

## Gouvernance



Déjà actives à travers leurs votes en AG, les sociétés de gestion montrent des velléités de participer davantage à la gouvernance des entreprises qu'elles ont en portefeuille, y compris publiquement. Elles se lancent ainsi dans le dépôt de résolutions dissidentes, même en France où la pratique est pourtant rare. Mais l'articulation avec le dialogue plus informel qu'elles pratiquent déjà avec le management n'est pas toujours simple.

# Assemblées générales : les asset managers donnent de la voix

**Q**uand la société de gestion Meeschaert AM a décidé, en octobre dernier, de se lancer dans le dépôt d'une résolution externe à l'assemblée générale (AG) de Total pour forcer le géant pétrolier à mieux prendre en compte les enjeux climatiques, elle savait que ce serait un parcours du combattant : outre le fait qu'en France, il faut détenir au moins 0,5 % du capital de la société – ce qui impose à plusieurs asset managers de collaborer –, la procédure administrative est, pour sa part, particulièrement lourde. Et la crise sanitaire n'a rien arrangé. «En moins

de vingt jours, en plein confinement, nous avons dû collecter auprès des dépositaires les preuves de détention des titres, disséminés dans plus d'une centaine de fonds, et les envoyer par coursier à la société», relate Aurélie Baudhuin, directrice générale déléguée Meeschaert AM et porte-parole du groupement qui compte aussi une dizaine d'autres asset managers. L'objectif de cette résolution, que Total a accepté d'inscrire à l'ordre du jour de son AG le 29 mai prochain : «sensibiliser le conseil d'administration et les actionnaires sur la question de la transition énergétique», explique la porte-parole.

«Nous commençons par dialoguer pour pousser les entreprises à changer leurs pratiques, mais parfois, il faut aller plus loin en déposant une résolution.»



**Michael Herskovich,** responsable de la gouvernance d'entreprise, BNP Paribas AM

### Une participation généralisée aux votes

Certes, ce dépôt d'une résolution par un groupe d'actionnaires minoritaires reste une initiative rare en France – 17 résolutions «dissidentes» ont été recensées par l'Hedbo des AG cette année pour le SBF 120. Mais il témoigne du rôle croissant que veulent jouer les minoritaires, et en particulier les asset managers, dans la gouvernance des entreprises qu'ils ont en portefeuille, au moment des assemblées générales. Depuis plusieurs années, les sociétés de gestion se sont emparées de la possibilité qui leur est donnée de voter aux AG. La réglementation, en particulier avec la directive européenne sur le droit des actionnaires de 2017, les y a également vivement incitées. En 2019, selon le dernier décompte de l'AFG divulgué en exclusivité à Option Finance, les sociétés de gestion ont ainsi exercé leurs droits de vote pour 78 % des actions cotées qu'elles ont en portefeuille, contre 66 % en 2012. Cette part monte à 86 % pour les actions françaises. Et la dynamique ne devrait pas être freinée par l'épidémie. «Du fait de la crise sanitaire, beaucoup d'assemblées générales ont lieu à huis clos mais cette situation ne change rien à la manière de pro-

céder des grands asset managers : nous votons en effet massivement par correspondance, en amont des AG», souligne Michael Herskovich, responsable de la gouvernance d'entreprise chez BNP Paribas Asset Management et président du comité gouvernement d'entreprise de l'AFG.

### Un exercice de transparence

Pour les gestionnaires d'actifs qui souhaitent montrer leur engagement en tant qu'actionnaires, voter aux AG est toutefois loin de suffire. Encore faut-il le faire savoir. «Communiquer suite aux AG sur la manière dont on a voté est devenu la norme, en particulier depuis la directive sur le droit des actionnaires. Chez BNPP AM, nous le faisons trimestriellement», poursuit Michael Herskovich. L'un des indicateurs les plus commentés est le taux de vote en défaveur des résolutions présentées par le management. «Il reflète la capacité des gestionnaires d'actifs à véritablement s'opposer aux décisions de l'entreprise, explique le spécialiste. Il s'élève en moyenne à près de 20 % parmi les asset managers français, contre moins de 10 % pour la plupart des grands gestionnaires d'actifs internationaux.» Ce taux monte même à 30 % pour les résolutions portant sur des opérations financières ou des dispositifs anti-OPA, et à 40 % pour celles relatives à la rémunération des dirigeants, selon l'AFG.

