



COMMISSION EUROPE

Recommandations et bonnes pratiques à l'attention des émetteurs et des investisseurs institutionnels

Avril 2010

SOMMAIRE

INTRODUCTION	3
I. LA TRANSPARENCE DES OBJECTIFS DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ET LA MISE EN VALEUR D'UNE VISION DE LONG TERME	7
A. La connaissance des actionnaires et de leurs objectifs	7
➤ Contexte	7
➤ Exemples de bonnes pratiques	11
➤ Recommandations	13
B. Les limites des stratégies court termistes révélées par la crise, la mise en valeur d'une approche à long terme	14
➤ Contexte	14
➤ Exemples de bonnes pratiques	15
➤ Le cas particulier des offres publiques	18
➤ Recommandations	19
II. L'EXERCICE DU DROIT DE VOTE PAR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS	20
A. La pratique de l'« empty voting » : la question de l'emprunt de titres	20
➤ Contexte	20
➤ Exemples de bonnes pratiques et réflexions en cours	21
➤ Recommandations	23
B. La pratique des proxy advisers	24
➤ Contexte	24
➤ Exemples de bonnes pratiques	25
➤ Recommandations	28
C. Faciliter l'exercice des droits de vote des actionnaires non-résidents	29
➤ Contexte et exemples de réflexion	29
➤ Recommandations	31
III. RENFORCER LE DIALOGUE ENTRE LA SOCIÉTÉ ET SES ACTIONNAIRES	32
A. L'instauration d'un dialogue permanent avec les actionnaires en amont de l'assemblée générale	32
➤ Contexte	32
➤ Exemples de bonnes pratiques	32
➤ Recommandations	36
B. La préparation de l'assemblée générale et le dialogue en assemblée générale	37
➤ Contexte	37
➤ Exemples de bonnes pratiques	37
➤ Recommandations	40
SYNTHÈSE DU RAPPORT – RECOMMANDATIONS ET PISTES DE RÉFLEXION	41

INTRODUCTION

La volonté de faire évoluer et d'améliorer la gouvernance des sociétés cotées est une préoccupation constante des régulateurs, mais également des sociétés et de leurs actionnaires.

Sous l'impulsion conjuguée de la Commission Européenne et des législateurs nationaux, la loi a évolué pour (i) encadrer le fonctionnement des conseils d'administration des sociétés cotées (par exemple avec la création du « comité spécialisé », fruit de la directive 2006/43/CE du 17 mai 2006 transposée à l'article L. 823-19 du Code de commerce) et (ii) renforcer la transparence de leurs pratiques (pour une illustration récente en droit français, citons la loi du 3 juillet 2008 transposant la directive 2006/46/CE du 14 juin 2006 aux termes de laquelle les conseils d'administration des sociétés cotées doivent indiquer s'ils se réfèrent à un code de gouvernement d'entreprise, s'ils appliquent les dispositions de ce code, et, si tel n'est pas le cas, justifier les raisons de cette non-application¹).

Les règles professionnelles auxquelles se soumettent les émetteurs et les investisseurs institutionnels (code déontologique, chartes d'associations professionnelles, règles de bonne conduite, etc.) contribuent également à l'élaboration d'un nouveau corpus de règles (la « *soft law* »), non tant juridiques que pratiques, dont la vocation est d'améliorer effectivement la gouvernance des entreprises. L'essor de la *soft law* est encouragé par l'internationalisation des marchés financiers, qui contribue également à une homogénéisation des pratiques de gouvernance d'entreprise et 38% des investisseurs institutionnels se disent aujourd'hui favorables à un code européen de gouvernement d'entreprise².

Même s'il y a eu des progrès importants et de fortes avancées sous l'effet conjugué de la réglementation et de la *soft law*, la crise financière et économique a mis en lumière les limites de la régulation et de l'évaluation des risques systémiques des entreprises financières.

Le rapport de Larosière remis à la Commission Européenne le 25 février 2009 indique ainsi que : « *les défaillances dans l'évaluation et la gestion des risques étaient aggravées par le fait que les mécanismes de régulation du gouvernement d'entreprise étaient également défaillants. Bon nombre de conseils d'administration et de directions d'entreprises financières ne comprenaient pas les caractéristiques des nouveaux produits financiers très complexes qu'ils traitaient, n'étaient pas conscients du niveau total d'exposition de leurs entreprises, et sous-estimaient donc gravement les risques qu'elles couraient. Bon nombre de membres des conseils d'administration n'ont pas assuré le contrôle ou la supervision nécessaire de la direction. Pas plus que les propriétaires de ces entreprises – les actionnaires* ».

La Commission Européenne a donc souhaité des évolutions en matière de gouvernance. Le 30 avril 2009, elle a publié, pour le secteur des banques et des entreprises d'investissement, une recommandation qui énonce des principes généraux guidant la politique de rémunération au sein des banques et des entreprises d'investissement, tout en reconnaissant d'ailleurs que les pratiques inadéquates suivies en matière de rémunération dans le secteur financier ne constituaient pas la cause première de la crise financière. Au-delà du secteur bancaire, la Commission a actualisé et complété les précédentes recommandations de 2004 en ce qui concerne la rémunération des administrateurs des

¹ Articles L. 225-37 et L. 225-68 du Code de commerce.

² Rapport réalisé par RiskMetrics Group ainsi que par les cocontractants suivants : Business Europe, Ecodia et Landwell & associés et remis à la Commission Européenne le 23 septembre 2009, « *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States* », ci-après « le Rapport de RiskMetrics », p. 165.

sociétés cotées et de 2005 sur le rôle des administrateurs non exécutifs et les comités du conseil afin notamment de modifier le régime de rémunération et de renforcer le rôle du comité des rémunérations, tout en assurant la transparence vis-à-vis des actionnaires³ et en incitant ces derniers, « *en particulier les actionnaires institutionnels, à prendre part aux assemblées générales, le cas échéant, et à faire un usage avisé de leur vote concernant la rémunération des administrateurs* ».

La Commission Europe du Club des Juristes considère qu'il convient également de se tourner vers les actionnaires et l'assemblée générale, dont le conseil⁴ est l'émanation et à laquelle il doit rendre compte. Une réflexion sur l'évolution de la gouvernance des sociétés cotées conduit inévitablement à s'interroger sur le rôle qui peut être joué par les actionnaires et en particulier les investisseurs institutionnels, la gouvernance ne pouvant être pensée au travers du seul prisme du conseil.

Dans ce domaine, les réflexions ont essentiellement porté jusqu'alors sur les droits des actionnaires (droits politiques et droits pécuniaires) et les pratiques que les émetteurs devraient suivre pour favoriser l'exercice de ces droits (par exemple, le rapport d'Yves Mansion pour l'Autorité des Marchés Financiers(AMF) de janvier 2005 « *Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France* »). La question du rôle des actionnaires, notamment lorsqu'ils sont réunis en assemblée générale, et des bonnes pratiques qui pourraient être formulées à l'attention des investisseurs institutionnels est en revanche rarement posée alors que les investisseurs semblent eux-mêmes favorables à un renforcement de leurs droits mais également de leurs devoirs⁵. L'assemblée générale, organe souverain de la société, qui nomme et révoque les membres des organes dirigeants de la société et contrôle leurs actions devrait pourtant être au centre du contrôle de la gouvernance des entreprises.

Le préambule de la directive 2007/36/CE du Parlement Européen et du Conseil du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées souligne d'ailleurs que « *le contrôle effectif par les actionnaires est un préalable indispensable à un gouvernement d'entreprise sain et il devrait donc être facilité et encouragé* ».

En pratique, selon l'étude menée par RiskMetrics, les investisseurs institutionnels ne semblent pas suffisamment impliqués dans la gouvernance des émetteurs. Sur les 2000 investisseurs institutionnels sollicités par RiskMetrics pour réaliser une étude sur l'application des règles de gouvernance, seule une centaine a accepté de répondre au questionnaire. RiskMetrics souligne que le faible taux de réponse des investisseurs suggère qu'il existe deux catégories d'investisseurs institutionnels : une minorité d'investisseurs actifs et une majorité d'investisseurs plus passifs dans la gouvernance des sociétés⁶.

L'effacement de ces investisseurs dans la gouvernance des sociétés peut avoir des répercussions importantes. Dans les sociétés à l'actionnariat éclaté, l'absence d'actionnaire de référence et le fort absentéisme en assemblée générale peuvent donner aux organes dirigeants une très large liberté. Au-

³ Recommandation de la Commission complétant les recommandations 2004/913/CE et 2005/162/CE en ce qui concerne le régime de rémunération des administrateurs des sociétés cotées, publiée le 30 avril 2009.

⁴ Le mot « conseil » vise aussi bien les sociétés à conseil d'administration que les sociétés à directoire et conseil de surveillance.

⁵ Rapport de RiskMetrics, p. 12.

⁶ Rapport de RiskMetrics, p. 15. Les investisseurs ayant accepté de répondre au questionnaire de RiskMetrics sont majoritairement britanniques, néerlandais et français.

dès des assemblées générales, le dialogue entre les organes de direction et les actionnaires est encore limité.

Quand bien même les investisseurs institutionnels seraient présents ou représentés en assemblée générale, leurs relations avec le conseil et le management méritent d'être améliorées. Si certains ne s'impliquent pas dans la vie sociale, d'autres s'impliquent étroitement dans la gestion de la société et privilégient une vision à long terme pour émettre leurs votes. Plus récemment, l'apparition d'actionnaires « activistes » en assemblée générale a déstabilisé le déroulement de certaines assemblées et a été vivement critiquée par certains du fait de la vision court termiste parfois adoptée par ces fonds et de l'utilisation par ces derniers des prêts de titres pour influencer les décisions prises en assemblées générales.

En Europe, quelques jalons ont été posés par la loi pour encourager la participation des actionnaires à la vie sociale ainsi que par certains codes de déontologie comme celui en France de l'Association Française de Gestion (AFG). L'AFG a ainsi inclus dès 1997 dans ses règles déontologiques des dispositions incitant ses membres à exercer les droits de votes. Elle a aussi défini ce que ses membres attendent en matière de gouvernement d'entreprise et mis en place un programme de veille pour attirer leur attention sur les résolutions non conformes à ses recommandations. La réglementation française donne par ailleurs aujourd'hui un cadre dans lequel s'exercent ces votes puisque les sociétés de gestion sont tenues d'établir une politique de vote⁷. De bonnes pratiques à l'attention des investisseurs institutionnels pourraient être développées au niveau européen pour prolonger cette démarche par le biais de la *soft law* afin d'encourager encore les actionnaires à exercer leur contrôle sur la gouvernance de l'entreprise.

Le rapport remis par RiskMetrics et les cocontractants précités à la Commission européenne le 23 septembre 2009⁸ souligne ainsi que la Commission Européenne pourrait recommander aux Etats Membres d'adopter des codes de bonnes conduites destinés aux investisseurs institutionnels fondés sur l'application du principe « *appliquer ou expliquer* »⁹.

Au Royaume-Uni, le rapport Walker remis le 26 novembre 2009¹⁰ recommande (i) au *Financial Reporting Council* (FRC) d'adopter les recommandations de l'*Institutional Shareholders' Committee* (ISC - association britannique d'investisseurs institutionnels) et d'en faire un « *Stewardship Code* »¹¹ et (ii) à la *Financial Services Authority* (FSA) de s'assurer que les investisseurs institutionnels adhèrent à ces recommandations (ou le cas échéant expliquent les raisons pour lesquelles les recommandations ne

⁷ Article 314-100 et suivants du Règlement Général de l'Autorité des marchés financiers et chapitre 3 du Règlement de Déontologie des OPCVM et de la gestion individualisée sous mandat. Le 15 décembre 2009, l'Autorité des marchés financiers a approuvé les « Dispositions » du Règlement de déontologie de l'AFG et l'a étendu à l'ensemble des professionnels de la gestion (source : communiqué de presse AMF du 15 décembre 2009).

⁸ Afin de favoriser le contrôle de la gouvernance des émetteurs, le Rapport de RiskMetrics préconise également de renforcer le rôle des commissaires aux comptes et d'autres organisations (régulateurs, sociétés de bourse, associations professionnelles).

⁹ Rapport de RiskMetrics, p. 18 : « *the European Commission could promote the adoption by Member States of national codes of best practice by institutional investors* ».

¹⁰ « *A review of corporate governance in UK banks and other financial industry, Final Recommendations* », 26 novembre 2009.

¹¹ La section relative aux comportements des investisseurs prévue par le Combined Code serait alors supprimée et le Combined Code serait dédié aux seuls émetteurs (cf. *Consultation on the Revised UK Corporate Governance Code*, document de travail publié par le Financial Reporting Council le 1^{er} décembre 2009).

sont pas appliquées). Une consultation a été lancée en janvier 2010 par le FRC pour recueillir l'avis des investisseurs institutionnels à ce sujet¹².

Dans le prolongement de ces initiatives, le Groupe de Travail de la Commission Europe du Club des Juristes (le « **Groupe de Travail** ») considère que la redéfinition du rôle joué par les investisseurs institutionnels et l'évolution de leurs relations avec les émetteurs, et réciproquement des relations qu'entretiennent les émetteurs avec les actionnaires, ne sauraient être uniquement traitées par la loi et doivent, dans le prolongement des principes de gouvernance actuels, trouver leur source dans la *soft law* et les règles de bonnes conduites. Cela est d'autant plus souhaitable que l'implication des différents intervenants dans l'élaboration des recommandations ou codes de bonnes pratiques permet d'assurer *a priori* l'adhésion à ces recommandations et, dans une certaine mesure, leurs succès.

Une impulsion au niveau communautaire permettrait d'inciter les régulateurs des pays membres à initier des réflexions en ce sens avec les associations professionnelles et pourrait également conduire à l'édiction d'un socle européen de bonnes pratiques, qui, compte tenu de l'internationalisation des marchés financiers et de la forte présence d'actionnaires étrangers au sein du capital des émetteurs, pourrait assurer l'efficacité de l'application de ces règles de bonnes conduites.

L'objectif du Groupe de Travail est donc de formuler des préconisations à l'attention des investisseurs institutionnels et des émetteurs. **Ces bonnes pratiques doivent être partagées de façon réciproque**, étant précisé que les recommandations à l'attention des investisseurs institutionnels devront tenir compte du statut de chacun d'entre eux (sociétés de gestion agissant pour le compte de leurs mandants, établissement bancaire ou d'assurance agissant pour compte propre etc.).

Le terme « investisseur institutionnel » vise dans le présent rapport les gérants d'organismes de placement collectif de valeurs mobilières, les fonds de pension ainsi que les établissements financiers ou d'assurance. Le cas échéant, certaines recommandations pourront être adaptées pour tenir compte des différences entre ces catégories d'investisseurs.

Trois thèmes majeurs ont été identifiés par le Groupe de Travail pour l'élaboration de ces recommandations : la transparence des objectifs des investisseurs institutionnels et la mise en valeur d'une vision de long terme **(I)**, l'exercice du droit de vote par les actionnaires **(II)** et le renforcement du dialogue entre la société et ses actionnaires **(III)**.

¹² Cf. Communiqué de presse du FRC du 19 janvier 2010.

