



Université Paris II Panthéon-Assas
Magistère de Juriste d'Affaires – DJCE
122 rue de Vaugirard
75006 - Paris

Les agences de conseil en vote (proxy advisers).

François PIQUET

Mémoire d'admission présenté et soutenu sous la direction de Monsieur le professeur
Michel Germain.

Magistère de Juriste d'Affaires - M2 juriste d'affaires - DJCE 2011-2012.

Date de soutenance : Jeudi 24 mai 2012.

L'Université Panthéon-Assas (Paris II) Droit-Economie-Sciences Sociales n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans ce mémoire. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

Remerciements.

Avant toute chose, je souhaite adresser tous mes remerciements aux personnes qui m'ont aidé et soutenu et qui m'ont ainsi permis de réaliser ce mémoire.

Je remercie tout d'abord Monsieur le professeur Michel Germain d'avoir accepté de diriger ce mémoire ainsi que d'avoir répondu à mes différentes interrogations, aussi bien techniques que méthodologiques.

Je remercie ensuite toutes les personnes qui m'ont aidé lors de mes recherches, en répondant à mes questions directement ou en m'orientant vers d'autres sources d'informations.

Je remercie enfin toutes les personnes qui ont accepté de relire mon mémoire pour en vérifier la forme.

Liste des abréviations.

AFEP : Association Française des Entreprises Privées

AG : Assemblée Générale

AGEFI : Agence Économique et Financière

AMF : Autorité des Marchés Financiers

ANSA : Association Nationale des Sociétés par Actions

Cass. Com. : Chambre commerciale de la Cour de cassation

CMF : Code Monétaire et Financier

ESMA : European Securities and Markets Authority (Autorité européenne des marchés financiers)

ICGN : International Corporate Governance Network

IFA : Institut Français des Administrateurs

ISS : Institutional Shareholder Services Inc.

IVIS : Institutional Voting Information Service

JCPE : La Semaine juridique - Entreprise et affaires

MSCI : Morgan Stanley Capital International

RTD Com. : Revue trimestrielle de droit commercial

SEC : Securities and Exchange Commission

UE : Union Européenne

Sommaire.

Remerciements.....	2
Liste des abréviations.....	3
Sommaire.....	4
Introduction.....	5
Partie I : Histoire et typologie des agences de conseil en vote.....	11
Partie II : Les rôles actuels et à venir des agences de conseil en vote.....	22
Partie III : Enjeux de la régulation des agences de conseil en vote.....	45
Conclusion générale.....	91
Bibliographie.....	93
Bibliographie en langue française.....	93
Bibliographie en langue anglaise.....	97
Plan détaillé.....	99
Annexes.....	103

Introduction.

Traditionnellement, la doctrine fait une distinction entre les droits pécuniaires et extra-pécuniaires des actionnaires, les premiers englobant les droits financiers et les droits patrimoniaux, les seconds englobant le droit à l'information et le droit de voter et de participer aux assemblées générales des actionnaires, qu'elles soient ordinaires ou extraordinaires¹. L'actionnaire serait ainsi toute personne pouvant exercer ces différents droits. Toutefois, en pratique, l'actionnaire est de plus en plus un investisseur et de moins en moins un actionnaire actif. En effet, bien que le droit de vote soit un droit individuel de l'actionnaire, celui-ci peut s'en désintéresser, sans pour autant pouvoir le céder ou y renoncer². Il en résulte alors un fort absentéisme aux assemblées générales³, absentéisme qui semble s'accroître de plus en plus au sein des petits porteurs⁴ tandis que les investisseurs institutionnels semblent s'impliquer de plus en plus dans les assemblées générales⁵. En matière pécuniaire, un tel manque d'intérêt des investisseurs peut également être remarqué, même si la distinction entre les investisseurs institutionnels et les petits porteurs est alors plus grande. Les agences de notation et les agences de conseil en analyse financière ont chacune joué des rôles propres en aidant les investisseurs à faire des choix d'investissements en se fondant sur leurs recommandations et notations. Chacune de ces entités a subi son lot de critiques, notamment les agences de

¹ Maurice Cozian, Alain Viandier, Florence Deboissy, *Manuel de Droit des sociétés*, LexisNexis Litec, 22^{ème} édition, 2009, p. 156 et suivantes.

² Michel Germain, *Traité de droit commercial, Les sociétés commerciales*, tome 1 volume 2, L.G.D.J., 19^{ème} édition, 2009, p.411 et suivantes.

³ Michel Germain, *Traité de droit commercial, Les sociétés commerciales*, tome 1 volume 2, L.G.D.J., 19^{ème} édition, 2009, p. 411.

⁴ Proxinvest, "Quinzième rapport annuel sur les assemblées générales des sociétés cotées françaises", 2011.

⁵ AMF, Rapport "Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote en France" dit Rapport Mansion, 6 septembre 2005, p. 9-10.

notation depuis la fin des années 1990⁶, critiques ravivées par les crises des subprimes et la crise actuelle des dettes souveraines⁷.