Mais pour peser davantage sur les sociétés, certains asset managers anglo-saxons commencent à communiquer sur leurs décisions de vote avant même l'assemblée générale. Le gestionnaire Neuberger Berman a par exemple annoncé la publication ex ante de ses votes pour une vingtaine de sociétés américaines. Le Britannique Legal & General IM a, quant à lui, prévenu

## Des gestionnaires circonspects face aux AG à huis clos

● Si les sociétés de gestion participent à un très grand nombre d'assemblées générales – 19 414 en 2019 selon l'AFG –, elles assistent à très peu d'entre elles physiquement. Leur organisation à huis clos du fait du confinement n'a donc a priori pas d'impact majeur sur leurs pratiques. Certaines – et en particulier celles de plus petite taille – s'inquiètent toutefois des signaux envoyés par les entreprises. «L'AG est censée être un moment de dialogue avec les actionnaires minoritaires, souvent le seul de l'année. Or, du fait du confinement, certaines sociétés l'ont transformée en monologue, regrette Andrzej Kawalec, gérant chez Moneta AM. On

assiste cette année à un recul de la démocratie actionnariale !»

● Du discours préenregistré à la simple publication d'un procès-verbal, les pratiques n'ont pas toujours été à la hauteur des attentes des investisseurs. Ainsi, très rares sont celles qui ont permis aux actionnaires minoritaires de poser leurs questions autrement que par l'intermédiaire codifié des «questions écrites». «Même si les votes ont déjà eu lieu et que le sort en est, en quelque sorte, déjà jeté, l'AG doit être un temps de questionnement, voire d'opposition, pour les actionnaires minoritaires via les questions orales qu'ils posent, fait valoir

Denis Branche, directeur général délégué de Phitrust. Cela n'est pas le cas cette année.»

● L'information communiquée lors de l'AG virtuelle ne les satisfait pas non plus entièrement. «Certaines sociétés manquent de transparence sur le résultat des votes, se contentant de préciser si la résolution a été adoptée sans donner le détail des résultats, dénonce Denis Branche. Ce survol des résultats laisse à l'actionnaire minoritaire l'impression négative que le vote est un sujet secondaire.»



## Rendre public son vote avant l'AG : une pratique à risques

- De manière très inhabituelle, des asset managers anglo-saxons ont publié cette année certaines de leurs décisions de vote en amont des assemblées générales des sociétés concernées. Une pratique qui ne convainc pas les acteurs français. Plusieurs écueils sont mis en avant. «La démarche de la société de gestion pourrait perdre en lisibilité si, après la publication de sa décision de vote, elle était amenée à revenir dessus suite à la communication de nouveaux éléments par l'entreprise», évoque un spécialiste.
- Une telle pratique ne serait d'ailleurs pas exempte de risques juridiques. «Une société de gestion de grande taille peut être un actionnaire important pour certaines entreprises : communiquer ex ante son vote peut être perçu comme une tentative d'influencer le marché, ce qui ferait peser un risque juridique», met en avant Michael Herskovich, responsable de la gouvernance d'entreprise chez BNP Paribas AM. Un risque que sont prêts à prendre les fonds activistes, mais pas les asset managers traditionnels.

mi-mai qu'il s'opposerait à la reconduction du conseil d'administration d'Exxon, pour marquer sa désapprobation d'une stratégie insuffisamment tournée vers le changement climatique.

### Un dialogue en coulisses privilégié

Ces démarches, déjà très inhabituelles à l'échelle mondiale, ne sont pas du tout pratiquées en France (lire encadré). Pour influencer sur les décisions de l'entreprise, les sociétés de gestion hexagonales préfèrent de loin les discussions en coulisses. «Le dialogue actionnarial avec les dirigeants de l'entreprise, en amont des AG, permet de faire avancer beaucoup de sujets : nous avons ainsi obtenu l'accord du PDG de Total sur l'inscription dans les statuts de la prise en compte des enjeux sociaux et environnementaux par le conseil d'administration. Cette disposition sera votée dans la 14e résolution à la prochaine AG», souligne Denis Branche, directeur général délégué de Phitrust.