I. LA TRANSPARENCE DES OBJECTIFS DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ET LA MISE EN VALEUR D'UNE VISION DE LONG TERME

A. La connaissance des actionnaires et de leurs objectifs

➤ *Contexte*

Identification des actionnaires

Sous l'influence de l'internationalisation des marchés financiers et de leur libéralisation, les profils des actionnaires des sociétés cotées sont désormais très différents et la notion d'actionnaire de société cotée recouvre aujourd'hui de multiples situations, extrêmement diverses : fonds de pension, actionnaires individuels, investisseurs institutionnels, étatiques et fonds souverains, actionnaires salariés etc. La notion d'investisseur institutionnel est elle-même très large et recouvre de multiples situations selon que l'investisseur agisse pour compte propre ou pour le compte de tiers. Cette diversité doit être prise en compte dans la réflexion menée sur la gouvernance des sociétés cotées pour que l'ensemble des objectifs des actionnaires puisse être pris en compte ou à tout le moins entendu par les conseils.

En pratique, force est de constater que les émetteurs européens se trouvent confrontés à des difficultés pour connaître leurs actionnaires et appréhender la diversité de leurs objectifs, même si, dans certains pays, le régulateur est déjà intervenu dans ce domaine pour faciliter leur tâche. Ainsi, au Royaume-Uni (section 793) et en France (article L. 228-2 du Code de commerce), les régulateurs permettent aux émetteurs de demander aux intermédiaires détenant des titres pour le compte d'actionnaires non résidents de fournir l'identité des réels détenteurs des titres.

Cette transparence doit pouvoir s'appliquer aux investisseurs institutionnels.

A cette fin, les émetteurs européens rassemblés au sein du groupement EuropeanIssuers¹³ estiment essentiels que des travaux soient entrepris au niveau européen pour faciliter la connaissance par les émetteurs de leur actionnariat, en particulier lorsque les actions sont détenues par un actionnaire étranger au travers d'une chaîne d'intermédiaires situés dans différents pays, les difficultés rencontrées par les émetteurs pour connaître leurs actionnaires augmentant significativement avec le développement de l'actionnariat étranger. EuropeanIssuers considère qu'il est nécessaire d'apporter une solution au niveau européen pour résoudre efficacement ce problème et qu'il est essentiel qu'un texte européen affirme d'une part le droit pour les émetteurs de connaître leurs actionnaires et d'autre part l'obligation pour les teneurs de comptes de communiquer à l'émetteur l'identité des bénéficiaires des comptes. Toujours d'après ce groupement, cette obligation pour les teneurs de comptes pourrait

¹³ EuropeanIssuers est une organisation européenne dont l'objectif est de promouvoir les intérêts des émetteurs. Elle représente une large majorité des sociétés cotées en Europe. Ses membres, qui se situent dans 14 pays différents, sont des émetteurs ou des associations d'émetteurs, qui regroupent ensemble 9200 sociétés cotées (représentant environ € 4,500 milliards d'euros), tous secteurs confondus (industrie automobile, alimentaire, de luxe, de construction, de santé, du secteur bancaire etc.).

être affirmée dans le cadre de la future directive sur le droit des titres « *Securities Law Directive* ». En outre, selon EuropeanIssuers, et afin de favoriser l'adoption d'une solution européenne, les différents intervenants du marché devraient proposer un système international, efficace, rapide et peu coûteux d'identification des actionnaires. Les travaux qui seront menés dans le cadre de Target 2Securities avec la création d'un sous groupe de travail au sein de la banque centrale européenne « *Task Force on Shareholder Transparency* » permettront de contribuer à la promotion d'un système d'identification des actionnaires.

Les déclarations de franchissement de seuils de participation (légaux et statutaires) offrent également aux émetteurs la possibilité de mieux connaître la composition de leur actionnariat mais il convient de souligner que l'absence de règles homogènes au sein de l'Union Européenne rend difficile la compréhension, et parfois l'application, de ces règles par les actionnaires. Le rapport du 10 décembre 2008 sur la transposition de la directive 2004/10/CE du 15 décembre 2004 (dite « Directive Transparence ») a ainsi mis en lumière la diversité des règles applicables au sein de l'Union Européenne, notamment s'agissant des règles suivantes¹⁴ :

- Délai de déclarations des franchissements de seuils : il existe une forte disparité au sein des pays membres, le délai étant par exemple d'1 jour au Danemark, de 2 jours au Royaume-Uni et de 4 jours de bourse en France ;
- Premier seuil légal de déclaration : si la Directive Transparence a fixé le premier seuil à 5%, certains pays ont maintenu en droit interne des seuils inférieurs (2% en Italie et au Portugal, 3% au Royaume-Uni ou en Espagne) ;
- Déclaration de seuils statutaires : treize pays membres laissent aux émetteurs la faculté de prévoir dans leurs statuts une obligation de déclaration lors du franchissement de certains seuils inférieurs aux seuils légaux, tandis que neuf pays interdisent expressément un tel dispositif ;
- Prise en compte des seuils en capital et en droits de vote : si la Directive Transparence vise uniquement les seuils en droits de vote, la moitié des Etats Membres environ imposent également une obligation de déclaration lors de franchissements de seuil en capital (par exemple la France¹⁵, la Finlande, l'Italie ou la Suède) ;
- Déclaration d'intention : seuls quelques pays comme la France, l'Allemagne et le Royaume-Uni ont un tel dispositif. A titre illustratif, en France, l'actionnaire qui vient à détenir plus de 10%, 15%, 20% ou 25% et qui doit faire une déclaration d'intention doit également préciser les modes de financement de l'acquisition et ses modalités, et notamment si l'acquisition a été réalisée par recours à l'endettement¹⁶. Cependant, certains considèrent ces déclarations

¹⁴ *Commission Staff Working Document – Report on more stringent national measures concerning directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market.*

¹⁵ S'agissant des entités du secteur financier, seuls les seuils en droit de vote sont désormais pris en compte pour les notifications auprès de l'Autorité de contrôle prudentiel (décret 2009-1223 du 12 octobre 2009).

¹⁶ Article L. 233-7- VII du Code de commerce, article 223-17 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers : le déclarant précise notamment « *Les modes de financement de l'acquisition et ses modalités : le déclarant précise notamment si l'acquisition a été réalisée par recours à des fonds propres ou à l'endettement, les modalités principales de cet endettement, ainsi que, le cas échéant, les garanties principales consenties ou dont bénéficie le déclarant. Le déclarant précise également la part éventuelle de sa participation obtenue à l'aide d'emprunts de titres.* »

insuffisantes, estimant que la faculté de changer d'intention à tout moment, sous réserve de la déclarer, nuit à l'efficacité du dispositif. Ainsi, l'Association de Défense des Actionnaires Minoritaires (ADAM) déplore que les déclarations d'intention ne courent pas jusqu'à la prochaine assemblée générale. Les investisseurs institutionnels semblent également considérer que les déclarations d'intention sont souvent inopérantes car trop vagues. Néanmoins, la modification récente du régime des déclarations d'intention en France oblige les déclarants à une plus grande précision de l'information déclarée et certains participants soulignent qu'il n'est donc pas opportun de proposer une nouvelle réforme en France, une réforme au niveau européen en vue d'une harmonisation apparaissant en revanche souhaitable.

Si les investisseurs sont favorables à une harmonisation du régime de déclaration de franchissement de seuil au niveau européen, le principe des déclarations d'intention est en revanche parfois mal perçu par les investisseurs institutionnels qui soulignent qu'ils doivent pouvoir mener une politique d'investissement active sur certains titres financiers sans pour autant être activistes et avoir à justifier de leurs intentions à l'égard de la société.

Notons enfin que les observations des personnes auditionnées par le Groupe de Travail sont partagées par la majorité des personnes auditionnées par Mazars pour la Commission Européenne dans le cadre d'une enquête sur l'application de la Directive Transparence, 66,6% d'entre elles étant favorables à une harmonisation des règles de franchissement de seuil au niveau européen¹⁷.

La transparence des politiques de vote ex ante

La publicité des principes de politique de vote des investisseurs institutionnels en amont des assemblées générales à l'ensemble du marché, et notamment des émetteurs pourrait être une piste de réflexion pour améliorer les relations entre investisseurs institutionnels et émetteurs. Si les investisseurs institutionnels décidaient de ne pas rendre publiques leurs politiques de vote, ils devraient en expliquer les raisons (application du principe « *appliquer ou expliquer* »). Cette piste de réflexion a d'ailleurs été évoquée dans le Rapport de RiskMetrics remis à la Commission Européenne : “*Investors could be required to disclose their investment and voting policies, as well as voting records for their portfolio companies*”¹⁸. Il a également été suggéré lors des auditions que les émetteurs, en qualité d'investisseurs, rendent également publique leur politique de vote pour les sociétés dans lesquelles ils détiennent des participations.

En France, les sociétés de gestion de portefeuille sont tenues d'élaborer un document intitulé « *politique de vote* » qui présente les conditions dans lesquelles elles entendent exercer les droits de vote attachés aux titres détenus par les OPCVM dont elles assurent la gestion (article 314-100 du Règlement Général AMF). Cela permet aux émetteurs de mieux identifier les préoccupations des sociétés de gestion, même si en pratique, certains déplorent parfois le caractère trop imprécis de ces politiques de vote ou leur communication trop tardive. Notons, toutefois, que cette obligation de rendre compte de leur politique de vote s'inscrit dans le cadre spécifique de la gestion des fonds qui sont confiés par leurs mandants à ces sociétés de gestion de portefeuille et n'a donc pas pour objet d'informer les émetteurs de cette politique. Cela étant, ce même article précise que ce document peut

¹⁷ Étude externe sur l'application de la Directive Transparence menée par Mazars, p. 101.

¹⁸ Rapport de RiskMetrics, p. 18.

être consulté sur le site internet de la société de gestion, ce qui permet en principe à tout émetteur d'y avoir accès.

La transparence de l'exercice des droits de vote ex post

Le Rapport de RiskMetrics indique que 60% des investisseurs institutionnels sont favorables au principe selon lequel ils devraient rendre compte de l'application de leur politique de vote¹⁹. Le format de ce compte-rendu pourrait être discuté (compte-rendu détaillé par émetteur, résumé des résolutions, détails portant uniquement sur les résolutions contre lesquelles les investisseurs se sont prononcés) (cf. infra, les investisseurs institutionnels semblent à ce stade réticents à rendre compte en détail de leur politique de vote pour chacun des émetteurs dans lesquels ils détiennent une participation).

Le rapport de l'OCDE publié en juin 2009²⁰ soutient également cette idée tout en notant que l'une des raisons pour lesquelles les investisseurs institutionnels ne prennent pas part au vote est qu'ils se trouvent parfois en situation de conflits d'intérêts et qu'il pourrait être utile à cet égard que les investisseurs institutionnels rendent publics le compte-rendu de leurs votes ainsi que les procédures mises en œuvre pour prévenir des conflits d'intérêts éventuels²¹: « *One of the reasons for inactivity appears to be important conflict of interest and incentive structures linked to some structural weaknesses in the corporate governance of these investors [...] it should be regarded as good practice for institutional investors acting into fiduciary capacity to disclose their voting records in order to make more transparent any conflict of interest and how they are being managed* ». Le code de l'ISC incite d'ailleurs les investisseurs à mettre en place les procédures adéquates pour gérer ces situations de conflits d'intérêts²².

En France, dans le cadre de leur activité de gestion, les sociétés de gestion doivent publier un rapport qui précise notamment « 1° Le nombre de sociétés dans lesquelles la société de gestion de portefeuille a exercé ses droits de vote par rapport au nombre total de sociétés dans lesquelles elle disposait de droits de vote ; 2° Les cas dans lesquels la société de gestion de portefeuille a estimé ne pas pouvoir respecter les principes fixés dans son document « politique de vote » ; 3° Les situations de conflits d'intérêts que la société de gestion de portefeuille a été conduite à traiter lors de l'exercice des droits de vote attachés aux titres détenus par les OPCVM qu'elle gère »²³. Ce document a néanmoins vocation à être communiqué aux porteurs de parts de l'OPCVM et n'est pas destiné aux émetteurs. Ces derniers peuvent néanmoins le consulter sur le site internet de la société de gestion.

¹⁹ Rapport de RiskMetrics, p. 176.

²⁰ OCDE, « *Corporate Governance and the Financial Crisis : Key Findings and Main Messages* », juin 2009, p. 52 (ci-après le « Rapport de l'OCDE »).

²¹ Plusieurs études citées par le rapport de l'OCDE révèlent que les gestionnaires de fonds exercent en pratique peu leur rôle de surveillance et, s'agissant plus spécifiquement de certains fonds aux États-Unis, n'exercent pas leur droit de vote dans un sens qui pourrait favoriser l'ensemble des actionnaires. Il semblerait que les gestionnaires de fonds soient ainsi réticents à remettre en cause la direction de la société. Enfin, la rotation de la composition des portefeuilles des fonds (qui permet aux gestionnaires des fonds d'augmenter leurs commissions) encourage une approche à court terme de certains investisseurs institutionnels (Rapport de l'OCDE, p. 52).

²² Code ISC, principe n°2.

²³ Article 314-101 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers.

➤ *Exemples de bonnes pratiques*

S'agissant des investisseurs institutionnels,

La communication des politiques de vote en amont des assemblées générales

La majorité des personnes auditionnées par le Groupe de Travail (représentants d'investisseurs institutionnels, *proxy advisers* ou représentants d'émetteurs) se sont montrés favorables à l'idée selon laquelle les investisseurs institutionnels devraient rendre publique leur politique de vote. La plupart des membres du Groupe de Travail ont également soutenu cette recommandation.

La communication des politiques de vote aux émetteurs et au marché est donc une bonne pratique qui devrait être encouragée. Cela permettrait aux émetteurs et au marché de mieux connaître les préoccupations des investisseurs, les principaux sujets traités dans ces politiques de vote ayant notamment trait à la composition du conseil d'administration, à la fixation de plafonds pour les délégations de compétence en matière d'augmentations de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription et à la protection des droits des minoritaires. Les trois quarts des investisseurs institutionnels ayant répondu à RiskMetrics rendent d'ailleurs publique leur politique de vote ou leur politique en matière de gouvernance d'entreprise²⁴.

Au sein de l'Union Européenne, cette recommandation figure déjà dans de nombreux codes de bonnes conduites. Au Royaume-Uni, le Code d'ISC (qui a vocation à devenir le *Stewardship Code*)²⁵ à l'attention des investisseurs institutionnels publié en novembre 2009 indique ainsi que les investisseurs institutionnels devraient communiquer leur politique de vote²⁶ ainsi que leur politique sur la manière dont sont prises en compte les justifications apportées par les émetteurs en cas de non-respect des dispositions du *Combined Code*.

Dans d'autres Etats membres de l'Union Européenne, certains codes de bonne conduite applicables aux professionnels de la gestion soulignent qu'outre leurs politiques de vote, les sociétés de gestion de portefeuille doivent motiver les décisions qu'elles prennent sur des décisions importantes vis-à-vis des investisseurs :

“Fund management companies must maintain a shareholder policy and must provide details thereof on their web site, for example, and must also justify the positions taken on important issues” (Swedish Code of Conduct for fund management companies).

Si les investisseurs institutionnels décident de ne pas voter, sauf cas exceptionnels, ils devraient également l'indiquer dans leur politique de vote : *« A manager might, for cost benefit considerations, adopt a systematic approach, for example never voting except in exceptional circumstances, rather than evaluating each proxy situation. In such circumstances, this should be explained to investors in accordance with the comply or explain regime »* (Hedge Funds Standards Board - Hedge Fund Standards and Guidance). En France, les dispositions

²⁴ *“Out of the sample of 100 respondents, the vast majority has a corporate governance or voting policy, and almost three quarters publicly disclose this information”* (Rapport de RiskMetrics, p. 15 et p. 159).