Bien que le droit de vote soit considéré par certains auteurs comme étant la "prérogative la plus importante de l'actionnaire"⁸, les agences aidant les actionnaires à exercer leur droit de vote n'ont que peu fait parler d'elles, voire sont même méconnues du grand public, contrairement aux entités aidant à faire des choix économiques. En effet, pour que les actionnaires puissent exercer au mieux leur droit de vote, leur attention était plutôt attirée sur les possibilités de vote par correspondance, par visioconférence ou encore par voie électronique, ce que l'AMF désigne sous l'expression unique de vote à distance⁹, ces diverses possibilités étant admises par le Code de commerce (article L. 225-107) et tendant à se développer pour renforcer la participation des actionnaires¹⁰. Toutefois, la situation semble changer et on entend beaucoup parler de ces agences à l'heure actuelle¹¹, même si certains sont surpris d'un tel traitement en période de crise, jugeant que d'autres questions sont prioritaires¹². Désormais, les agences de conseil en vote sont au cœur du débat de la place financière, comme en attestent les vœux à la place 2011 du président de l'AMF, dans lesquels il appelle les salariés de l'AMF à "[continuer] d'être constructifs, en travaillant notamment sur le fonctionnement des assemblées générales et sur les agences de conseil en vote"¹³ ainsi qu'une récente recommandation de l'AMF du 18 mars 2011 dédiée au sujet¹⁴ ou encore la multiplication des écrits en la matière, notamment des autorités européennes et des universitaires. La situation est similaire outre Atlantique, la SEC venant notamment de lancer une consultation du marché sur le même sujet¹⁵. Mais qui sont réellement ces agences de

⁶ Norbert Gaillard, Les agences de notation, collection repères, 2010, p3.

⁷ Hubert de Vauplane, Site Droit des marchés financiers, Agences de notation, http://www.droitdesmarchesfinanciers.fr/index.php?option=com_content&view=article&id=13&Itemid=42

⁸ Maurice Cozian, Alain Viandier, Florence Deboissy, Op. cit., p. 317.

⁹ AMF, S'informer sur les assemblées générales des sociétés cotées en bourse, septembre 2011.

¹⁰ Maurice Cozian, Alain Viandier, Florence Deboissy, Op. cit., p. 326.

¹¹ Christiane Butte, TV DMA, Agence en conseil de vote, <http://www.tvdma.org/#/videotheque/4958>

¹² Bruno de Roulhac, L'AGEFI, L'AMF invite les proxys à dialoguer avec les sociétés, 21 mars 2011

¹³ Vœux à la Place, 24 janvier 2011, p. 5.

¹⁴ Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote, 18 mars 2011

¹⁵ Bruno de Roulhac, L'AGEFI, L'AMF invite les proxys à dialoguer avec les sociétés, 21 mars 2011

conseil en vote ? Pourquoi semblent-elles inquiéter autant certains émetteurs et investisseurs¹⁶ ?

Tout d'abord, nous pouvons remarquer que la façon de désigner une même réalité varie selon les auteurs et les traductions, voire même les textes originaux, ce qui amène très certainement le groupe de travail Mansion à parler péjorativement de "vocalable"¹⁷. Si l'AMF utilise uniquement les termes d'"agence de conseil en vote" et de "*proxy advisers*", tout en précisant que l'expression anglo-saxonne est la plus connue¹⁸, ces agences sont également désignées par de nombreuses autres expressions, aussi bien dans les documents en langue française qu'en langue anglaise. Ainsi, dans les documents français, outre ces deux formules et les formules anglaises, la formulation "agence en conseil de vote"¹⁹ se rencontre fréquemment mais les expressions "agence de conseil de vote"²⁰, "firme de proxy"²¹ ou encore "conseillers en matière de vote"²² sont également parfois utilisées. Certains utilisent également des expressions mêlant les deux langues, telles que "agence de *proxy voting*"²³. Les expressions anglaises les plus couramment utilisées sont quant à elles "*proxy providers*", "*proxy voting providers*", "*proxy advisor*", "*proxy agency*", "*proxy advisory firms*", "*proxy voting industry*". Néanmoins, ces différentes expressions renvoient à une seule et même réalité en droit. La seule nuance pouvant parfois se faire est due à la mise en avant d'une activité de l'agence de conseil en vote plutôt qu'une autre.

¹⁶ Commission européenne, Livre vert sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE, 5 avril 2011, p. 17.

¹⁷ AMF, Rapport "Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote en France" dit Rapport Mansion, 6 septembre 2005, p. 11.

¹⁸ Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote, 18 mars 2011

¹⁹ Christiane Butte, Loc. cit.

²⁰ Samines, Mediapart.fr, 20 avril 2012, <http://blogs.mediapart.fr/blog/samines/200412/du-bon-usage-francais-des-agences-de-conseil-de-vote>

²¹ Jean-Florent Rérolle, Gouvernance financière: Séminaire du master Finance et Stratégie de l'Institut d'Etudes Politiques de Paris, 12 février 2012, <http://gouvernancefinanciere.blogspot.fr/2012/02/le-mirage-des-bonnes-pratiques-elles.html>

²² Commission européenne, Livre vert sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE, 5 avril 2011, p. 16

²³ AMF, Rapport du groupe de travail sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées, 7 février 2012, p. 7