Le dialogue est en particulier adapté aux questions qui n'entrent pas explicitement dans le domaine de compétences des actionnaires mais relèvent des prérogatives de la direction, à l'instar des sujets extra-financiers. «Les questions environnementales sont souvent techniques et complexes : le dialogue est donc très adapté car il permet de faire avancer les positions de chacun tout en faisant preuve de la nuance nécessaire, imposée par le fait que le sujet environnemental dépasse le seul périmètre de l'entreprise», poursuit Denis Branche. La plupart des acteurs préfèrent ainsi ces échanges libres à la déposition d'une résolution d'actionnaire minoritaire formelle. «Nous avons par le passé utilisé le dépôt de résolutions, notamment en 2011 pour demander à Total de préciser

les risques impliqués par l'exploitation des sables bitumineux au Canada, mais c'était un sujet très concret, périmétré et donc maîtrisable sur le plan technique, à la différence des débats d'ordre général sur l'ESG», justifie Denis Branche.

### Une escalade dans l'utilisation des outils

Pour beaucoup d'asset managers, le dépôt d'une résolution dissidente est perçu comme une arme qu'on dégaine quand le dialogue n'avance pas. «Le dépôt de résolution résulte d'une logique d'escalade, confirme Michael Herskovich. Nous commençons par dialoguer pour pousser les entreprises à changer leurs pratiques en faveur de la transition énergétique par exemple, ou bien pour une gouvernance plus adaptée. C'est ce que nous avons fait avec BP, Repsol ou encore Total dans le cadre de la coalition Climate Action 100+, qui nous a permis d'aboutir à des engagements concrets début mai. Mais parfois, il faut aller plus loin en déposant une résolution. Dans certains cas, cela suffit à faire évoluer l'entreprise, comme avec Anglo American ; dans d'autres, il faut aller au bout de la démarche, comme avec Exxon ou plusieurs compagnies aériennes.»

Entrer dans ce rapport de force est loin d'être une évidence pour les asset managers, surtout en France où, à la différence des pays anglo-saxons, l'adoption d'une résolution par l'AG la rend contraignante. Lorsque Comgest a franchi le cap l'an dernier pour présenter la candidature de deux administrateurs indépendants à l'AG d'EssilorLuxottica, il a bien pesé le pour et le contre. «En tant qu'actionnaires d'Essilor et de Luxottica depuis plus de vingt ans, nous avons essayé d'alerter les dirigeants sur les risques de gouvernance liés à la fusion des deux sociétés, relate Sébastien Thevoux-Chabuel, gérant et analyse ESG chez Comgest. Nous avons commencé par poser des questions écrites à l'AG de 2018 mais les réponses n'étaient pas satisfaisantes. Quand le conflit s'est envenimé en 2019, nous avions deux possibilités : vendre nos actions – comme nous l'avions toujours fait par le passé dans des situations similaires – ou agir. Les



**Sébastien Thevoux-Chabuel**, gérant et analyse ESG, Comgest

«L'émulation entre les sociétés de gestion n'est pas toujours très saine, certaines tendant à faire de leur action un argument commercial.»

## Quand les gérants coopèrent pour déposer une résolution

- En droit français, un actionnaire minoritaire ne peut déposer une résolution à l'assemblée générale d'une société que s'il détient une part suffisante du capital (0,5 % pour les capitalisations au-delà de 15 millions d'euros). Un seuil difficile à atteindre pour une société de gestion isolée lorsqu'il s'agit du SBF 120. Pour déposer une résolution climatique à l'AG de Total, Meeschaert a ainsi collaboré avec une dizaine d'autres asset managers, dont Candriam, Crédit Mutuel AM, La Banque Postale AM, Ecofi ou encore Sycomore.
- En 2019, Comgest avait fait de même,

féderant Edmond de Rothschild AM, Sycomore mais aussi des Anglo-Saxons comme Fidelity International autour du dossier EssilorLuxottica. L'objectif étant de rassurer certains investisseurs internationaux qui ne connaissent pas nécessairement Comgest. «Lorsqu'un fonds de pension américain examine un projet de résolution, il y consacre moins de dix minutes : il est donc essentiel de capter sa confiance rapidement en obtenant le soutien d'asset managers qu'il connaît bien», met en avant Sébastien Thevoux-Chabuel, gérant et analyse ESG chez Comgest.