²⁵ cf. Introduction.

²⁶ Code ISC, principe n°1: *“Institutional investors should publicly disclose their policy on how they will discharge their stewardship responsibilities. The policy should include [...] the policy on voting and the use made of, if any, proxy voting advisory service, including information on how they are used”*.

du règlement de déontologie des OPCVM et la gestion individualisée sous mandat de l'AFG précisent en outre que « *dans le cas où il n'exercerait pas les droits de vote, [le gestionnaire] se doit de justifier cette décision* »²⁷.

En outre, en cas de décision de vote négatif, il pourrait être recommandé aux investisseurs institutionnels d'informer au préalable les émetteurs afin de permettre à ces derniers de faire valoir leur point de vue. Le Code de l'ISC souligne que les investisseurs institutionnels devraient informer en amont les émetteurs de leur intention de vote et en expliquer les raisons :

“Institutional investors should seek to vote all shares held. They should not automatically support the board. If they have been unable to reach a satisfactory outcome through active dialogue then they should register an abstention or vote against the resolution. In both instances, it is good practice to inform the company in advance of their intention and the reasons why”(ISC – Code on the responsibilities of institutional investors).

Cette information préalable, déjà mise en œuvre par certains investisseurs institutionnels, permettrait, le cas échéant, de dissiper certains malentendus sur des projets de résolutions. Afin de faciliter cette prise de contact, il pourrait être utile de rappeler dans les documents préparatoires à l'assemblée générale, le nom et les coordonnées des personnes que les investisseurs institutionnels peuvent contacter pour échanger sur les projets de résolutions.

Enfin, de nombreux codes de bonnes conduites applicables aux sociétés de gestion rappellent que ces dernières doivent veiller à exercer leurs droits de vote en toute indépendance et à mettre en place des mécanismes destinés à prévenir les éventuels conflits d'intérêts :

« Les droits de vote doivent être librement exercés que ce soit à l'égard des sociétés du groupe auquel le gestionnaire appartient ou des sociétés émettrices, sans considération autre que l'intérêt des porteurs. » (Règlement de déontologie des OPCVM et de la gestion individualisée sous mandat de l'AFG – Dispositions).

« Il conviendra notamment de préciser dans le document « politique de vote » :

- *l'organisation des « murailles de Chine » avec les sociétés liées ;*
- *l'identification des dirigeants et collaborateurs de la SGP qui du fait de leurs fonctions ou de leurs liens et relations avec un émetteur, peuvent se trouver en situation de conflit d'intérêts ;*
- *les précautions prises à l'égard du dépositaire en vue d'éviter que l'établissement centralisateur des décisions de vote par correspondance informe préalablement l'émetteur des intentions de la SGP en la matière. »* (Règlement de déontologie des OPCVM et de la gestion individualisée sous mandat de l'AFG – Recommandations).

“An institutional investor’s duty is to act in the interests of all clients and/or beneficiaries when considering matters such as engagement and voting. Conflicts of interest will inevitably arise from time to time, which may include when voting on matters affecting a parent company or client. Institutional investors should put in place and maintain a policy for managing conflicts of interest.” (Consultation sur le *Stewardship Code* lancée par le FRC britannique).

²⁷ Règlement de déontologie des OPCVM et de la gestion individualisée sous mandat de l'AFG.

La mise en œuvre de cette politique de vote à l'issue des assemblées générales

Il pourrait être de bonne pratique que les investisseurs institutionnels publient leurs votes, à l'instar de ce qui est proposé par le Code ISC (« *Institutional Investors should disclose publicly voting records and if they do not explain why* »).

Certains investisseurs institutionnels auditionnés par le Groupe de Travail indiquent cependant être réticents à rendre public, pour chacune des sociétés dont ils sont actionnaires, le sens de leur vote (cette piste de réflexion avait été évoquée par certains émetteurs afin de favoriser le travail d'audit des votes).

En effet, les investisseurs institutionnels estiment que cette publicité leur fait perdre leur liberté de vote en les obligeant à se justifier dans le cas où le sens de leur vote pour un autre émetteur serait, compte-tenu des spécificités de ce dernier, différent. Le compte-rendu détaillé des politiques de vote pourrait finalement conduire à ce que les investisseurs adoptent une « *box ticking approach* » afin de ne pas être accusés d'inconsistance dans la pratique de leurs votes.

En conséquence, certains investisseurs institutionnels considèrent qu'ils ne peuvent rendre publics que des principes de vote généraux et des comptes-rendus non détaillés.

S'agissant de la connaissance des actionnaires, le Groupe de Travail a également discuté du point de savoir si les associations d'actionnaires ne devraient pas, dans l'hypothèse d'actions judiciaires, révéler l'identité des investisseurs pour lesquels elles agissent. En effet, il pourrait paraître légitime, du point de vue des émetteurs, de connaître le nom des mandants des associations pour tenter de dialoguer directement avec ces derniers. Toutefois, certaines associations soulignent qu'une telle connaissance se heurte à la préservation légitime de la confidentialité de l'identité de leurs membres.

S'agissant des émetteurs, certaines sociétés cotées mettent en place des panels ou des comités d'actionnaires pour mieux connaître leur actionnariat et ses préoccupations ou encore mettent à la disposition de leurs actionnaires un guide destiné à les éclairer dans leurs décisions et leurs droits d'actionnaires. De telles pratiques devraient être encouragées.

➤ *Recommandations*

A l'attention des investisseurs institutionnels :

=> Encourager les investisseurs institutionnels à publier suffisamment en amont de l'assemblée générale les principes généraux de leur politique de vote.

=> Pour les activités de gestion collective, rendre publiques les procédures destinées à identifier, prévenir et gérer les situations de conflits d'intérêts susceptibles d'affecter le libre exercice des droits de vote.

=> Inciter les investisseurs institutionnels à rencontrer préalablement la direction de la société pour discuter d'éventuelles résolutions litigieuses.

=> Encourager les investisseurs institutionnels, sur une base volontaire, à faire part aux émetteurs de leur intention de vote négatif et en expliquer les raisons.

A l'attention des émetteurs :

=> Encourager la mise en place de panels ou des comités d'actionnaires pour mieux connaître leur actionnariat et ses préoccupations ou encore la mise à disposition d'un guide destiné à éclairer les actionnaires dans leurs décisions et leurs droits d'actionnaires.

Pistes de réflexions :

=> Harmoniser les règles applicables en matière de franchissement de seuil s'agissant des seuils applicables, de leur nature (en droits de vote et/ou en capital), du délai de déclaration, et des titres concernés (prise en compte des produits dérivés) et des opérations réalisées sur ces derniers (« contracts for difference » par exemple)²⁸.

=> Généraliser le dispositif d'identification des actionnaires non-résidents détenant des actions grâce à des intermédiaires inscrits.

B. Les limites des stratégies court termistes révélées par la crise, la mise en valeur d'une approche à long terme

➤ *Contexte*

Certains acteurs sont susceptibles d'avoir une vision à court terme des investissements, qui est revendiquée d'ailleurs par ceux-ci comme un droit légitime permettant de stimuler la gouvernance des sociétés. La présence de *hedge funds* au sein de l'actionnariat des sociétés permet en effet dans certains cas d'interpeller les organes de direction et de maximiser la valeur de la société. Le Groupe de Direction sur le gouvernement d'entreprise de l'OCDE soulignait d'ailleurs en 2007 que ces fonds peuvent jouer un rôle positif pour le gouvernement d'entreprises cotées, car ils se comportent dans certains cas en actionnaires avisés et en vrais partenaires et jouent un rôle plus actif dans le suivi des performances des entreprises et de leur direction²⁹. En pratique toutefois, les *hedge funds* ne prennent généralement pas part au vote, sauf lorsqu'il s'agit de résolutions spécifiques susceptibles d'affecter leurs intérêts.

L'activisme de certains investisseurs à court terme, même s'ils disposent des mêmes droits que les autres actionnaires, est parfois critiqué au motif qu'il permettrait d'exercer une influence sur l'orientation de la stratégie de la société en privilégiant les rendements à court terme au détriment d'une vision à plus long terme.

La prise en compte de la seule performance boursière à court terme de l'entreprise a aujourd'hui montré ses limites (le groupe de travail présidé par M. de Larosière soulignait qu'« en raison des pressions des actionnaires sur la direction pour faire monter les cours et obtenir de meilleurs dividendes pour les investisseurs, le

²⁸ La France et le Royaume-Uni se sont par exemple dotés d'un régime spécifique de déclaration s'agissant de ces instruments financiers.

²⁹ Les conséquences des structures de placement alternatives pour le gouvernement d'entreprise, Rapport OCDE, 2007.

dépassement des recettes trimestrielles attendues est devenu la référence pour mesurer les résultats de nombreuses entreprises ») et la crise a remis au goût du jour l'idée selon laquelle la vision à long terme assurerait la solidité de l'entreprise et sa rentabilité sur le long terme.

La formation du « Club des Investisseurs de long terme » créé en juin 2009 à l'initiative de la Caisse des Dépôts et qui regroupe la Caisse des Dépôts, la *Cassa depositi e prestiti italiana*, la Banque Européenne d'Investissement, et KfW Bankengruppe illustre cette évolution. L'objectif de ce club d'investisseurs est double ; il vise à :

- « être un forum d'échange de bonnes pratiques et d'expression d'une identité commune ;
- construire des offres de services dédiées à cette catégorie d'acteurs financiers pour leur permettre d'apporter des capitaux au service du développement de l'économie. »

Il serait illusoire de vouloir mettre fin à une approche court termiste. En revanche, définir un certain nombre de bonnes pratiques pour favoriser le développement de l'approche à long terme est un enjeu majeur pour améliorer la gouvernance des sociétés. Dans ce cadre, des pistes de réflexion visant à mettre en place des mesures favorisant cette approche à long terme pourraient être examinées.

Réciproquement, l'identification de bonnes pratiques à l'attention des investisseurs de long terme pourrait, le cas échéant, au-delà de la gouvernance et des relations avec les conseils d'administration, s'inscrire dans un encadrement de certaines pratiques (vente à découvert) et de l'utilisation de produits dérivés qui peuvent provoquer une baisse ou une hausse artificielle du cours, même s'il n'est naturellement pas question d'interdire le recours à de telles pratiques qui présentent un intérêt certain pour les actionnaires, comme pour les émetteurs (en particulier en cas d'émission d'obligations convertibles s'agissant des ventes à découvert).

➤ Exemples de bonnes pratiques

Sur l'initiative du Secrétaire Général des Nations-Unies, des principes d'investissements responsables, prenant en compte, les questions environnementales, sociales et de gouvernance, et non plus seulement les questions économiques et financières, ont été élaborés en 2006. Selon les Nations-Unies, l'application de ces principes devrait conduire « à long terme à un meilleur retour sur investissement mais devrait aussi conduire à un rapprochement des objectifs des investisseurs institutionnels et de ceux de la société dans son ensemble. »

L'International Corporate Governance Network (ICGN) qui regroupe des investisseurs à l'échelon international, a inscrit dans son code de bonnes pratiques, révisé le 9 novembre 2009, la règle selon laquelle les investisseurs institutionnels doivent se comporter de façon à maximiser la création de valeur à long terme pour leurs clients :

“Shareholders should act in a responsible way aligned with the company’s objective of long term value creation. Institutional shareholders must recognize their responsibility to generate long term value on behalf of their beneficiaries, the savers and pensioners for whom they are ultimately working.”(ICGN Global Corporate Governance Principles - Revised 2009).

Le code de gouvernement d'entreprise néerlandais affirme pour sa part déjà clairement que la création de valeur à long terme doit être privilégiée :

“The Code is based on the principle accepted in the Netherlands that a company is a long-term alliance between the various parties involved in the company. The stakeholders are the groups and individuals who, directly or indirectly, influence – or are influenced by – the attainment of the company’s objects: i.e. employees, shareholders and other lenders, suppliers, customers, the public sector and civil society. The management board and the supervisory board have overall responsibility for weighing up these interests, generally with a view to ensuring the continuity of the enterprise, while the company endeavours to create long-term shareholder value.” (Dutch Corporate Governance Code – préambule).

Le code danois tente de réconcilier les perspectives à court terme et à long terme des actionnaires :

“As owners of the company, the shareholders can actively exercise their rights and use their influence resulting in the management protecting the interests of the shareholders as best as possible, and ensuring efficient deployment of the company’s funds both in the short as well as the long term.”

Enfin, la version modifiée du *Combined Code* britannique³⁰ qui fait actuellement l'objet d'une consultation suggère de préciser que le succès de l'entreprise doit s'apprécier sur le long terme :

“Every company should be headed by an effective board which is collectively responsible for the long-term success of the company.”

et l'objectif du Code ISC à l'attention des investisseurs institutionnels est d'ailleurs de favoriser la création de valeur à long terme :

“The Code aims to enhance the quality of the dialogue of institutional investors with companies to help improve long term returns to shareholders, reduce the risk of catastrophic outcomes due to bad strategic decisions, and help with the efficient exercise of governance responsibilities”.

En outre, l'ADAM a lors des auditions souligné que l'implication des actionnaires pourrait éventuellement être encouragée par leur représentation au sein des organes d'administration des sociétés, cette piste de réflexion s'inscrivant dans un contexte plus large de redéfinition de la composition des conseils et d'un recours trop important, selon l'ADAM, aux administrateurs indépendants. Selon l'ADAM, il serait souhaitable qu'il y ait plus de représentants d'actionnaires, directement intéressés à l'avenir de l'entreprise, et moins d'administrateurs indépendants. La grande majorité des membres du Groupe de Travail ainsi que des personnes auditionnées par ce dernier se sont montrées réservées sur cette suggestion, en soulignant que le choix des membres du conseil d'administration devait s'effectuer en premier lieu en fonction de ses qualités et de ses compétences et non au seul motif qu'il représenterait un actionnaire. Il a également été rappelé par certains membres du Groupe de Travail qu'il convenait de veiller à ne pas remettre en cause le principe selon lequel le Conseil représente l'ensemble des actionnaires et défend l'intérêt social.

Ces réflexions s'inscrivent dans le prolongement de celles initiées par l'AMF dans son rapport sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne et portant sur (i) la clarification des notions d'indépendance et de compétences financières ou comptables retenues par les émetteurs, (ii) les

³⁰ Il est proposé de dénommer désormais ce code le « *UK Corporate Governance Code* »

administrateurs indépendants, l'adéquation de cette qualité avec leurs modalités de rétribution et leur rôle dans les conseils et (iii) le bon équilibre entre indépendance et compétences par la participation d'administrateurs exerçant une activité professionnelle adaptée³¹ à celle de la société.

Pour que les membres du conseil soient intéressés aux résultats de l'entreprise, il a été également suggéré lors des auditions du Groupe de Travail que les administrateurs, qu'ils soient dirigeants ou non, détiennent au minimum l'équivalent d'un an de jetons de présence en actions de la société. Certaines personnes auditionnées par le Groupe de Travail ont d'ailleurs souligné que la modification de l'article L. 225-25 du Code de commerce (suppression de l'obligation légale pour les administrateurs de détenir un nombre d'actions de la société déterminé par les statuts) était symboliquement contraire aux bonnes pratiques de gouvernement d'entreprise pour les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé et que si une telle modification des statuts (devant être approuvée à la majorité des 2/3) était proposée dans une société cotée, de nombreux votes négatifs seraient probablement exprimés.