Ensuite, nous pouvons noter que rares sont les textes donnant une définition précise de l'agence de conseil en vote, une telle agence étant en fait un agrégat de différentes activités tournant autour du conseil en vote, à savoir aussi bien le conseil pur que le vote lui-même, ce qui passe notamment par l'activité de mandataire. L'ESMA, dans son rapport sur les agences de conseil en vote, les définit ainsi brièvement comme étant "les firmes qui analysent les résolutions présentées aux assemblées générales des sociétés cotées afin de proposer des conseils de vote ou des recommandations à ce sujet à leurs clients"²⁴ puis précise différents rôles tournant plus ou moins autour du vote. La Commission européenne, quant à elle, précise plus nettement ces activités en citant notamment les services "tels que les conseils de vote, le vote par procuration et les évaluations de la gouvernance d'entreprise."²⁵ Ce flou relatif semble être dû au fait que la notion même d'agence est imprécise, sans aucune réalité juridique précise en droit français. Si on se réfère aux définitions traditionnelles du terme, cette imprécision et cette référence à l'activité se ressentent clairement. En effet, abstraction faite des usages du terme en matière administrative, il apparaît qu'une agence serait "un organisme (autonome ou indépendant) destiné à servir d'intermédiaire, d'auxiliaire ou d'antenne, dans un secteur spécialisé de services, de recherche ou d'études, dont la forme juridique est très variable" ou encore "un terme générique désignant une entreprise indépendante agissant le plus souvent en qualité de prestataire de services pour autrui"²⁶. L'agence semble alors être un terme générique utilisé pour désigner une entité liée à une activité de prestation de services. Sinon, le terme agence pourrait être une traduction de l'anglais "agency" renvoyant à la notion française de mandat, les différentes agences actuelles trouvant leurs origines aux Etats-Unis d'Amérique. Dans ce cas, il semble que le terme soit bien choisi du fait de l'activité même des différentes agences citées. Toutefois, l'activité elle-même est très large, le conseil pouvant se définir comme une activité consistant à donner un

²⁴ ESMA, Discussion paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, n°1.

²⁵ Commission européenne, Livre vert sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE, 5 avril 2011, p. 16.

²⁶ Gérard Cornu, Vocabulaire juridique, Association Henri Capitant, PUF, 8^{ème} édition mise à jour (2007), p.39.

"avis sur ce qu'il convient de faire"²⁷. Enfin, le vote semble également être large, car renvoyant plutôt aux prérogatives politiques de l'actionnaire et incluant ainsi aussi bien le droit de vote *stricto sensu* que la participation aux assemblées générales et le droit de l'actionnaire à l'information, ce droit étant traditionnellement "considéré comme le moyen d'éclairer le droit de vote de l'actionnaire"²⁸ et ne pouvant donc à notre avis être séparé du droit de vote.

En vertu de l'alinéa 1^{er} de l'article 1844 du Code civil, "tout associé a le droit de participer aux décisions collectives". Ce principe étant d'ordre public, ce droit ne peut lui être retiré outre les cas prévus par la loi²⁹. L'AMF parle ainsi d'un droit de s'exprimer appartenant à l'actionnaire³⁰. Toutefois, tout actionnaire le peut-il ? Est-il capable de décider correctement, en toute connaissance de cause ? Tout comme en matière pécuniaire où des agences jouent un rôle majeur pour conseiller un investisseur dans ses choix d'investissements, les agences de conseil en vote pourraient jouer ce rôle de conseil en matière politique ? L'actionnaire moderne, actionnaire-investisseur plus qu'actionnaire-gérant de société, serait ainsi aidé pour chacune de ses prérogatives d'actionnaires. Toutefois, comme pour les agences de notation et les analystes financiers, une telle aide soulève différentes questions. La première est tout d'abord de savoir qui sont ces agences car, comme nous l'avons indiqué, aucune définition légale n'existe et la notion d'agence renvoie elle-même à l'activité exercée, activité de prestataire de services. Il convient donc, comme l'avait déjà appelé à le faire le rapport Mansion en 2005, à clarifier le statut et l'activité des agences de conseil en vote³¹. Du fait du rôle majeur que pourraient potentiellement jouer ces agences, la question de leur aptitude et de leur indépendance se pose également. En effet, ces agences disposent-elles des moyens et du personnel adéquats pour exercer leurs missions ? Font-elles leur travail en toute objectivité, en toute indépendance ? De plus, les actionnaires ou les investisseurs ayant de plus en plus recours à des agences de conseil, quels que soient leur nom et leur domaine,

²⁷ Gérard Cornu, Op. cit., p.212.

²⁸ Michel Germain, Op. cit., p. 380.

²⁹ Maurice Cozian, Alain Viandier, Florence Deboissy, Op. cit., p. 317

³⁰ AMF, S'informer sur les assemblées générales des sociétés cotées en bourse, septembre 2011.

³¹ AMF, Rapport "Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote en France" dit Rapport Mansion, 6 septembre 2005, p. 26 s.

comment ces différentes agences interagissent-elles entre elles ? Enfin, du fait du paysage actuel des agences de conseil en vote et des enjeux, quel est l'avenir de la réglementation de ces agences ?