- Mais plus le groupement est grand, plus son pilotage est difficile. «Il faut bien définir la gouvernance du groupe d'investisseurs au préalable et s'assurer d'un bon leadership, poursuit le gérant. Le risque, sinon, est d'obtenir un texte insuffisamment précis, résultat de trop de compromis.» L'enjeu est ensuite de parvenir à conserver cette unité. En 2011, Phitrust avait dû faire face à la défection de dernière minute de deux de ses partenaires lors du dépôt d'une résolution contre l'exploitation des sables bitumeux canadiens par Total.

relations approfondies que nous avons avec les deux sociétés nous rendaient très légitimes sur le dossier et il nous est apparu que ne rien faire reviendrait, vis-à-vis de nos clients, à de la "non-assistance à personne morale en danger". La résolution n'a pas été adoptée par l'AG – ce qui a été une déception pour nous – mais elle a tout de même aidé à l'apaisement des tensions et nous poursuivons aujourd'hui le dialogue.»

### Les risques d'une publicité excessive

Reste que la bonne articulation entre dialogue dans l'ombre et dépôt de résolution en pleine lumière n'est pas simple à trouver. La tentation peut être grande de privilégier les discussions feutrées pour ne pas froisser les entreprises. «Les grands asset managers, souvent filiales de banques ou d'assureurs, sont coutumiers de débats plus policés avec les émetteurs pour protéger des intérêts qui peuvent être multiples au sein de leurs groupes», souligne Andrzej Kawalec, gérant chez Moneta AM. Mais dans un contexte de durcissement réglementaire, agir en coulisses, comme le font depuis longtemps les asset managers français, semble ne plus suffire. «La directive sur le droit des actionnaires tend, dans sa rédaction, à inciter les sociétés de gestion à davantage montrer à l'extérieur ce qu'elles font en termes d'engagement actionnarial, observe Valentine Bonnet, directrice gouvernement d'entreprise, déontologie et conformité à l'AFG. Or les efforts de dialogue axés sur le long terme, confidentiels, sont difficiles à mettre en avant, de même que les résultats obtenus, ces derniers étant souvent difficilement perceptibles.» Ce qui pousse à une certaine surenchère de communication. «L'émulation entre les sociétés de gestion n'est pas toujours très saine, certaines tendant à faire de leur action un argument commercial, regrette Sébastien Thevoux-Chabuel. Davantage de collaboration, par exemple au sein d'une instance compa-

**Le risque pour les sociétés de gestion est d'être confondues avec les fonds activistes.**

rable à l'Investor Forum britannique, pourrait pourtant mieux faire avancer la cause de la bonne gouvernance.» D'autant qu'une communication large sur son niveau d'engagement n'est pas sans danger. Ainsi, lorsqu'un rapport de force public s'installe entre une entreprise et une société de gestion, les risques juridiques s'accroissent. La récente condamnation pour dénigrement de Moneta AM, dans le cadre de son action contre la direction d'Altamir, rappelle que la démarche est délicate. «Nous faisons appel de la décision et elle ne changera en tout cas pas notre manière de faire, prévient Andrzej Kawalec. Altamir est la seule société à nous avoir attaqué en justice en cherchant à nous faire taire et en cela ils ont échoué. Mais ce jugement peut contribuer à décourager les autres asset managers de jouer leur rôle d'actionnaires engagés.»

Pour ce gérant, c'est le débat récent autour de l'activisme actionnarial, suite aux prises de position de fonds activistes dans des sociétés françaises comme Casino, Scor, Safran ou Lagardère, qui a conduit à ce jugement. «Depuis quelques trimestres, plusieurs rapports ont été rendus sur l'encadrement des fonds activistes, dont un de l'AMF en avril. Le contexte de patriotisme économique, et donc de charge anti-activiste inspirée politiquement, a certainement contribué à la décision à notre rencontre, précise Andrzej Kawalec. Pourtant, nous ne sommes pas des activistes mais des investisseurs de long terme engagés.» Une distinction sur laquelle insiste particulièrement l'AFG. «Les sociétés de gestion sont actives et non activistes, rappelle Valentine Bonnet. L'AMF, dans son rapport, a d'ailleurs bien noté la différence.» Les débats qui se tiendront dans le cadre des AG de 2021 montreront si les velléités des asset managers de faire entendre leur voix se confirmeront ou seront au contraire bridées. ■

Séverine Leboucher  
@Sev\_Leboucher