La possibilité de proposer plusieurs candidats à un poste d'administrateur, à l'instar de ce qui existe déjà en Italie et dans certains pays nordiques, a été évoquée par certains participants au Groupe de Travail pour améliorer la composition des conseils d'administration. Dans l'hypothèse où une telle évolution serait envisagée, il serait préférable que le vote de l'assemblée porte sur chacun des candidats dans une résolution séparée. Cette préconisation n'a pas été soutenue par certains participants ou membres du Groupe de Travail car elle semble difficile à mettre en œuvre dans certains pays et pourrait avoir indirectement un effet négatif en décourageant certains candidats de se présenter.

D'autres mécanismes pour favoriser le développement d'un actionnariat à long terme tels que le paiement d'un dividende majoré ou la mise en place d'un droit de vote double ont été évoqués par le Groupe de Travail³². Ces mécanismes sont toutefois perçus comme des mesures « discriminatoires » par des investisseurs institutionnels qui estiment que ces mécanismes ne devraient pas être encouragés. Certains investisseurs considèrent, en effet, que ce qui est acheté devrait être identique à ce qui est cédé, ce qui n'est pas le cas par exemple, pour le droit de vote double, dont le droit spécifique se perd avec la cession des titres.

Le rapport de l'OCDE publié en juin 2009³³ a cependant reconnu leur vertu (tout en notant que de tels dispositifs doivent être fondés sur des critères objectifs et vérifiables). Des représentants de *proxy advisers* estiment d'ailleurs que certains mécanismes, tels que les clauses de plafonnement des droits de vote ne sont pas dénués d'intérêt, car ils ont pour but, sous certaines conditions et notamment en fonction du quorum en assemblée générale, d'éviter que des actionnaires aient un poids disproportionné en assemblée générale et ne prennent le contrôle de la société sans avoir à lancer d'offre publique. RiskMetrics a cependant indiqué lors des auditions que la majorité des investisseurs institutionnels ne partageaient pas cette analyse et étaient hostiles à toute mesure qui serait contraire au principe « *one share – one vote – one dividend* », considérant que la meilleure façon de lutter contre le contrôle rampant est d'assurer une plus grande participation aux assemblées générales.

³¹ Rapport 2009 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne (p.7).

³² A titre illustratif, Air Liquide propose par exemple un jeton de présence de 10€ pour les actionnaires assistant en personne à l'assemblée générale et un dividende majoré de 10% pour les actions détenues au nominatif depuis plus de deux ans.

³³ Rapport de l'OCDE, p. 49.

Enfin, il a été souligné lors des auditions du Groupe de Travail qu'une fiscalité attractive pourrait permettre d'encourager les participations de long terme. Ce point de vue est partagé par les émetteurs.

➤ *Le cas particulier des offres publiques*

En cas d'offre publique, il peut arriver que l'actionnariat de la société cible puisse être bouleversé par les fortes prises de participation à très court terme réalisées par certains *hedge funds* et financées grâce à un endettement massif.

Cet endettement massif à court terme peut impacter l'issue de l'offre puisque certains *hedge funds*, vont apporter leurs titres à l'offre pour que celle-ci soit rapidement clôturée et qu'ils puissent céder leurs titres dans les meilleurs délais.

Plus généralement, les forts mouvements provoqués sur le titre par certains *hedge funds* et les stratégies court termistes de ces derniers peuvent avoir parfois des effets contaminateurs sur les autres actionnaires de la société et sur leur décision d'apporter ou non leurs titres à l'offre.

En raison des fortes prises de positions à court terme prises par certains *hedge funds* en période d'offre, la direction de la cible n'est pour sa part plus en mesure de connaître ses actionnaires (le régime des déclarations de franchissement de seuils n'étant pas toujours respecté, ni le cas échéant, celui de l'action de concert) et d'engager un dialogue avec eux sur l'offre publique³⁴.

En période d'offre publique, il est rappelé dans la plupart des codes, applicables aux professionnels de la gestion, que les sociétés de gestion doivent agir dans l'intérêt exclusif des porteurs de parts.

En revanche, il n'existe pas de dispositif applicable aux investisseurs institutionnels qui assurerait la transparence des opérations d'achat de titres portant sur un pourcentage significatif du capital de la société qui seraient financées par endettement en période d'offre publique (à l'exception des obligations légales et réglementaires existant par exemple en France et obligeant les actionnaires dans le cadre d'une déclaration d'intention à préciser s'ils ont eu recours à l'endettement pour financer leur prise de participation³⁵). La mise en place d'un tel dispositif pourrait être une piste de réflexion pour favoriser la connaissance des actionnaires, et de leurs objectifs, en période d'offre publique.

³⁴ Pour une description détaillée des causes de la rotation importante de l'actionnariat de la cible et de ses conséquences, « *Le Marché et les Offres publiques* », S. Tadjbakhsh, P. Hudry, in « *Les offres publiques d'achat* », Litec, p. 479.

³⁵ Pour mémoire, ce régime ne s'applique que lors du franchissement des seuils de 10%, 15%, 20 et 25% du capital ou des droits de vote.

➤ *Recommandations*

A l'attention des investisseurs institutionnels :

=> Rappeler aux investisseurs institutionnels leur devoir de participation à la vie de la société et en particulier leur devoir de vigilance quant à sa gouvernance.

=> Encourager les investisseurs institutionnels à engager un dialogue avec la société afin d'améliorer la création de valeur à long terme pour les actionnaires.

A l'attention des émetteurs :

=> Encourager les administrateurs (à l'exception le cas échéant des administrateurs représentant les salariés ou les salariés actionnaires) à détenir un nombre significatif d'actions, correspondant par exemple à une année de jetons de présence afin d'aligner les intérêts des actionnaires et des membres du conseil d'administration.

Piste de réflexion :

=> En période d'offre publique, un dispositif spécifique de transparence pourrait être étudié en s'inspirant notamment des règles applicables en matière de déclaration d'intention (financement par endettement par exemple³⁶).

³⁶ Cf. note de bas de page n°16.

II. L'EXERCICE DU DROIT DE VOTE PAR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Les enjeux actuels de l'exercice du droit de vote par les investisseurs institutionnels identifiés par le Groupe de Travail sont principalement de trois ordres et concernent : la pratique de l'*empty voting* (A), la pratique des *proxy advisers* (B) et l'exercice du droit de vote par les actionnaires non-résidents (C).

Dans chacun de ces domaines, le Groupe de Travail s'est interrogé sur les bonnes pratiques qui pourraient être adressées aux investisseurs institutionnels et aux émetteurs.

A. La pratique de l'« empty voting » : la question de l'emprunt de titres

➤ *Contexte*

Originellement, le droit de vote était conçu comme la contrepartie du risque en capital pris par les actionnaires. Les actionnaires, contrairement aux prêteurs de la société, disposaient d'un droit de vote en raison du risque économique qu'ils supportaient.

Le développement de l'emprunt de titres a mis à mal cette conception. Un emprunteur peut voter sans supporter le même type d'aléa économique qu'un actionnaire qui détient des actions sans les avoir empruntées.

De célèbres affaires ont illustré la perversité du recours au prêt-emprunt de titres dans le seul but d'influencer une assemblée générale, notamment pour faire échec à des opérations de rapprochement entre sociétés (affaire Henderson Land) ou pour permettre au contraire à l'acquéreur d'assurer le succès de son offre (affaire Halvis/Bae Systems). Les associations professionnelles et les régulateurs ont unanimement condamné le recours au prêt-emprunt de titres dans la seule finalité de voter en assemblée.

S'il contribue au bon fonctionnement du marché et ne saurait naturellement être interdit, le recours au prêt-emprunt de titres en période d'assemblée générale doit donc être encadré, pour éviter toute utilisation abusive des droits de vote en assemblée générale.

En pratique, un tiers des sociétés de gestion de portefeuille françaises rapatrient systématiquement les titres pour exercer les droits de vote. Les autres sociétés de gestion le font au cas par cas, quand la situation le justifie (par exemple pour voter négativement sur une résolution contraire à la politique de vote de la société de gestion)³⁷.

L'élaboration de bonnes pratiques pourrait permettre d'homogénéiser les comportements des sociétés de gestion de portefeuille, même s'il existe un risque, comme le souligne le rapport du groupe de travail présidé par Y. Mansion sur les opérations de prêt-emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires remis à l'Autorité des Marchés Financiers en janvier 2008, que l'élaboration de recommandations ne soit pas suffisante compte tenu de son caractère non contraignant.

³⁷ AFG - Exercice des droits de vote par les sociétés de gestion en 2008.

D'après l'étude menée par Mazars pour la Commission Européenne sur l'impact de la directive Transparence, 60% des investisseurs institutionnels interrogés sont favorables à la mise en place, au niveau européen, d'un dispositif de transparence sur les opérations de prêts-emprunts de titres et 64% des investisseurs sont également favorables, dans le cadre de la modification de la Directive Transparence, au renforcement des dispositifs visant à prévenir l'*empty voting*³⁸.

Notons qu'outre le recours au prêt-emprunt de titres, le régime juridique de la *record date* permet, dans certaines hypothèses, de voter en assemblée générale sans avoir d'intérêt économique dans la société à la date de l'assemblée. Enfin, certaines associations de défense des actionnaires soulignent à juste titre que la recommandation visant à interdire le prêt-emprunt de titres en période d'assemblée générale devrait concerner non seulement les investisseurs mais également les émetteurs.

➤ *Exemples de bonnes pratiques et réflexions en cours*

Le rapport du groupe de travail présidé par Y. Mansion sur les opérations de prêt-emprunt de titres de janvier 2008 a recommandé que tout actionnaire détenant, le troisième jour précédant l'assemblée générale à zéro heure, plus de 2% (ou entre 1 et 3%) des droits de vote d'une société dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, en informe l'AMF et la société et précise le nombre d'actions acquises à la suite d'une cession temporaire. Cette transparence devrait permettre de mieux connaître « *l'influence et les objectifs des différents actionnaires* ». La piste de la suspension de l'exercice des droits de vote a également été explorée par le groupe de travail présidé par Y. Mansion, mais sa mise en œuvre pose des difficultés³⁹.

Au niveau européen, la Commission Européenne a lancé en 2007 une consultation portant notamment sur les opérations de prêt-emprunt de titres. A l'issue de cette consultation, la Commission européenne n'a pas formulé de recommandation. La question est désormais examinée par le Forum Européen de Gouvernement d'Entreprise.

Dans une déclaration en date du 20 février 2010, le Forum Européen de Gouvernement d'Entreprise a formulé des recommandations suivantes⁴⁰ à l'égard des investisseurs ayant recours aux prêts emprunts de titres mais également à l'égard des émetteurs prêtant leurs actions autodétenues :

³⁸ Étude externe sur l'application de la Directive Transparence menée par Mazars, p. 127

³⁹ Le rapport du groupe de travail présidé Y. Mansion envisageait ainsi la suspension des droits de vote attachés aux titres prêtés dans un certain délai précédant l'assemblée générale. Pour être pleinement efficace, le groupe de travail envisageait la possibilité que la suspension des droits de vote soit assortie d'un mécanisme dissuasif tel que le séquestre des titres, une suspension judiciaire des droits de vote pendant une durée de cinq ans et /ou une sanction pécuniaire. Néanmoins, la prise en compte de votes en assemble générale qui auraient dû être suspendus en application de ces propositions de règles serait susceptible de créer une insécurité juridique sur la validité des résolutions. Le groupe de travail préconisait de prévoir dans cette hypothèse une nullité facultative, en raison de l'impact qu'aurait la participation de l'actionnaire concerné à l'assemblée. Ce risque susceptible de remettre en cause la validité de l'assemblée générale a également été souligné par l'un des participants au Forum Européen de Gouvernement d'entreprise et par différents intervenants ayant répondu à la consultation lancée par la Commission Européenne en septembre 2007 (65% des participants à la consultation estiment qu'il n'est pas souhaitable d'interdire l'exercice du droit de vote par l'emprunteur, sauf si ce dernier reçoit des instructions spécifiques du prêteur).

⁴⁰ *Statement of the European Corporate Governance Forum on Empty Voting and Transparency of Shareholder Positions*, 20 février 2010.

“The Forum recommends the introduction of an assumption in company law that shareholders who take part in a general meeting own the corresponding economic interest in the voted shares. A principle should then be introduced that where shareholders who have retained legal title to the shares and exercise the vote that goes with them but have ceded all or part of the economic interest should disclose this to the market above an appropriate threshold. Parties not making the required declarations may be considered to have made an untrue statement”

“Instead of prohibiting any form of securities lending by a company of its own shares, the Forum recommends the introduction of a rule that the company and its subsidiaries may only lend the company’s own shares if the lending contract stipulates that the borrower will not vote with these shares, and should ensure that later acquirers would not vote either. The company should disclose prior to the general meeting to what extent it and its subsidiaries have lent the company’s own shares to third parties.”

Souignons, enfin, que plusieurs codes de bonnes pratiques encadrent déjà les opérations de prêt de titres :

- L’ICGN a établi en 2007 un code de bonnes pratiques à l’attention de ses membres sur la pratique du prêt de titres. Ce code indique notamment que l’emprunteur des titres doit s’abstenir de voter :

“Institutional shareholders should have a clear policy with respect to lending, especially insofar as it involves voting. A lending policy should clearly state, inter alia, the lender’s policy with regard to recall of lent shares for the purpose of voting them. All lending conducted by the institution or on its behalf should be done in accordance with this stated policy.”

“It is bad practice to borrow shares for the purpose of voting. Lenders and their agents, therefore, should make best endeavours to discourage such practice. Borrowers have every right to sell the shares they have acquired. Equally the subsequent purchaser has every right to exercise the vote. However, the exercise of a vote by a borrower who has, by private contract, only a temporary interest in the shares, can distort the result of general meetings, bring the governance process into disrepute and ultimately undermine confidence in the market.”

“The fund, fund sponsor, or principal manager of a portfolio or fund from which shares are loaned (hereafter the primary lender) should be responsible for drafting and publishing a general policy that clearly sets forth the scope of lending activity, and under what circumstances, if any, this activity is to be subordinated to voting and to the lender’s duties as a long-term shareholder.”

“It is never good practice for borrowers to exercise voting rights with respect to shares they have borrowed, except in the rare circumstances where they are acting pursuant to the lender’s specific instructions. This limitation is not binding upon a subsequent bona fide purchaser of borrowed shares.”

- Le *Securities Borrowing and Lending Code of Guidance* établi par le *Securities Lending and Repo Committee* (SLRC) (comité britannique regroupant des investisseurs institutionnels) ne condamne pour sa part pas formellement l’exercice du droit de vote par l’emprunteur, sauf si ce dernier a emprunté les titres dans ce seul but :

“A person could borrow shares in order to be able to exercise the voting rights and influence the voting decision at a particular meeting of the company concerned. There is a consensus, however, in the market that securities should not be borrowed solely for the purpose of exercising the voting rights at, for example, an AGM or EGM. Lenders should also consider their corporate governance responsibilities before lending stock over a

period in which an AGM or an EGM is expected to be held. Beneficial owners need to ensure that any agents they have made responsible for voting and for securities lending act in co-ordinated way.”

- Enfin, le *Hedge Fund Standards Board* indique expressément que les gérants de *hedge fund* ne devraient pas emprunter d’actions dans le seul but de voter, sauf cas spécifique :

“A hedge fund manager should not borrow stock in order to vote. HFSB acknowledges that there might be specific situations where it should be acceptable to vote on borrowed stock, eg when a fund is invested in shares (and the trade has settled), but the shares have not transferred into their name.”