Afin de pouvoir déterminer ce qu'est concrètement une agence de conseil en vote, il convient d'étudier leur histoire ainsi que leur typologie (Partie I). Ceci fait, nous pourrons étudier leurs différents rôles, ce qui nous permettra de savoir ce qu'est en pratique le service permettant de définir ces agences, de les distinguer des autres prestataires de services proposant d'aider les investisseurs et les actionnaires (Partie II). Ayant de la sorte défini concrètement ce qu'est une agence de conseil en vote, nous pourrons alors étudier les différents enjeux de la régulation de ces agences, en prenant notamment en compte le fait qu'elles agissent dans un secteur d'activité extrêmement mondialisé (Partie III).

Partie I : Histoire et typologie des agences de conseil en vote.

Les agences de conseil en vote sont quelque chose de visiblement nouveau au regard des écrits universitaires français mais il semble qu'elles soient étudiées depuis plus longtemps aux Etats-Unis. Afin de mieux connaître ce que sont ces agences de conseil en vote, il nous faudra voir dans quel contexte et comment elles sont apparues (section I). Ceci fait, nous pourrons alors en dresser une typologie, et ce afin de voir si, au-delà du terme générique d'agence, il nous est possible de mieux cerner leur forme juridique ainsi que leurs liens juridiques et économiques avec les autres acteurs du monde du conseil des investisseurs (section II). Enfin, nous pourrons étudier le marché actuel des agences de conseil en vote, marché semblant être marqué par une forte tendance au quasi-monopole et pouvant encore évoluer du fait de sa relative jeunesse (section III).

Section I : Origines des agences de conseil en vote.

Tout comme pour les agences de notation et les analystes financiers³², les agences de conseil en vote ont des origines anglo-américaines et ont ensuite fait progressivement leur apparition en Europe continentale. Comment expliquer leur apparition et comment le marché s'est-il progressivement développé ?

Les agences de conseil en vote ont vu le jour à la demande des investisseurs institutionnels³³ qui souffraient d'un manque de temps et de moyens pour analyser correctement les résolutions présentées en AG. Outre cette raison la plus fréquemment énoncée, certaines agences, notamment Shareholder Support, avancent comme raison de leur création les réformes récentes de la *corporate governance* suite aux différents scandales du monde des affaires, tels que l'affaire Enron aux Etats-Unis d'Amérique, réforme amenant à un

³² Norbert Gaillard, Op. cit., p. 7 s.

³³ Christiane Butte, TV DMA, Agence en conseil de vote, <http://www.tvdma.org/#/videotheque/4958>

changement des relations entre les investisseurs et les sociétés³⁴. Au final, même si la cause semble plus précise, elle rejoint l'idée d'un manque de temps des investisseurs institutionnels pour analyser et voter, ce changement de relation se traduisant en effet, selon cette même agence, par une "reconsidération" de leur rôle d'actionnaires par les grands investisseurs³⁵.

Les premières agences ont été créées dans les années 1980 aux Etats-Unis d'Amérique et en Angleterre, ces agences étant respectivement ISS (en 1985)³⁶ et PIRC (en 1986)³⁷. Durant les années 1990, mais surtout les années 2000, de nouvelles agences furent créées, aussi bien aux Etats-Unis d'Amérique qu'en Europe³⁸. Ces agences, encore actuellement leaders du marché, sont, pour ne citer que les principales, GES Investment Services (1992, Suède)³⁹, IVIS (1993, Grande-Bretagne)⁴⁰, Manifest (1995, Grande-Bretagne)⁴¹, Proxinvest (1995, France)⁴², Shareholder Support (2002, Pays-Bas)⁴³, Egan Jones Proxy Services (2002, Etats-Unis d'Amérique)⁴⁴, Nordic Investor Services (2002, Suède)⁴⁵ et Glass Lewis (2003, Etats-Unis d'Amérique)⁴⁶. Jusqu'en mai 2005, Deminor (1990, Belgique) proposait également des services de conseil en vote mais ceux-ci ont été revendus à ISS, Deminor limitant désormais son "activité *corporate governance*" à des "interventions actives pour le compte d'investisseurs institutionnels"⁴⁷, autrement dit à de l'activisme actionnarial. Comment expliquer un tel développement des agences dans les années 1990-2000 ?

Selon l'ESMA, la croissance du marché américain dans les années 2000 s'explique essentiellement par une réglementation de la SEC, datant de 2003, demandant aux fonds

³⁴ Shareholder Support, <http://www.shareholdersupport.nl/about-us-2/reason-d-etre>

³⁵ Shareholder Support, <http://www.shareholdersupport.nl/about-us-2/reason-d-etre>

³⁶ Tamara C. Belinfanti, New York Law School Legal Studies, The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control, Research Paper Series 09/10, 2009, p. 14

³⁷ PIRC, <http://www.pirc.co.uk/>

³⁸ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.10

³⁹ GES Investment Services, <http://www.ges-invest.com/pages/?ID=66>

⁴⁰ IVIS, <http://www.ivis.co.uk/Default.aspx>

⁴¹ <http://www.manifest.co.uk/>

⁴² <http://www.proxinvest.com/index.php/fr/page/presentation.html>

⁴³ Shareholder Support, <http://www.shareholdersupport.nl/about-us-2/reason-d-etre>

⁴⁴ Egan Jones, <http://www.ejproxy.com/>

⁴⁵ Nordic Investor Services, <http://www.nordicinvestorservices.com/Aboutus/tabid/55/Default.aspx>

