocqueville Finance SA
- Truffle Capital
- Trusteam Finance
- UBS La Maison de Gestion
- UNOFI Gestion d'actifs
- Uzès Gestion
- Vega Investment Managers
- VIA Asset Management
- Wargny-BBR



# 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'AFG et donc consultables sur [www.afg.asso.fr](http://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'AFG fédère les professionnels de la gestion d'actifs depuis 60 ans, au service des acteurs de l'épargne et de l'économie.

- Elle se mobilise pour la gestion d'actifs et **sa croissance**.
- Elle définit des **positions communes**, qu'elle porte et défend auprès des pouvoirs publics.
- Elle contribue à l'émergence de **solutions bénéfiques à tous les acteurs** de son écosystème.
- Elle s'engage, dans l'intérêt de tous, à **favoriser le rayonnement** de l'industrie, en France, en Europe et au-delà.
- Elle s'investit pour **l'avenir**.

### **AFG**

Ensemble, s'investir pour demain.



# **AFG**

Ensemble, s'investir  
pour demain

#### **Publication réalisée par le Département Études Économiques de l'AFG**

- Thomas Valli, directeur des Études Économiques | [t.valli@afg.asso.fr](mailto:t.valli@afg.asso.fr) | 01 44 94 94 03
- Juba Ihaddaden, Économiste | [j.ihaddaden@afg.asso.fr](mailto:j.ihaddaden@afg.asso.fr) | 01 44 94 94 04

41 rue de la Bienfaisance | 75008 Paris | T : +33 (0)1 44 94 94 00  
Avenue des arts 44 | 1000 Bruxelles



[www.afg.asso.fr](http://www.afg.asso.fr)