Soulignons également que ces codes encouragent les émetteurs à (i) diffuser très en amont de la *record date* les informations relatives à l’assemblée générale afin de permettre aux investisseurs institutionnels de rapatrier les titres prêtés et (ii) éloigner la date de mise en paiement du dividende de celle de l’assemblée générale.

Pour faciliter le rapatriement des titres en période d’assemblée générale, certaines sociétés telles que RiskMetrics ont mis en place un service d’alerte permettant à leurs clients d’être informés de la tenue d’une assemblée générale et de rapatrier leurs titres, en particulier si certaines résolutions soumises à l’assemblée générale sont importantes pour l’investisseur. L’AFG a souligné que si le rapatriement des titres prêtés avant l’assemblée générale pouvait être une bonne pratique, cela supposait que les coûts liés à ce rapatriement ne soient pas trop importants pour que cette recommandation puisse effectivement être mise en œuvre.

➤ *Recommandations*

Recommandations à l’attention des investisseurs institutionnels et des émetteurs :

=> Inscrire dans les codes de bonnes pratiques le principe de l’interdiction des prêts-emprunts de titres dans le seul but d’exercer une influence en assemblée générale.

=> Inciter les prêteurs à rapatrier les actions prêtées pour exercer leurs droits de vote⁴¹.

=> Interdire aux émetteurs d’avoir recours, via des établissements bancaires, au prêt de titres en période d’assemblée générale.

=> Recommander aux investisseurs institutionnels de s’abstenir de voter lorsqu’ils ne supportent pas le risque économique attaché aux actions.

Piste de réflexion :

=> Réglementer le prêt-emprunt de titres en imposant une transparence accrue en demandant au détenteur d’actions de déclarer, avant l’assemblée générale et au-delà d’un certain seuil (par exemple 2%), le nombre d’actions qu’il détient en propre et le nombre d’actions qu’il détient en qualité d’emprunteur.

⁴¹ Sous réserve des éventuels coûts liés à un tel rapatriement.

B. La pratique des proxy advisers

➤ *Contexte*

Selon une étude de l'AFG, 80% des sociétés de gestion de portefeuille de l'échantillon considéré ont eu recours en 2008 aux recommandations ou alertes de l'AFG et plus de la moitié de celles-ci ont également recours à des prestataires privés (Proxinvest, RiskMetrics, Glass Lewis & Co, etc.) pour analyser les résolutions des émetteurs⁴². Dans le même temps, les investisseurs institutionnels développent leurs propres politiques de vote et mettent en place une équipe dédiée à l'analyse des résolutions. Ainsi, pour la première fois en 2009 en France, certaines résolutions en assemblée générale ont été rejetées alors même qu'elles avaient fait l'objet d'une recommandation favorable des *proxy advisers*.

Les principes généraux des politiques de vote des *proxy advisers* évoluent chaque année en fonction :

- des changements intervenus dans la législation et les codes de gouvernance d'entreprise ;
- des résultats de la précédente campagne des assemblées générales.

Si la pratique des *proxy advisers* permet une meilleure information des investisseurs institutionnels sur le contenu des résolutions, les politiques de vote de certains *proxy advisers* ne tiennent parfois pas compte des spécificités des sociétés ou de leur environnement juridique. L'OCDE condamne cette approche et souligne les dangers du « *one size fits all voting advice* »⁴³.

En outre, quelques associations d'actionnaires déplorent l'opacité de la composition de l'actionnariat, du mode de fonctionnement et des éventuelles situations de conflits d'intérêts de certains *proxy advisers*. En particulier, s'agissant du mode de fonctionnement des *proxy advisers* et des conditions dans lesquelles les rapports d'analyse sont émis, le Groupe de Travail s'est interrogé sur la pratique des *proxy advisers* consistant à recruter pour la période des assemblées générales du personnel et la formation de ce dernier.

Enfin, les investisseurs institutionnels critiquent les relations qu'entretiennent parfois les *proxy advisers* avec les émetteurs (notamment par la réalisation de prestations de services pour la préparation des assemblées générales) dont ils analysent également les résolutions. Cette même critique a été relayée par l'OCDE en juin 2009⁴⁴.

⁴² Source : Site internet de l'AFG.

⁴³ Rapport de l'OCDE, p.54.

⁴⁴ Rapport de l'OCDE, p. 52 : “ *A number of institutions rely on proxy advisers yet this is an industry that has its own conflict of interest (e.g. they are often paid by a company to prepare governance rating) and this is a highly concentrated industry.*”

➤ *Exemples de bonnes pratiques*

Le rapport du groupe de travail d'Y. Mansion sur l'exercice des droits de vote aux assemblées générales en France d'octobre 2005 soulignait qu'il serait souhaitable que les fonctions de conseils en droit de vote (*proxy advisers*) et de support logistique (*proxy voting providers*) soient dissociées pour éviter tout conflit d'intérêts. Certains *proxy advisers* qui fournissent les deux services d'analyse des résolutions et de plateforme de vote considèrent néanmoins que cette situation ne les place pas en conflit d'intérêts dès lors que les investisseurs institutionnels peuvent toujours faire leur propre choix sur chacune des résolutions. Certains *proxy advisers* offrent d'ailleurs à leurs clients la faculté de recevoir un rapport d'analyse qui est adapté à leur propre politique de vote (les recommandations émises par le *proxy adviser* dans son rapport d'analyse standard et celles émises dans le rapport dédié à l'investisseur peuvent ainsi être différentes).

Néanmoins, les investisseurs institutionnels (en particulier étrangers) pourraient naturellement avoir tendance à se référer à la politique de vote du *proxy adviser* sans se faire leur propre opinion sur chacune des résolutions proposées. Pour pallier cet inconvénient, il a été suggéré lors des auditions du Groupe de Travail que les recommandations d'autres *proxy advisers* soient mises en ligne sur la plateforme de vote pour que les investisseurs puissent confronter plusieurs rapports d'analyse et avoir sur un même site l'ensemble des rapports d'analyse de résolutions auxquels ils sont abonnés. Les *proxy voting providers* commencent à étudier cette proposition mais cela suppose que les *proxy advisers* acceptent de divulguer à leurs concurrents leurs rapports d'analyse.

Il pourrait également être envisagé que l'ensemble des *proxy advisers* rendent publics les principes généraux qui servent à l'élaboration de leurs rapports d'analyse. En pratique, certains *proxy advisers* tels que RiskMetrics acceptent déjà de rendre publics ces derniers, les rapports d'analyse pour chaque émetteur étant en revanche dédiés aux seuls clients.

Aux Etats-Unis, le *Millstein Center For Corporate Governance and Performance* a publié en mars 2009 un rapport dans lequel il formule des recommandations à destination des *proxy advisers* et à destination des investisseurs institutionnels :

- Recommandations à destination des *proxy advisers* : les *proxy advisers* devraient notamment (i) justifier leurs analyses des résolutions, (ii) tenir compte des pratiques antérieures et (iii) confier les travaux à une personne compétente, qui dispose d'une expérience et de connaissance adéquates sur les pratiques des pays couverts par les recommandations. Les *proxy advisers* devraient également indiquer à leurs clients s'ils communiquent aux émetteurs leurs analyses avant publication, pour que ces derniers puissent corriger d'éventuelles erreurs (si les *proxy advisers* choisissent de ne pas communiquer au préalable leurs recommandations, ils devraient en expliquer les raisons).
- Recommandations à destination des investisseurs institutionnels : ces recommandations reprennent notamment les principes développés par l'ICGN (*Statement Of Principles On Institutional Shareholder Responsibilities*) sur le regard critique que doivent porter les investisseurs institutionnels dans la sélection des *proxy advisers* et des recommandations formulées par ces derniers.

Dans un article du 18 février 2010, le magazine *Responsible Investor*⁴⁵ (magazine britannique dédié aux investisseurs institutionnels) publiait un article de PIRC⁴⁶ qui, se faisant l'écho de ces recommandations, déclare appliquer les six principes suivants :

- *“Clear voting policy guidelines should be made available to clients, the companies whom the adviser is monitoring and to the market;*
- *Clear audit trail and explanation of the process for assessing companies and making voting recommendations should be available to clients and the companies monitored;*
- *Possible conflicts of interest should be disclosed to clients and to companies monitored and, where necessary, to market regulators (i.e. paid consulting with companies);*
- *Companies monitored should be given reasonable opportunity to comment on voting recommendations made and the basis of such recommendations;*
- *Voting agencies should routinely report to clients on actions taken on their behalf;*
- *All voting recommendations made by a voting adviser should be publicly disclosed post-meeting”.*

Ces six principes pourraient constituer un premier socle de bonnes pratiques à l'attention des *proxy advisers*.

Comme indiqué ci-dessus, la majorité des recommandations actuelles à l'attention des *proxy advisers* encouragent ces derniers à prendre contact avec l'émetteur avant de publier leurs rapports d'analyse. Certains *proxy advisers* suivent d'ores et déjà cette recommandation et indiquent à leurs clients qu'ils souhaitent favoriser un dialogue avec les émetteurs (sous réserve des contraintes liées à la période des assemblées générales).

La communication entre les *proxy advisers* et les émetteurs est néanmoins un sujet délicat, d'autres *proxy advisers* soulignant (i) qu'il ne leur appartient pas de rentrer en contact avec les émetteurs mais que ce rôle incombe aux seuls investisseurs institutionnels qui ont vocation à voter selon leur propre politique de vote et (ii) qu'ils souhaitent se placer dans une situation similaire à celle des autres actionnaires et mener leur analyse des résolutions sur la base des seules informations publiques. Ces *proxy advisers* préfèrent donc mettre en contact les émetteurs et les investisseurs institutionnels en organisant des « *proxy talk* », conférences téléphoniques auxquelles participent des représentants des émetteurs et des investisseurs institutionnels.

En Europe, plusieurs codes de bonnes pratiques mettent en exergue les risques liés à la *box ticking approach* et recommandent aux investisseurs institutionnels de tenir compte des spécificités de la société en évaluant sa gouvernance :

“Shareholders take careful note and make a thorough assessment of the reasons given by the company for any non-application of the best practice provisions of this code. They should avoid adopting a ‘box-ticking approach’ when assessing the corporate governance structure of the company and should be prepared to engage in a dialogue if they do not accept the company’s explanation. There should be a basic recognition that corporate governance

⁴⁵ T. Powdrill, « *Corporate Governance agencies : the needs for transparent voting decisions* », *Responsible investor*, February 18, 2010.

⁴⁶ PIRC est un des leader des *proxy advisers* indépendants au Royaume-Uni.

must be tailored to the company-specific situation and that non application of individual provisions by a company may be justified.” (Code néerlandais de gouvernance).

L’ISC recommande pour sa part que les investisseurs institutionnels rendent publique leur politique de vote et indiquent s’ils ont eu recours aux services d’un *proxy adviser*⁴⁷ ; lors des audits, l’AFG a indiqué être favorable à cette recommandation.

Il pourrait également être envisagé de généraliser la pratique déjà mise en œuvre par certains investisseurs institutionnels consistant à mettre en place une procédure de validation interne pour les décisions de vote au cours de laquelle les recommandations positives et négatives des *proxy advisers* pourraient être ainsi discutées. Certains participants ont néanmoins souligné qu’il semblait souhaitable que les investisseurs gardent la maîtrise de leur organisation interne en matière de vote et qu’une recommandation n’était pas nécessaire.

La formation des équipes des *proxy advisers*, élément sur lequel insiste le rapport Millstein précité mais également certains auteurs⁴⁸, pourrait également faire l’objet d’une recommandation afin de s’assurer que les équipes ont notamment les compétences juridiques nécessaires à la compréhension des résolutions analysées. Il a néanmoins été souligné que la qualité du travail fourni par les équipes des *proxy advisers* était en premier lieu appréciée par les clients de ces derniers. Cela devrait en principe inciter les *proxy advisers* à avoir des standards de qualité élevée.

En outre, les sources sur lesquelles se fonde le rapport d’analyse, en particulier s’il s’agit d’articles de presse devraient être clairement identifiées.

Plus généralement, un parallèle avec les agences de notation pourrait être dessiné en invitant les *proxy advisers* à (i) rendre publique toute situation les plaçant en conflits d’intérêts et (ii) indiquer s’ils ont pris contact avec l’émetteur avant de publier leur rapport d’analyse.

S’agissant de la publicité des conflits d’intérêts potentiels, certains *proxy advisers* acceptent de communiquer aux clients qui en font la demande la liste des émetteurs auprès desquels ils réalisent des prestations de services. Cette liste n’est en revanche pas communiquée aux équipes qui rédigent les rapports d’analyse afin de ne pas altérer leur jugement. En pratique, RiskMetrics a par ailleurs souligné que les activités effectuées auprès des émetteurs ne représentaient qu’une faible part de son chiffre d’affaire (8%) et que dans la plupart des cas, les prestations n’étaient pas directement réalisées pour le compte des émetteurs mais pour le compte des conseils de ce dernier. Pour se soumettre à la réglementation applicable aux Etats-Unis en matière de prévention et de gestion des conflits d’intérêts, certains *proxy advisers* se sont d’ailleurs volontairement enregistrés auprès de la *Securities and Exchange Commission (application for investment adviser registration)*. Il pourrait être envisagé de transposer une telle mesure au niveau communautaire ou bien de recommander aux *proxy advisers* de s’enregistrer auprès des autorités boursières nationales.

⁴⁷ Principe n°1.

⁴⁸ A. Omaggio, « Faut-il encadrer l’activité des agences de conseil en vote (*proxy advisers*) ? », JCPE, 12 novembre 2009, n°46, p. 29 : « De la même manière que d’autres professionnels fournissant des prestations de conseil doivent justifier de conditions de compétences, il ne nous semblerait pas anormal que des sociétés faisant commerce du conseil en vote (analyse de résolutions et fourniture de recommandations de vote) en présentent également. Ceci constituerait une garantie supplémentaire pour leurs clients et limiterait également le risque pour un émetteur de se voir appliquer une politique de vote inadaptée aux spécificités du droit français ou faire l’objet d’une recommandation négative fondée sur une compréhension erronée ou une analyse juridique inexacte d’une résolution ».

➤ *Recommandations*

A l'attention des investisseurs institutionnels :

=> Eviter la « box ticking approach » et tenir compte de la spécificité de chaque émetteur mais également des spécificités de droit local.

=> Encourager les investisseurs institutionnels à contrôler les conseils reçus par les proxy advisers et à les confronter, le cas échéant, aux observations formulées par le conseil.

=> Indiquer s'ils ont recours aux services d'un proxy adviser et les principes généraux d'utilisation de leurs recommandations.

Pistes de réflexion :

=> Etablir au niveau européen une recommandation sur la profession de proxy adviser notamment afin de s'assurer que les mesures nécessaires sont prises en matière de prévention et de gestion des conflits d'intérêts.

Cette recommandation pourrait encourager les proxy advisers à :

=> Rendre publics les principes généraux servant à l'élaboration des rapports d'analyse (policy guidelines). Si le proxy adviser a contacté l'émetteur, insérer le cas échéant, le point de vue de l'émetteur dans le rapport d'analyse et mentionner la fréquence des entretiens avec l'émetteur. A défaut, expliquer dans le rapport d'analyse les raisons, lorsque c'est le cas, pour lesquelles les recommandations n'ont pas été communiquées à l'émetteur en amont de l'assemblée générale (principe du « appliquer ou expliquer » appliqué aux proxy advisers).