⁴⁶ Glass Lewis, <http://www.glasslewis.com/about-glass-lewis/>

⁴⁷ Deminor, <http://www.deminor.com/DG/EN/Deminor>

communs de placement d'exercer leurs droits de vote dans le meilleur intérêt de leurs clients⁴⁸. Toutefois, cette législation ne peut à elle seule expliquer une telle montée en puissance des agences de conseil en vote depuis les années 2000, notamment en Europe. La seconde raison souvent avancée est en effet l'activisme croissant des investisseurs institutionnels. Selon l'ESMA, cet activisme croissant s'explique notamment par les scandales récents en matière de *corporate governance*⁴⁹. Ces deux facteurs permettent ainsi d'augmenter le recours aux services des agences de conseil en vote et, comme nous le verrons, nombre des services proposés sont appelés à se renforcer, notamment en France (voir infra "Les rôles actuels et à venir des agences de conseil en vote.", pages 22 et suivantes).

Il résulte de ces origines que le marché européen actuel des agences de conseil en vote est relativement petit par rapport au marché nord-américain, ce dernier étant un marché mieux établi selon l'ESMA⁵⁰. Le marché européen est quant à lui un marché récent qui est appelé à se développer⁵¹, les rôles des agences de conseil en vote étant notamment appelés à évoluer et à progresser, notamment en France (voir infra "Les rôles actuels et à venir des agences de conseil en vote.", pages 22 et suivantes). L'histoire des agences de conseil en vote a également une influence sur la typologie des acteurs.

Section II : Typologie des agences de conseil en vote.

Les agences de conseil en vote sont progressivement apparues en Europe, après avoir vu le jour aux Etats-Unis d'Amérique mais la raison d'être de leur création est semblable pour ne pas dire identique. Cependant, il semble qu'il existe une différence de typologie entre les agences de conseil en vote américaine et les agences de conseil en vote européenne.

⁴⁸ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.10

⁴⁹ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.10

⁵⁰ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.7

⁵¹ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.16

La première différence serait une différence d'envergure des acteurs. En effet, comme le souligne l'ESMA, les agences de conseil en vote américaines sont des acteurs plus globaux, agissant au-delà des frontières des Etats-Unis, notamment en Europe, tandis que les acteurs européens sont souvent des acteurs à vocation nationale ou très spécialisés sur certains sujets précis. En effet, ces dernières limitent souvent leurs activités au conseil en vote au sens strict du terme et ne fournissent donc pas de services annexes⁵². Toutefois, avec la libéralisation du mandat de vote dans certains pays tels que la France, cette caractéristique pourrait désormais appartenir au passé (voir infra "Un rôle renforcé en matière de vote.", pages 33 et suivantes). L'ESMA explique cette situation par le fait que les systèmes européens de *corporate governance* varient entre les Etats membres de l'UE et que les investisseurs européens ont tendance à multiplier les consultations d'agences de conseil en vote plutôt que de demander l'avis d'une seule agence au moment de voter⁵³. Une telle justification permet d'expliquer la présence de nombreux petits acteurs en Europe mais ne permet cependant pas de justifier l'absence d'acteurs européens globaux. Une explication pourrait être que la culture européenne fait que nos sociétés ont souvent des difficultés, sauf rares exceptions, à s'exporter. En effet, il nous semble que l'histoire et la diversité européenne ne permettent pas à elles-seules d'expliquer la typologie européenne des agences de conseil en vote.

La seconde différence typologique serait également la nature initiale des agences de conseil en vote. En effet, certaines sont intimement liées à des acteurs du monde financier, notamment les banques d'affaires ou encore les agences de notation. C'est ainsi le cas du leader mondial ISS, qui est une société du groupe MSCI, groupe spécialisé dans les services financiers (conseils financiers, support pour hedge funds, fonds de placement, etc.) et non dans le conseil en vote⁵⁴. C'est également le cas d'Egan Jones qui est avant tout une agence de notation⁵⁵ et est reconnue comme telle. D'ailleurs, un simple clic permet de passer de l'agence de notation à l'agence de conseil en vote sur leur site (voir infra Annexe 1, page 103). D'autres

⁵² ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.10

⁵³ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.10

⁵⁴ MSCI, About us, <http://www.msci.com/>

⁵⁵ Egan Jones, <http://www.egan-jones.com/>

agences de conseil en vote ont été créées de toutes pièces en tant que telles, notamment à l'initiative de fédérations d'investisseurs institutionnels. L'ESMA, qui semble en faire une particularité européenne, mentionne ainsi l'agence anglaise IVIS qui fut créée à l'initiative de l'Association Britannique des Assureurs (ABI - Association of British Insurers) et de l'agence allemande IVOX qui fut créée à l'initiative de l'association des fonds d'investissements allemands BVI⁵⁶. Dans d'autres cas, des associations d'actionnaires locales proposent également des services d'agence de conseil en vote. Toutefois, comme le souligne l'ESMA, ces associations représentent une part marginale du monde des agences de conseil en vote et, souvent, s'allient avec des agences plus grandes pour fournir des services plus complets⁵⁷. L'ESMA ne semble même pas les considérer comme des agences d'ailleurs car elle les désigne par l'expression "associations d'actionnaires fournissant des services de conseil en vote" en opposition aux "agences de conseil en vote"⁵⁸. D'autres agences ont également vu le jour à travers des sociétés fournissant des services aux investisseurs, comme le précisait l'ESMA pour Deminor⁵⁹. Toutefois, il semble que la tendance engagée dès 2005 soit à la professionnalisation du conseil en vote, les associations d'actionnaires cédant peu à peu la place aux agences de conseil en vote, même si cette tendance vaut surtout pour les investisseurs institutionnels⁶⁰.

Comme nous pouvons le constater, la nationalité des agences semble marquer une différence entre deux types d'agences. Les premières sont des agences d'origine américaine, d'envergure mondiale et proches des autres acteurs du monde des marchés financiers. Les secondes sont des agences d'envergure nationale voire continentale, agences d'origines européennes et créées en tant que telles ou dans le cadre d'un service global d'assistance des

⁵⁶ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.11

⁵⁷ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.11

⁵⁸ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.11

⁵⁹ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.10

⁶⁰ AMF, Rapport "Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote en France" dit Rapport Mansion, 6 septembre 2005, p. 11

investisseurs. Une telle proximité entre différentes activités n'est pas sans risque et, comme nous le verrons, soulève des problèmes de conflits d'intérêts (voir infra "Les conflits d'intérêts", pages 69 et suivantes). Après ce descriptif historique et typologique, une question reste encore en suspens : quelle est la structure actuelle du marché des agences de conseil en vote ?

Section III : Le marché des agences de conseil en vote.

Le marché des agences de conseil en vote est un marché important, aussi bien en termes de nombre de salariés que de sociétés-clientes et du montant des capitaux gérés par les clients de ces agences (voir annexe 2, page 104, pour l'évaluation par l'ESMA des acteurs agissant en Europe). Actuellement, ce marché est largement dominé par un petit nombre d'agences, ce qui permet de parler d'un marché quasi monopolistique (§1). Toutefois, une ouverture du marché semble nécessaire et est appelée par de nombreux acteurs du monde des marchés financiers même si au final cet appel semble assez mitigé (§2).

§ 1. Un marché quasi monopolistique.

Aux Etats-Unis d'Amérique, le marché est dominé par deux grandes agences que sont ISS (avec 61% de parts de marché) et Glass Lewis (avec 36% du marché), les autres agences se partageant donc un solde de 3%⁶¹. Selon le récent rapport de l'ESMA, aucune étude de ce type n'a été faite en Europe mais il est toutefois possible d'affirmer qu'ISS est le leader européen du fait des réponses obtenues par l'ESMA lors de son enquête auprès des investisseurs⁶². D'ailleurs, on peut supposer que le marché est relativement similaire à celui des Etats-Unis d'Amérique pour une double raison. La première peut se déduire du fait que l'AMF affirme "[prendre] acte [...] de la structure [du] marché" des agences dans sa recommandation sur ces mêmes agences⁶³, affirmation floue mais semblant faire référence à

⁶¹ Tamara C. Belinfanti, New York Law School Legal Studies, The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control, Research Paper Series 09/10, 2009, p. 12-14

⁶² ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.11

⁶³ AMF, Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote, 18 mars 2011, p.2

un marché peu concurrentiel. La concurrence étant la norme en Europe, l'AMF n'aurait certainement pas pris le soin de relever l'état du marché de la sorte s'il avait été concurrentiel. Ensuite, il convient de rappeler que des études sur la répartition géographique des détenteurs des capitaux des sociétés du CAC 40 montrent que plus de 42% sont détenus par des non-résidents⁶⁴. On pourrait ainsi penser que les agences étrangères sont prépondérantes en Europe, les investisseurs pouvant avoir tendance à utiliser leurs propres agences. Outre ces déductions, l'AGEFI affirme clairement que le marché est "largement dominé par RiskMetrics (ISS)⁶⁵", ce qui semble confirmer notre seconde hypothèse. De plus, les investisseurs ayant un portefeuille d'actions variées ont déclaré à l'ESMA préférer des agences proposant des services globaux et couvrant toute la planète, bien que les connaissances locales des agences en matière de droit des sociétés, de *corporate governance* et des coutumes locales soient prises en considération pour choisir l'agence avec qui travailler⁶⁶. De tels critères de choix semblent conforter une tendance à la concentration du marché plutôt qu'à la concurrence, les grandes agences pouvant même racheter les petites pour pouvoir proposer des compétences locales à leurs clients recherchant des services transfrontaliers.

Durant la crise financière des subprimes ainsi que durant la crise actuelle des dettes souveraines, il était reproché aux agences de notation d'évoluer dans un marché quasi monopolistique partagé entre trois grandes agences. La critique était plus précisément que ces agences n'étaient qu'américaines et qu'aucune n'était européenne. Toutefois, la critique ne prenait pas en compte les petites agences qui existent dans différents pays, notamment en Chine, et risque de prendre fin avec la création prochaine d'une agence de notation européenne⁶⁷. Une telle critique ne semble pas être formulée pour les agences de conseil en vote. Pourquoi une telle critique n'est-elle pas faite alors qu'il semble *a priori* que le marché soit dominé par certaines agences, notamment ISS, agence américaine ? La critique pourrait

⁶⁴ Bulletin de la Banque de France n°184, La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2010, Julien LE ROUX