=> Prévoir un niveau de formation des équipes des proxy advisers adapté à chacun des pays examinés par les proxy advisers.

=> Rendre publiques, dans le rapport d'analyse, les relations entretenues, le cas échéant, entre le proxy adviser et l'émetteur (fourniture de prestations de service) susceptibles de placer le proxy adviser en conflit d'intérêts et les mesures prises pour prévenir et gérer ces éventuels conflits d'intérêts.

=> Encourager les proxy advisers à se soumettre, sur une base volontaire, au contrôle de l'autorité européenne des marchés financiers ou aux autorités nationales, afin notamment de contrôler les éventuelles situations de conflits d'intérêts dans lesquelles ils peuvent se trouver.

C. Faciliter l'exercice des droits de vote des actionnaires non-résidents

➤ *Contexte et exemples de réflexion*

La plupart des actionnaires non-résidents ne détiennent pas directement leurs actions, qui sont inscrites dans les livres de leur teneur de compte conservateur (le « *custodian* »). La participation des actionnaires non-résidents dépend donc du *custodian*, et le cas échéant d'un réseau de sous-conservateurs, qui seuls peuvent faire parvenir aux actionnaires, dans les délais, les formulaires de vote par correspondance ou par internet.

Dans ces conditions, il est important de mobiliser les *custodians* pour servir de relais d'information, à l'instar de ce qui est proposé aux intermédiaires financiers avec la mise en place de commissions de guichet. L'utilisation des messages *swifts* des émetteurs envoyés par les centralisateurs à l'ensemble des teneurs de comptes et *custodies*, pour des frais minimaux, a permis d'améliorer la transmission des informations aux actionnaires au porteur. Certains progrès pourraient encore être réalisés, en insérant par exemple dans ce message *swift* un lien vers le site internet de l'émetteur ou un résumé des résolutions.

Naturellement la procédure d'envoi et de collecte des formulaires de vote a un coût pour les *custodies* qui, répercuté sur les clients, pourrait décourager ces derniers de prendre part au vote.

Dans une consultation de juillet 2007, la Commission Européenne avait ainsi envisagé de demander aux Etats Membres de s'assurer « *que les frais facturés par les intermédiaires financiers pour de tels services n'excèdent pas substantiellement les coûts qu'ils supportent réellement* ».

Il pourrait être envisagé pour contourner cette difficulté de proposer aux *custodies* que la société prenne à sa charge, en tout ou partie, les frais liés à l'envoi et à la collecte des formulaires de vote.

Soulignons également que, pour faciliter l'exercice du droit de vote, la directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007 a souhaité offrir aux actionnaires la possibilité de nommer comme mandataire un tiers non-actionnaire. L'article 10 de la directive prévoit ainsi que « *chaque actionnaire a le droit de désigner comme mandataire toute autre personne physique ou morale pour participer à l'assemblée générale et y voter en son nom. Le mandataire bénéficie des mêmes droits de prendre la parole et de poser des questions lors de l'assemblée générale que ceux dont bénéficierait l'actionnaire ainsi représenté* ». La transposition de cette directive (qui devait intervenir avant le 3 août 2009) pourrait permettre aux actionnaires de participer au vote en donnant pouvoir à un tiers non actionnaire de leur choix. Dans cette perspective, il faudra veiller à ce que cela n'aboutisse pas à un désintérêt de la vie sociale de la part des investisseurs institutionnels qui n'exerceraient plus directement leurs droits de vote.

Afin d'encourager les actionnaires à voter directement, il apparaît nécessaire de faciliter le vote par internet des actionnaires, aujourd'hui essentiellement utilisé en France par les actionnaires salariés. Le système du vote pré-assemblée est à l'heure actuelle peu utilisé (seules sept sociétés du CAC 40 en 2009 ont permis à leurs actionnaires de voter par internet) et ne rencontre pas le succès escompté, même si la loi 2001-420 du 15 mai 2001 a levé la plupart des obstacles juridiques à la mise en œuvre du vote électronique.

Les contraintes sont désormais essentiellement pratiques :

- s'agissant de l'envoi des documents préparatoires à l'assemblée générale sous format électronique, la réglementation actuelle impose le consentement formel et préalable des actionnaires nominatifs pour que l'envoi par télétransmission des documents d'assemblée se substitue à la voie postale. L'AFEP, l'ANSA et l'AFTI ont demandé la suppression de cet accord préalable qui constitue une lourde formalité, avec toutefois la possibilité pour les actionnaires de demander à revenir à des envois par la voie postale ;
- s'agissant du vote par internet, les systèmes actuels supposent que les actionnaires au porteur fassent d'abord la démarche auprès de leurs intermédiaires pour obtenir des codes d'accès, puis que ces derniers répercutent ensuite cette demande auprès de la société ou du centralisateur de vote qui retourne ensuite directement les codes à l'actionnaire concerné. A ces difficultés pratiques s'ajoutent des difficultés juridiques, la question de la forme juridique de la signature électronique (simple ou sécurisée) n'ayant pas encore été résolue⁴⁹ et s'avérant complexe à mettre en œuvre, voire, s'agissant de la signature sécurisée, coûteuse. L'AFEP, l'AFTI et l'ANSA ont en conséquence proposé de simplifier le dispositif : le principe de la signature électronique serait inscrit dans la loi mais les modalités d'identification du titulaire du droit de vote seraient renvoyées à un accord de place.

Pour pallier ces inconvénients et faciliter le processus de vote par internet (ou de demande d'attestation de participation), le système *swift* a été développé pour la préparation des assemblées générales afin de permettre aux banques de transmettre les procurations par internet. Ce système (qui devrait être prêt à l'automne prochain) devrait diminuer sensiblement le coût attaché à la transmission des votes et favoriser le vote des actionnaires étrangers.

D'autres organisations (par exemple l'AFTI) travaillent au développement du vote pré-assemblée⁵⁰ par internet grâce à la mise en place d'une plateforme électronique de vote ouverte à tous les actionnaires, quel que soit leur lieu de résidence et la forme des titres qu'ils détiennent, qui serait notamment accessible via le site internet des teneurs de compte (ce qui permet de fonder le système directement sur les registres des teneurs de compte conservateurs) ; les personnes auditionnées participant au groupe de travail formé par l'AFTI sur le développement de la plateforme de vote par internet ont souligné qu'il était important que la Chancellerie et l'AMF encouragent cette initiative pour lever les dernières incertitudes juridiques qui pourraient exister sur l'utilisation d'une plateforme de vote à laquelle les actionnaires accèderaient via le site internet de leur établissement teneur de compte.

Notons d'ailleurs que le développement du vote par internet pourrait permettre de répondre à la préoccupation croissante des actionnaires, d'obtenir un récépissé de l'exercice effectif du vote.

Enfin, les travaux menés par le Groupe CESAME (*European Commission's Clearing & Settlement Advisory and Monitoring Expert Group*) et notamment par *European Issuers* pour déterminer un processus opérationnel qui, au niveau européen, faciliterait la participation des actionnaires non-résidents aux assemblées générales en levant les obstacles à la libre communication entre l'émetteur et l'actionnaire constituent une piste de réflexion intéressante. Ces travaux visent notamment à obliger l'intermédiaire

⁴⁹ F. Garrouste, « *Les actionnaires vont pouvoir voter par internet* », Agéfi Hebdo, semaine du 1^{er} au 7 octobre 2009, p. 36.

⁵⁰ Un site internet a également été développé par Proxinvest pour permettre aux actionnaires d'imprimer leur formulaire de vote et de voter par internet mais le formulaire de vote doit ensuite être envoyé par courrier.

à transmettre l'information standardisée jusqu'à l'investisseur final au plus tard le lendemain⁵¹ de la réception du message de l'émetteur et à transmettre sans délai les instructions de vote (et ce afin de pouvoir remonter la chaîne des intermédiaires rapidement).

➤ *Recommandations*

A l'attention des émetteurs :

=> Insérer dans les messages swift un lien vers le site internet de l'émetteur.

=> Procéder dans le respect des réglementations applicables à un envoi systématique, sous forme électronique, en français et en anglais, de l'ensemble des documents relatifs à l'assemblée générale aux actionnaires dont l'adresse mail est connue de l'émetteur et les rendre accessibles sur le site de l'émetteur.

=> Sensibiliser les investisseurs institutionnels, en particulier les investisseurs non-résidents, sur le fait qu'ils sont titulaires d'un droit de vote.

=> Rappeler aux actionnaires, en particulier aux non résidents, les conséquences juridiques de l'abstention (en effet, dans certains pays, dont la France, l'abstention équivaut à un vote négatif alors que dans d'autres pays comme au Royaume-Uni, seuls comptent les votes positifs ou négatifs, les absentions n'étant pas comptabilisées).

Pistes de réflexion :

=> Encourager le développement du vote par internet et simplifier ses modalités de fonctionnement pour rendre les sites accessibles notamment aux investisseurs étrangers.

=> Examiner la possibilité de promouvoir au niveau européen un système harmonisé de vote par internet.

⁵¹ Ou dans les deux jours si le titulaire des actions est l'investisseur final.

III. RENFORCER LE DIALOGUE ENTRE LA SOCIÉTÉ ET SES ACTIONNAIRES

A. L'instauration d'un dialogue permanent avec les actionnaires en amont de l'assemblée générale

➤ *Contexte*

L'assemblée générale, si elle est un lieu de débat privilégié entre les actionnaires et la société, ne doit pas être le seul moment d'échanges entre la société et ses actionnaires. La plupart des émetteurs organisent déjà des « *road shows* », afin de rencontrer les investisseurs institutionnels au cours desquels sont abordés des sujets de gouvernement d'entreprise avec les personnes responsables de la gouvernance ou de l'exercice des droits de votes au sein des institutions. Réciproquement, les actionnaires devraient faire part de leurs préoccupations en amont de l'assemblée générale.

Ce dialogue permanent doit naturellement être modéré de part et d'autre, étant par ailleurs entendu que la société ne devrait pas à l'occasion de ce dialogue communiquer d'informations privilégiées.

➤ *Exemples de bonnes pratiques*

S'agissant des investisseurs institutionnels

La plupart des codes de gouvernance ou des codes de bonnes pratiques préconisent l'instauration d'un dialogue entre les actionnaires, notamment les investisseurs institutionnels et l'émetteur :

« Shareholders shall act in relation to the company, the organs of the company and their fellow shareholders in keeping with the principle of reasonableness and fairness. This includes the willingness to engage in a dialogue with the company and their fellow shareholders » (Code néerlandais de gouvernance).

« Les membres doivent se comporter en partenaires loyaux, eu égard aux règles de la profession, envers les entreprises dans lesquelles ils investissent. Ils définissent avec les dirigeants de celles-ci le niveau de contribution active qu'ils apporteront. Chaque membre doit être en mesure de remplir pleinement son rôle d'actionnaire » (Code de l'AFIC, France).

« The Committee believes that it is in the best interests of the issuers to establish a continuing dialogue with the generality of the shareholders and in particular with institutional shareholders, in compliance with rule and procedures governing the disclosure of price-sensitive information » (Code de gouvernance italien).

Certains codes sont plus spécifiques et recommandent aux investisseurs institutionnels d'utiliser des moyens appropriés en cas d'échec du dialogue.

Ainsi, le code de l'ISC considère qu'en cas de réponses insatisfaisantes de la société sur les préoccupations formulées par les investisseurs institutionnels, ces derniers doivent prendre des mesures appropriées et progressives qui sont, par exemple : (i) l'organisation de nouvelles réunions, (ii) la prise de contact avec les conseillers de la société, (iii) l'organisation d'une réunion avec le

président du conseil ou les administrateurs indépendants, (iii) l'intervention concertée avec d'autres institutions, (iv) la diffusion d'un communiqué de presse en amont de l'assemblée générale, (v) le dépôt de résolutions en assemblée générale et (vi) la convocation d'une assemblée générale (par exemple pour demander la révocation des membres du conseil)⁵². Certains investisseurs auditionnés par le Groupe de Travail ont à cet égard déploré que dans certains pays comme la France, il ne leur soit pas permis, lorsqu'ils détiennent une participation significative du capital d'un émetteur, de convoquer directement une assemblée générale (sans en faire la demande en justice).

Dans une note datée du 5 juin 2009, l'ISC soulignait en outre que les investisseurs institutionnels devaient tenter de relayer leurs préoccupations auprès d'autres investisseurs, notamment les fonds souverains dont les horizons d'investissement sont à long terme, pour peser plus de poids auprès des dirigeants de la société :

“Many institutional investors seek regular dialogue with companies on corporate governance matters. Mostly this is conducted on an individual basis, and works well. When it is failing, the ISC believes a collective approach may be useful to ensure that their message is heard. We need to build on existing approaches to enhance investors’ ability to ensure that the whole board, led by the chairman, responds to concerns.

A key objective is to establish a simple, non-bureaucratic approach that would enable and encourage more institutions to participate so that there is a critical mass of involvement. A broader network might include foreign investors and sovereign wealth funds with an interest in long-term value. The resulting dialogue should be outcome-focused. The Chairman of the ISC will consult with senior practitioners from the investment industry to develop ways of achieving this.”

A la suite de cette communication, le code de l'ISC souligne désormais que les investisseurs institutionnels devraient agir collectivement lorsque cela leur semble approprié⁵³ :

“At times collaboration with other investors may be the most effective manner in which to engage. Collaborative engagement may be most appropriate at times of significant corporate or wider economic stress, or when the risks posed threaten the ability of the company to continue. Institutional investors should disclose their policy on collective engagement. Institutional investors when participating in collective engagement should have due regard to their policies on conflicts of interest and insider information.”

Cette initiative a été reprise expressément dans le rapport Walker remis le 26 novembre 2009

“Institutional investors and fund managers should actively seek opportunities for collective engagement where this has the potential to enhance their ownership influence in promoting sustainable improvement in the performance of their investee companies. Initiative should be taken by the FRC and major UK fund managers and institutional investors to invite potentially interested major foreign institutional investors, such as sovereign wealth funds, public sector pension funds and endowments, to commit to the Stewardship Code and its provisions on collective engagement.”⁵⁴

⁵² Principe n°4, Code of Responsibilities of Institutional Investors, 16 novembre 2009.

⁵³ Principe n°5, Code of Responsibilities of Institutional Investors, 16 novembre 2009.

⁵⁴ Recommandation n°21 du Rapport Walker.

et fait écho aux préconisations de l'OCDE :

“Institutional shareholders (and others) should not be discouraged from acting together in individual shareholders meeting, both through consultation before the meeting and the presentation of common proposal, provided that they do not intend to obtain the control of the company”⁵⁵

Elle suppose cependant que les investisseurs institutionnels ne puissent être soupçonnés d'agir de concert⁵⁶, certains investisseurs auditionnés regrettant à cet égard que la définition de concert ne soit pas suffisamment précise.

Notons que la Commission Européenne a déjà souligné dans ses travaux que le fait pour certains investisseurs de coopérer pour faire évoluer la gouvernance des sociétés pouvait être découragé dans certains pays du fait de la définition large de l'action de concert qui pouvait être retenue dans certains pays :

“Given the size of holdings, investors normally need to cooperate among them in order to engage in this kind of promotion of corporate governance. However, this cooperation will largely be hindered because of the uncertainty created by the broad definitions of acting in concert: the dividing line between shareholder activism and acting in concert is not fully clear. In order not to take the risk on infringing the legislation, investors are likely to refrain from cooperating with other shareholder”⁵⁷.