⁶⁵ Bruno de Roulhac, L'AGEFI, L'AMF invite les proxys à dialoguer avec les sociétés, 21 mars 2011

⁶⁶ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.17

⁶⁷ Patrick Saint-Paul, *LeFigaro.fr*, L'Europe aura bientôt sa propre agence de notation, 27 avril 2012, <http://www.lefigaro.fr/conjoncture/2012/04/27/20002-20120427ARTF>

donc être formulée de la même façon. Toutefois, l'Europe dispose également d'agences fortes en la matière, notamment Proxinvest, ce qui pourrait s'expliquer par les rôles des agences qui ont un lien fort avec les marchés locaux et les législations nationales. Néanmoins, ces particularités, comme nous le verrons, ne sont pas toujours prises en compte (voir infra "Problème de la qualité des recommandations et de leur usage.", pages 62 et suivantes) et une ouverture du marché peut alors apparaître nécessaire.

§ 2. Un appel mitigé à l'ouverture du marché des agences de conseil en vote.

En avril 2011, la Commission européenne, dans son Livre vert sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE affirmait que "le manque de concurrence dans le secteur suscite des inquiétudes, notamment quant à la qualité des conseils et à leur adéquation par rapport aux besoins des investisseurs."⁶⁸ Toutefois, comme le souligne l'AGEFI, l'AMF ne s'est pas prononcée sur le problème de la structure du marché des agences de conseil en vote⁶⁹ même, si comme nous l'avons précisé, elle fait une référence floue à un marché concentré. De plus, il apparaît dans le rapport de l'ESMA que la majorité des acteurs ayant répondu aux questions de l'ESMA considèrent que le marché des agences de conseil en vote est hautement concurrentiel tandis qu'une minorité estime que le marché souffre d'un manque de concurrence et de barrières à l'entrée⁷⁰. L'appel à l'ouverture du marché semble ainsi mitigé. Dès lors, faut-il faire en sorte que le marché soit plus ouvert à la concurrence ? Quels seront dès lors les avantages et les inconvénients ?

Dans son rapport sur les agences de conseil en vote, l'ESMA considère qu'une trop grande réglementation, du moins une réglementation trop stricte, pourrait avoir des effets néfastes sur un secteur très concentré et qui va devenir de plus en plus important dans le

⁶⁸ Commission européenne, Livre vert sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE, 5 avril 2011, p. 17

⁶⁹ Bruno de Roulhac, L'AGEFI, L'AMF invite les proxys à dialoguer avec les sociétés, 21 mars 2011

⁷⁰ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.32

processus de décision des investisseurs⁷¹. Comment expliquer une telle affirmation ? On ne peut en effet pas simplement la justifier par un changement de "dynamique" du secteur comme le fait l'ESMA dans ce même rapport⁷². L'explication se trouve davantage, nous semble-t-il, dans l'effet de la réglementation qui, bien que cherchant à protéger le marché et les émetteurs (voir infra "Enjeux de la régulation des agences de conseil en vote.", pages 45 et suivantes), va également créer de nouvelles obligations pour les agences de conseil en vote, obligations nécessitant des investissements coûteux, investissements aussi bien humains (notamment en termes d'effectifs et de formation continue) que matériels. En outre, cela nécessiterait d'avoir un service interne de "*compliance*" ou encore de faire appel à des auditeurs externes pour vérifier la conformité de l'agence à la réglementation en vigueur, ce qui a un coût non négligeable. D'ailleurs, comme le précise l'ESMA, outre les agences ayant l'obligation de respecter des normes détaillées, seules les agences les plus importantes ont un tel département à l'heure actuelle⁷³. Toutefois, cet inconvénient pourrait être contourné par une réglementation imposant des charges progressives en fonction de l'importance de l'agence, importance pouvant être évaluée notamment en fonction du chiffre d'affaires de celle-ci. Une telle réglementation aurait ainsi pour avantage de permettre la création de nouveaux acteurs tout en réglementant la cible désignée des critiques, à savoir les grandes agences dont l'influence est même jugée démesurée par l'ESMA. Ainsi, le marché pourrait gagner en concurrence tout en permettant de protéger les émetteurs contre les agences jugées trop influentes. En effet, il serait déplorable de se retrouver comme aux Etats-Unis d'Amérique avec une agence toute puissante. Cette puissance serait telle que certains estiment que les PDG viennent "s'agenouiller [devant le siège d'ISS] afin de persuader les dirigeants d'ISS du bienfondé" des résolutions proposées à l'AG⁷⁴. Toutefois, il y a un point sur lequel il

⁷¹ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.37

⁷² ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.37

⁷³ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.12

⁷⁴ Friendly Corporate PSL, "Proxy advisors and the tick-box approach to corporate governance", 8 janvier 2012, <http://companyandfinanciallaw.co.uk/2012/01/08/proxy-advisors-and-the-tick-box-approach-to-corporate-governance/>

faudrait porter une attention particulière : ne pas pénaliser les agences européennes par un carcan administratif et réglementaire très français.