Pour pallier cette difficulté, la FSA a envoyé une lettre à l'ISC l'informant que des discussions *ad hoc* et l'engagement collectif en assemblée générale pour promouvoir l'application des codes de gouvernance ne devraient a priori pas être constitutifs d'une action de concert⁵⁸.

Néanmoins certains représentants d'investisseurs institutionnels auditionnés par le Groupe de Travail se sont montrés sceptiques sur ces actions collectives d'investisseurs et s'interrogent sur le type de mesures qui pourraient concrètement être prises et avec quels types d'investisseurs institutionnels.

S'agissant des émetteurs

Les codes de gouvernance destinés aux émetteurs sont pour leur part généralement moins précis sur les bonnes pratiques que doivent suivre les organes d'administration dans leurs relations avec les investisseurs institutionnels. Ils se contentent généralement d'affirmer que le conseil est responsable de ce dialogue. Cela suppose en pratique que les préoccupations exprimées par les investisseurs institutionnels auprès de la direction de la société soient correctement relayées au conseil.

A cette fin, le *Combined Code* souligne le rôle du président et du conseil dans la mise en œuvre de ce dialogue et prévoit à cet égard que les administrateurs non exécutifs assistent, s'ils le souhaitent, aux réunions organisées entre la direction et les principaux actionnaires de la société. Le *Combined Code* prévoit également la désignation d'un « administrateur référent » chargé notamment d'assister aux réunions avec les principaux actionnaires et de contribuer au développement d'une compréhension équilibrée des préoccupations et des questions des principaux actionnaires. Enfin, selon le *Combined*

⁵⁵ Rapport de l'OCDE, p.54

⁵⁶ Recommandation n°20B du Rapport Walker.

⁵⁷ Commission of the European Communities, Commission Staff working document, *Report on more stringent national measures concerning directive 2004/109 :EC on the harmonization of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on regulated market*, 10 décembre 2008.

⁵⁸ Courrier de la FSA à l'ISC du 19 août 2009

Code, le conseil devrait rendre compte dans le rapport annuel des mesures prises pour comprendre les objectifs des actionnaires :

“The chairman should ensure that the views of shareholders are communicated to the board as a whole. The chairman should discuss governance and strategy with major shareholders. Non-executive directors should be offered the opportunity to attend meetings with major shareholders and should expect to attend them if requested by major shareholders. The senior independent director should attend sufficient meetings with a range of major shareholders to listen to their views in order to help develop a balanced understanding of the issues and concerns of major shareholders”.

“ The board should state in the annual report the steps they have taken to ensure that the members of the board, and in particular the non-executive directors, develop an understanding of the views of major shareholders about their company, for example through direct face-to-face contact, analyst brokers’ briefings and surveys of shareholders opinion ” (Combined Code, Royaume-Uni).

La désignation au sein du conseil d’un administrateur référent ou « *lead independent director* » est une pratique courante au sein des sociétés anglo-saxonnes et moins répandue dans les sociétés de droit continental (quelques sociétés françaises ont toutefois déjà désigné un administrateur référent).

La désignation d’un administrateur référent ou du *lead independent director* a été évoquée par le Groupe de Travail pour améliorer le fonctionnement des conseils dans l’ordre interne. L’administrateur référent aurait vocation à apporter son assistance au président du conseil ou aux comités pour le bon fonctionnement des organes de gouvernance. Il pourrait ainsi suggérer au président de mettre certains points à l’ordre du jour ou organiser, dans certaines situations, des réunions d’administrateurs indépendants dont le compte-rendu serait transmis au conseil. Il pourrait également apporter son éclairage sur les décisions soumises au conseil pour permettre à ce dernier d’exercer au mieux ses missions de contrôle.

L’Autorité des Marchés Financiers a récemment indiqué que la désignation d’un administrateur référent pouvait être une bonne pratique en cas de cumul des fonctions de président et de directeur général afin de prévenir d’éventuels conflits d’intérêts⁵⁹.

Enfin, la généralisation de la pratique consistant à évoquer des points de gouvernement d’entreprise (en particulier la gouvernance et la prochaine assemblée générale de la société) à l’occasion des « *roadshows* » et l’instauration de conférences téléphoniques semestrielles ou trimestrielles entre la direction de l’émetteur et les investisseurs institutionnels pourrait être une piste de réflexion pour améliorer le dialogue entre les émetteurs et les investisseurs, sous réserve que ces pratiques n’entraînent pas en elles-mêmes d’asymétrie d’information entre les investisseurs institutionnels et les autres actionnaires. En outre, certains participants ont insisté sur l’importance que devait conserver l’assemblée générale et sur le fait que la primeur de l’information devait lui être réservée.

⁵⁹ Rapport 2009 de l’AMF sur le gouvernement d’entreprise et le contrôle interne (p.19).

➤ *Recommandations*

A l'attention des investisseurs institutionnels :

=> Inciter les investisseurs institutionnels à prendre contact avec l'émetteur, dès qu'ils sont préoccupés par la gouvernance de la société ou sa stratégie.

=> En cas de désaccord persistant avec les organes de direction, encourager les investisseurs institutionnels à prendre graduellement d'autres mesures telles que la prise de contact avec le président non exécutif du conseil d'administration, le cas échéant, ou d'autres administrateurs non exécutifs (administrateur référent par exemple), avertir d'autres actionnaires, informer le marché des désaccords existants, soumettre des résolutions à l'assemblée générale, et le cas échéant, convoquer une assemblée générale.

=> En cas d'échec du dialogue, encourager les investisseurs institutionnels à agir collectivement dans le respect des dispositions applicables en matière d'action de concert.

A l'attention des émetteurs :

Sous réserve de la nature des informations échangées (non communication d'informations privilégiées) :

=> Inciter les dirigeants à évoquer les sujets de gouvernement d'entreprise à l'occasion des « road shows » en amont de l'assemblée générale.

=> Recommander aux dirigeants de rendre compte au conseil des principales préoccupations relayées par les investisseurs institutionnels sur les points de gouvernance abordés notamment à l'occasion des « road shows ».

=> Lors des rencontres entre la direction de l'émetteur et ses principaux actionnaires, prévoir, à l'occasion d'une deuxième réunion qui serait organisée sur le sujet spécifique en raison d'un désaccord persistant, la présence du président non exécutif du conseil d'administration, d'un administrateur non exécutif, ayant, le cas échéant, le statut d'administrateur référent, ou du président du comité des nominations ou des rémunérations si les réunions traitent de la nomination ou de la rémunération des mandataires sociaux.

B. La préparation de l'assemblée générale et le dialogue en assemblée générale

➤ *Contexte*

L'assemblée générale est, ainsi qu'il a été dit plus haut, le point culminant du dialogue entre la société et ses actionnaires. A ce titre, elle doit faire l'objet d'une amélioration sensible de son fonctionnement, tant dans sa préparation que dans sa tenue.

S'agissant de sa préparation, les investisseurs institutionnels déplorent que certaines informations déterminantes pour leur vote ne soit données que tardivement par les sociétés, par exemple en ce qui concerne la biographie des administrateurs dont la nomination ou le renouvellement du mandat est proposé à l'assemblée générale ou du rapport des commissaires aux comptes sur les conventions réglementées. Ils estiment que les administrateurs doivent davantage être impliqués dans les options retenues pour la rédaction des résolutions car celles-ci ne correspondent pas toujours à la stratégie affichée par l'entreprise.

En outre, il est important, afin de favoriser la compréhension par les actionnaires des résolutions soumises au vote en assemblée générale, que celles-ci soient présentées et expliquées dans un souci de pédagogie et de clarté. Toutes les personnes auditionnées ont insisté sur l'importance pour les émetteurs de motiver les résolutions en tenant compte de la stratégie, des objectifs et des spécificités de la société. 78% des investisseurs interrogés par RiskMetrics ont indiqué avoir voté contre une résolution en raison des explications insuffisantes fournies par les émetteurs⁶⁰.

Le rapport de RiskMetrics précité⁶¹ souligne que les investisseurs institutionnels déplorent également que les justifications apportées par les émetteurs dans le rapport annuel, lorsqu'ils n'appliquent pas telle ou telle disposition de leur code de référence, soient parfois insuffisantes, trop générales, et ne permettent pas de renseigner correctement les actionnaires.

S'agissant de sa tenue, la présence des administrateurs aux assemblées devrait être fortement recommandée, surtout lorsque le renouvellement de leur mandat est proposé au vote de l'assemblée.

Enfin, les actionnaires souhaiteraient, dans la mesure du possible, que le calendrier de la saison des assemblées générales puisse être étalé.

➤ *Exemples de bonnes pratiques*

Il existe déjà de nombreuses recommandations en la matière formulées par les régulateurs.

Ces recommandations portent principalement sur :

- la communication des documents en français et en anglais en amont de l'assemblée générale sur le site internet de la société ;

⁶⁰ Rapport de RiskMetrics, p. 161.

⁶¹ Rapport de RiskMetrics, p. 165.

- le vote par résolution séparée ;
- la rediffusion par des moyens de télétransmission de l'assemblée générale ;
- la publication des résultats des votes.

Ainsi, le rapport du groupe de travail d'Y. Mansion sur l'exercice des droits de vote aux assemblées générales en France d'octobre 2005 recommandait notamment, afin de faciliter la compréhension des résolutions soumises aux actionnaires, que l'exposé des motifs et le texte des résolutions soient rédigés avec un souci de pédagogie et en particulier soient accompagnés d'un résumé pertinent et objectif de chacune d'entre elles⁶².

Ces recommandations ont pour l'essentiel été reprises par la directive 2007/36/CE précitée.

Les codes de bonnes pratiques viennent utilement compléter ces recommandations en donnant des instructions précises et pratiques aux émetteurs. Ainsi, le code allemand de gouvernement d'entreprise prévoit notamment que « *le président de l'Assemblée générale des actionnaires veille au déroulement dans un délai raisonnable de l'Assemblée générale des actionnaires. Il devrait dans ce cadre tenter de clore une Assemblée générale ordinaire au plus tard après 4 à 6 heures.* »

De la même façon, l'ICSA (*Institute of Chartered Secretaries and Administrators*), association britannique regroupant des administrateurs de sociétés cotées, a conseillé aux organisateurs d'assemblée générale de limiter le temps de débat pour chaque résolution.

Le *Combined Code* incite le conseil à profiter de l'assemblée générale pour communiquer avec les investisseurs et pour encourager leur participation (« *The board should use the AGM to communicate with investors and to encourage their participation* »).

Il faut aussi mentionner le code de gouvernance italien, lequel suggère aux émetteurs de mettre en place un règlement intérieur, soumis à l'approbation de l'assemblée générale, pour encadrer le déroulement des assemblées générales.

En France, les recommandations élaborées par l'ANSA permettent également aux émetteurs de disposer d'un cadre pratique pour assurer le bon déroulement de leurs assemblées générales. Les préconisations de l'ANSA portent notamment sur :

- les conditions d'admission in extremis des actionnaires ;
- les conditions d'admission des non-actionnaires ;
- la gestion des incidents au cours des débats (réponses à formuler aux questions indiscrètes, gestion de l'utilisation abusive du temps de parole par un actionnaire, utilisation d'un ton agressif par un actionnaire pendant les débats, etc.) ;
- l'utilisation d'une résolution par sujet autonome ;
- la rédaction des exposés des motifs des résolutions et des titres des résolutions ;

⁶² Rapport AMF « *Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France* », p.20.

- la présentation des résolutions dans le cadre de tableaux de synthèse ;
- la limitation des débats aux questions figurant à l'ordre du jour.

Signalons également le « *Vade-mecum à l'attention des membres du bureau des assemblées générales* » élaboré à la demande des centralisateurs d'assemblées et des sociétés de gestion, par l'AFEP en liaison avec l'ANSA en 2005. Ce document, mis à jour régulièrement, recense les principales règles régissant les assemblées en particulier sur l'exercice des droits de vote, les difficultés juridiques pouvant survenir en séance, les principaux incidents de séance et donne des indications sur la manière de les traiter, etc. Il permet ainsi aux membres du bureau de disposer d'un guide pratique pour leur permettre d'assurer un bon déroulement des assemblées générales.

En revanche, du côté des investisseurs, les recommandations relatives au dialogue en assemblée générale sont moins spécifiques.

Cela pourrait s'expliquer par le fait que les investisseurs institutionnels se déplacent généralement peu aux assemblées générales et posent peu de questions sur le rôle du président, de l'assemblée ou du bureau. Cependant, certaines affaires récentes (par exemple, Sacyr/Eiffage, Gecina) ont pu interpeller les actionnaires sur le rôle et les pouvoirs du bureau et certaines associations de défense des actionnaires souhaitent que le rôle et les pouvoirs du bureau soient précisés. Il pourrait être utile que certaines recommandations du « *vade-mecum à l'attention des membres du bureau des assemblées générales* » soient reprises dans les codes de bonnes pratiques à l'attention des émetteurs puis qu'une réflexion soit menée au niveau communautaire pour tenter de définir un socle commun de bonnes pratiques pour le déroulement des assemblées générales.

Les investisseurs institutionnels s'intéressent avant tout au projet de résolution et à ses motivations.

Dans cette perspective, plusieurs principes devraient guider les émetteurs dans la rédaction des documents préparatoires à l'assemblée générale : la simplicité, la pédagogie et l'adéquation des résolutions proposées à la stratégie de l'émetteur.

A cette fin, les émetteurs devraient expliquer les résolutions proposées dans des termes simples en évitant les anglicismes et en expliquant les objectifs poursuivis. Ainsi, il a été suggéré d'associer les responsables des relations investisseurs à la rédaction des résolutions et des objectifs de ces dernières afin de simplifier les termes employés pour faciliter la compréhension des résolutions par l'ensemble des actionnaires. Dans la mesure du possible, les émetteurs devraient veiller, tout en gardant de la souplesse grâce aux mécanismes des autorisations financières, à ne pas proposer en assemblée générale des résolutions dont l'utilité est discutable (par exemple l'émission de bons de souscription d'action en cas d'offre publique lorsque la structure du capital de la société rend cette dernière non opérable).

Il a été envisagé qu'un débat par résolution importante puisse être mené au cours de l'assemblée générale. Du point de vue des émetteurs, cette recommandation risquerait toutefois d'allonger sensiblement la durée des assemblées générales.

Afin de favoriser et d'harmoniser l'accès aux informations en amont des assemblées générales, il a été suggéré de mettre en place sur les sites des émetteurs des rubriques identiques et de rendre accessibles ces pages internet via un site internet unique qui référencerait l'ensemble des liens vers les pages

« assemblées générales » des émetteurs (le site de l'AMF qui recense l'ensemble des liens vers les pages relatives à l'information réglementée des émetteurs a ainsi été cité en exemple).

S'agissant des investisseurs institutionnels et comme indiqué ci-dessus, il pourrait être envisagé que ces derniers fassent part des principes de leur politique de vote en amont de la période d'assemblée générale et informent les émetteurs de leur intention de vote négatif.

➤ *Recommandations*

A l'attention des émetteurs :

=> Encourager les émetteurs à expliquer les motivations de chacune des résolutions dans le cadre d'une présentation synthétique en soulignant notamment parmi ces résolutions celles qui sont jugées importantes par le conseil d'administration. Pour faciliter la compréhension des résolutions par le plus grand nombre d'actionnaires, impliquer des responsables en charge des relations avec les investisseurs dans la rédaction des résolutions ainsi que dans l'exposé des motivations de ces dernières.

=> Communiquer suffisamment en amont l'ensemble de la documentation relative à l'assemblée générale.

=> Généraliser la pratique des glossaires et mettre en place des séances de l'« école de la bourse » à l'attention des actionnaires individuels.

=> Encourager les émetteurs, lorsqu'ils ne respectent pas une disposition du code de référence en matière de gouvernance auquel ils se réfèrent à en expliquer les raisons⁶³ ; inciter les émetteurs à veiller à la qualité des justifications fournies de manière à ce qu'elles permettent de renseigner utilement les actionnaires et d'éviter ainsi les malentendus.

Piste de réflexion :

=> Encourager dans les Etats membres la mise en place d'un guide pratique sur le déroulement des assemblées générales qui pourrait être destiné aux émetteurs, aux membres du bureau des assemblées, aux centralisateurs et serait accessible à tous les actionnaires afin de permettre à ces derniers de mieux comprendre le déroulement et le fonctionnement des assemblées générales. Dans un deuxième temps, définir un socle commun de bonnes pratiques pour le déroulement des assemblées générales au sein de l'Union Européenne.

⁶³ Aux termes de l'article L. 225-37 du Code de commerce, le rapport du Président sur le gouvernement d'entreprise et les procédures de contrôle interne et de gestion des risques doit préciser les dispositions du code de gouvernement d'entreprise qui ont été écartées et les raisons pour lesquelles elles l'ont été.

SYNTHESE DU RAPPORT – RECOMMANDATIONS ET PISTES DE REFLEXION

➤ **Bonnes pratiques à l'attention des investisseurs institutionnels**

Le Groupe de Travail préconise l'instauration d'un code de bonnes pratiques au niveau européen à l'attention des investisseurs institutionnels, qui fonctionnerait selon le principe « appliquer ou expliquer » et dont les principales dispositions viseraient à :

1. Rappeler aux actionnaires, et notamment aux investisseurs institutionnels, leur devoir de participation à la vie de la société et en particulier leur devoir de vigilance quant à sa gouvernance.
2. Encourager les investisseurs institutionnels à engager un dialogue avec la société afin d'améliorer la création de valeur à long terme pour les actionnaires.

S'agissant de la politique de vote et de l'exercice du droit de vote :

3. Encourager les investisseurs institutionnels à publier suffisamment en amont de l'assemblée générale les principes généraux de leur politique de vote.
4. Pour les activités de gestion collective, rendre publiques dans la politique de vote les procédures destinées à identifier, prévenir et gérer les situations de conflits d'intérêts susceptibles d'affecter le libre exercice des droits de vote.
5. Recommander aux investisseurs institutionnels d'indiquer (i) s'ils ont recours aux services d'un *proxy adviser* et (ii) les principes généraux d'utilisation des recommandations de ces derniers.
6. Inciter les investisseurs institutionnels à éviter la « *box ticking approach* » et à tenir compte de la spécificité de chaque émetteur (en confrontant notamment le point de vue de l'émetteur avec l'analyse du *proxy adviser*) et du droit local.
7. En période d'assemblée générale, inciter les investisseurs institutionnels à rencontrer préalablement la direction de la société pour discuter d'éventuelles résolutions litigieuses.
8. Encourager les investisseurs institutionnels, sur une base volontaire, à faire part aux émetteurs de leur intention de vote négatif et à en expliquer les raisons.

S'agissant des relations avec les émetteurs :

9. Inciter les investisseurs institutionnels à engager un dialogue avec les émetteurs dès qu'ils sont préoccupés par la gouvernance de la société ou sa stratégie.
10. En cas de désaccord persistant avec les organes de direction, encourager les investisseurs institutionnels à prendre graduellement d'autres mesures telles que la prise de contact avec le président non exécutif du conseil d'administration, le cas échéant, ou d'autres administrateurs non exécutifs (administrateur référent⁶⁴ par exemple), avertir d'autres actionnaires, informer le marché

⁶⁴ La désignation au sein du conseil d'un administrateur référent ou « *lead independent director* » est une pratique courante au sein des sociétés anglo-saxonnes et moins répandue dans les sociétés de droit continental. L'administrateur référent a vocation à apporter son assistance au président du conseil ou aux comités pour le bon fonctionnement des organes de gouvernance. Il peut ainsi suggérer au président de mettre certains points à l'ordre du jour ou organiser, dans certaines

des désaccords existants, soumettre des résolutions à l'assemblée générale, et le cas échéant, convoquer une assemblée générale.

11. En cas d'échec du dialogue avec l'émetteur, encourager les investisseurs institutionnels à prendre contact avec d'autres investisseurs et à agir collectivement dans le respect des dispositions applicables en matière d'action de concert.

S'agissant de la pratique du prêt-emprunt de titres :

12. Recommander aux investisseurs institutionnels de ne pas avoir recours aux prêts-emprunts de titres dans le seul but d'exercer une influence en assemblée générale.
13. Inciter les prêteurs à rapatrier les actions prêtées pour exercer leurs droits de vote⁶⁵.
14. Recommander aux investisseurs institutionnels de s'abstenir de voter lorsqu'ils ne supportent pas le risque économique attaché aux actions.

➤ **Bonnes pratiques à l'attention des émetteurs**

Afin de favoriser l'exercice du droit de vote des actionnaires et le dialogue avec les actionnaires, y compris les investisseurs institutionnels, plusieurs bonnes pratiques à l'attention des émetteurs ont été identifiées par le Groupe de Travail.

Pour répondre plus particulièrement à la demande des actionnaires individuels, il convient de :

1. Encourager la mise en place de panels ou des comités d'actionnaires pour mieux connaître leur actionnariat et ses préoccupations ou encore la mise à disposition d'un guide destiné à éclairer les actionnaires dans leurs décisions et leurs droits d'actionnaires.
2. Encourager les émetteurs à expliquer les motivations de chacune des résolutions dans le cadre d'une présentation synthétique en soulignant notamment parmi ces résolutions celles qui sont jugées importantes par le conseil d'administration. Pour faciliter la compréhension des résolutions par le plus grand nombre d'actionnaires, impliquer des responsables en charge des relations avec les investisseurs dans la rédaction des résolutions ainsi que dans l'exposé des motivations de ces dernières.
3. Généraliser la pratique des glossaires et encourager la mise en place des séances de l'« école de la bourse » à l'attention des actionnaires individuels.

situations, des réunions d'administrateurs indépendants dont le compte-rendu serait transmis au conseil. Il peut également apporter son éclairage sur les décisions soumises au conseil pour permettre à ce dernier d'exercer au mieux ses missions de contrôle.

⁶⁵ Sous réserve des éventuels coûts liés à un tel rapatriement.

Pour répondre plus particulièrement à la demande des investisseurs institutionnels, il convient de :

4. Sensibiliser les actionnaires, en particulier les non-résidents, sur le fait qu'ils sont titulaires d'un droit de vote et leur rappeler les conséquences juridiques de l'abstention, qui le cas échéant, équivaut à un vote négatif.
5. Inciter les dirigeants à évoquer les sujets de gouvernement d'entreprise à l'occasion des « road shows ».
6. Inciter les dirigeants à rendre compte au conseil des principales préoccupations relayées par les investisseurs institutionnels sur les points de gouvernance, notamment ceux abordés à l'occasion de ces « road shows ».
7. Lors des rencontres entre la direction de l'émetteur et ses principaux actionnaires, prévoir, à l'occasion d'une deuxième réunion qui serait organisée sur le sujet spécifique en raison d'un désaccord persistant, la présence du président non exécutif du conseil d'administration, d'un administrateur non exécutif, ayant, le cas échéant, le statut d'administrateur référent, ou du président du comité des nominations ou des rémunérations si les réunions traitent de la nomination ou de la rémunération des mandataires sociaux.
8. Encourager les émetteurs, lorsqu'ils ne respectent pas une disposition du code de référence en matière de gouvernance auquel ils se réfèrent, à en expliquer les raisons⁶⁶ ; inciter les émetteurs à veiller à la qualité des justifications fournies de manière à ce qu'elles permettent de renseigner utilement les actionnaires et d'éviter ainsi les malentendus.
9. Encourager les administrateurs (à l'exception le cas échéant des administrateurs représentant les salariés ou les salariés actionnaires) à détenir un nombre significatif d'actions, correspondant par exemple à une année de jetons de présence afin d'aligner les intérêts des actionnaires et des membres du conseil d'administration.
10. D'une manière générale, et pour répondre à la demande de tous les actionnaires, procéder à l'envoi systématique, sous forme électronique, en français et en anglais, de l'ensemble des documents relatifs à l'assemblée générale aux actionnaires connus de l'émetteur et rendre public sur le site internet de la société suffisamment en amont, l'ensemble des documents relatifs à l'assemblée générale. Pour les actionnaires au porteur, insérer dans les messages swift diffusés aux teneurs de comptes, un lien vers le site internet de l'émetteur.

⁶⁶ cf. note de bas de page n°63.

Par ailleurs, les auditions menées par le Groupe de Travail ont permis d'identifier plusieurs pistes de réflexion pour lesquelles une intervention de la Commission Européenne apparaît souhaitable :

- **Piste de réflexion n°1 – Connaissance de l'actionnariat** : l'harmonisation des règles en matière de franchissement de seuils pourrait être développée. La généralisation du processus d'identification des actionnaires au porteur pourrait également être étudiée afin de permettre aux émetteurs de mieux connaître leurs actionnaires et de pouvoir dialoguer avec eux. En période d'offre publique, un dispositif spécifique de transparence pourrait être étudié en s'inspirant notamment des règles applicables en matière de déclaration d'intention⁶⁷ (financement par endettement par exemple).
- **Piste de réflexion n°2 - Transparence des opérations de prêt-emprunt de titres en période d'assemblée générale** : instaurer un mécanisme de transparence des opérations de prêt-emprunt de titres en période d'assemblée générale et inciter les investisseurs institutionnels à ne pas voter lorsqu'ils ne supportent pas le risque économique attaché aux actions (pratique de l'*empty voting*).
- **Piste de réflexion n°3 – Institution d'un code de bonne conduite à l'attention des *proxy advisers*** : compte tenu du rôle croissant joué par les *proxy advisers* auprès des investisseurs institutionnels, instaurer un code de bonne conduite européen à l'attention des *proxy advisers* et/ou encourager les *proxy advisers* à se soumettre volontairement au contrôle de l'autorité européenne des marchés financiers ou le cas échéant aux autorités nationales, afin notamment de contrôler les éventuelles situations de conflits d'intérêts dans lesquelles les *proxy advisers* peuvent se trouver, à l'instar de ce qui a été fait aux Etats-Unis où certains *proxy advisers* se sont enregistrés auprès de la *Securities and Exchange Commission* sur une base volontaire.

Plusieurs recommandations ont été formulées par le Groupe de Travail visant à demander aux *proxy advisers* de :

- Rendre publics les principes généraux servant à l'élaboration des rapports d'analyse (*policy guidelines*). Si le *proxy adviser* a contacté l'émetteur, insérer le cas échéant, le point de vue de l'émetteur dans le rapport d'analyse et mentionner la fréquence des entretiens avec l'émetteur. A défaut, expliquer dans le rapport d'analyse les raisons, lorsque c'est le cas, pour lesquelles les recommandations n'ont pas été communiquées à l'émetteur en amont de l'assemblée générale (principe « appliquer ou expliquer » étendu aux *proxy advisers*).
- Prévoir un niveau de formation des équipes des *proxy advisers* adapté à chacun des pays examinés par les *proxy advisers*.
- Rendre publiques, dans le rapport d'analyse, les relations entretenues, le cas échéant, entre le *proxy adviser* et l'émetteur (fourniture de prestations de service) susceptibles de placer le *proxy adviser* en conflit d'intérêts et les mesures prises pour prévenir et gérer ces éventuels conflits d'intérêts.

⁶⁷ Le règlement général de l'AMF (article 223-17) prévoit notamment que la déclaration d'intention (qui intervient en cas de franchissement des seuils de 10 %, 15 %, 20 % et 25 % du capital ou des droits de vote) doit prévoir les modes de financement de l'acquisition et ses modalités : le déclarant précise notamment si l'acquisition a été réalisée par recours à des fonds propres ou à l'endettement, les modalités principales de cet endettement, ainsi que, le cas échéant, les garanties principales consenties ou dont bénéficie le déclarant. Le déclarant précise également la part éventuelle de sa participation obtenue à l'aide d'emprunts de titres.

- **Piste de réflexion n°4 – Promouvoir le vote par internet** : inciter à nouveau les Etats Membres à prendre les mesures nécessaires afin de promouvoir le vote par internet.
- **Piste de réflexion n°5 – Fonctionnement des assemblées générales** : encourager dans les Etats membres la mise en place d'un guide pratique sur le déroulement des assemblées générales qui pourrait être destiné aux émetteurs, aux membres du bureau des assemblées, aux centralisateurs et serait accessible à tous les actionnaires afin de permettre à ces derniers de mieux comprendre le déroulement et le fonctionnement des assemblées générales. Dans un deuxième temps, définir un socle commun de bonnes pratiques pour le déroulement des assemblées générales au sein de l'Union Européenne.

* * *

COMPOSITION DU GROUPE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

AGUESSE Patrice	AMF
BARLOW Daniel	CHANCELLERIE
DE BROSSES Odile	AFEP
DE CONINCK Marielle	TOTAL
DE COURCELLES Dominique	CNRS
DJEHANE Youssef	CABINET GIDE
DUCHATEAU Jean-Baptiste	VEOLIA
DUPEYRE Philippe	VALLOUREC
ELSAKAWI Martine	CAAM
FAGES Fabrice	CABINET LATHAM & WATKINS
FALLET Clémence	CABINET BREDIN PRAT
FRIOCOURT Michel	PPR
GAMBERT Elisabeth	AFEP
GASZTOWTT Hubert	DGTPE
HUERTAS Marie-Hélène	VIVENDI
JACQUIOT Corinne	SOCIETE GENERALE
KLING Didier	CABINET KLING
MARTIN Didier	CABINET BREDIN PRAT
OUTIN-ADAM Anne	CCIP
PORACCHIA Didier	FACULTE D'AIX EN PROVENCE
ROGNON Serge	L'OREAL
SUSSET Emmanuel	DGTPE
TARRADE Jean	NOTAIRE
VALUET Jean-Paul	ANSA
VIEILLEFOND Edouard	AMF

CALENDRIER DES AUDITIONS

Mardi 29 septembre 2009

Mme Viviane JOYNES et M. David DANDO (HQB PARTNERS)

Mardi 20 octobre 2009

Mme Colette NEUVILLE (ADAM)

Mme Viviane NETTER (APAI)

Mardi 24 novembre 2009

Mme Eliane ROUYER (CLIFF)

Mme Carla TOPINO (GLASS LEWIS & CO)

Mardi 22 décembre 2009

M. Pierre BOLLON et Mme Valentine BONNET (AFG)

Mme Martine ELSAKHAWI (CAAM)

Mme Pascal POMMIER (BNP PARIBAS)

Mme Catherine SALMON et M. Jean-Nicolas CAPRASSE (RISKMETRICS)

Mardi 19 janvier 2010

M. Aldo CARDOSO (ADMINISTRATEUR)

M. Bernard OPPETT (CENTAURUS CAPITAL)

M. Charles-Edouard JOSEPH (BOUSSARD & GAVAUDAN)