L'ouverture à la concurrence pourrait également avoir un effet sur les prix et, dans ce cas, il semble que les grandes agences soient en position de force pour proposer des tarifs attractifs⁷⁵. Cela risquerait de nuire aux petites agences qui ne pourraient pas s'aligner sur les prix proposés par leurs concurrents mais pourraient jouer la carte de l'indépendance, de la compétence et de la connaissance du marché pour justifier leurs tarifs. Ces critères sont en effet, selon l'ESMA, des critères déterminants pour choisir une agence plutôt qu'une autre, même si le prix reste un "facteur crucial" pour sélectionner son prestataire de conseil en vote⁷⁶. Néanmoins, le droit de la concurrence européen protège les petits acteurs contre l'abus de position dominante des plus grands et cette réglementation pourrait s'avérer utile pour les petites agences. En effet, l'article 102 du Traité sur le Fonctionnement de l'UE prohibe " le fait pour une ou plusieurs entreprises d'exploiter de façon abusive une position dominante sur le marché intérieur ou dans une partie substantielle de celui-ci", un tel abus pouvant se produire lorsqu'une société qui détient plus 40% de parts de marché peut se permettre de fixer des prix trop bas par rapport à une situation normale de marché⁷⁷. Une ouverture du marché à la concurrence pourrait donc permettre aux petits acteurs d'exister.

A l'heure actuelle, en l'absence d'étude suffisamment approfondie en Europe sur le sujet⁷⁸, il apparaît impossible de se prononcer de façon claire sur la nécessité d'ouvrir ou non le marché à plus de concurrents. Un domaine semble toutefois faire exception : la fourniture de plateformes de votes et de services annexes. En effet, les acteurs semblent se plaindre du manque de concurrence dans ce domaine précis du marché des agences de conseil en vote⁷⁹. Un point doit toutefois, à notre avis, attirer l'attention des régulateurs à l'heure actuelle : le

⁷⁵ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.17

⁷⁶ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.17

⁷⁷ Virginie Viillard, Cours de droit de la concurrence, 2011-2012.

⁷⁸ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.32

⁷⁹ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.32

risque d'abus de position dominante de certains acteurs, tels qu'ISS notamment, certains acteurs se plaignant notamment de leur étendue et de leur capacité à avoir des honoraires "très compétitifs"⁸⁰.

Section IV : Conclusion partie I.

Après avoir vu le jour aux Etats-Unis d'Amérique et en Angleterre, les agences de conseil en vote sont peu à peu apparues en Europe dans les années 1990 et 2000, suivant toutefois un modèle européen, même si les acteurs majeurs semblent être américains actuellement et que l'ouverture du marché à la concurrence semble ne pas encore être la priorité européenne. La tendance relevée par l'ESMA semble être une forte progression du marché des agences de conseil en vote dans les années à venir⁸¹, ce qui peut notamment s'expliquer par leurs différents rôles qui semblent, soit être en progression, soit faire leur apparition ainsi que par une recrudescence de la participation des investisseurs institutionnels lors des assemblées générales.

⁸⁰ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.32

⁸¹ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.16

Partie II : Les rôles actuels et à venir des agences de conseil en vote.

Cerner l'origine des agences de conseil en vote est une chose, connaître leur activité, leurs rôles, en est une autre, ces deux éléments permettant de réellement les connaître. Il apparaît alors que les agences de conseil en vote ont un rôle traditionnel de conseil auprès des investisseurs, rôle prenant diverses formes (section I). Parmi les différents rôles de ces agences, il apparaît également que leur rôle a été renforcé en matière de vote du fait des réformes récentes amenant à une libéralisation du mandat de vote (section II). Toutefois, les rôles de ces agences de conseil en vote, tout comme leur influence, semblent devoir évoluer dans les années à venir notamment en Europe où leurs rôles et influence restent encore en retard, ce qui fait a priori de ces services des services d'avenir (section III).

Section I : Un rôle traditionnel de conseil auprès des investisseurs.

Les agences de conseil de vote, comme nous avons pu le voir, ne font pas que du conseil en vote au sens strict du terme et, comme le précise l'ESMA, les investisseurs institutionnels utilisent les agences pour de "multiples raisons"⁸². En effet, ces agences, notamment en Europe du fait de leurs origines, ont un rôle de soutien contentieux et de conseiller financier, rôles exercés parallèlement aux rôles touchant au vote (§1). Leur rôle principal reste un rôle de conseiller politique des investisseurs (§2), rôle auquel s'adjoint des services liés au vote (§3).

§ 1. Des rôles parallèles de soutien contentieux et de conseil financier.

Traditionnellement, le rôle de conseiller financier appartient à l'analyste financier, qui formule des recommandations à l'achat ou à la vente avec un cours cible sur telle et telle action. L'analyste financier partage ce rôle avec les agences de notation qui, quant à elles, ont pour rôle de noter le risque de crédit d'une société et donc de conseiller les investisseurs sur la

⁸² ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.9

dette des sociétés. Comment imaginer alors un rôle de conseiller financier pour les agences de conseil en vote ?

Tout d'abord, ce rôle peut être lié à l'absence de séparation réelle entre les agences de notation, de conseil en vote et les analystes financiers. Un tel manque de séparation est bien illustré par le nom du site internet de l'agence de conseil en vote d'Egan Jones. En effet, la page est intitulée "Proxy Services | Egan-Jones Ratings Co.", ce qui montre que le conseil en vote ne serait qu'un service comme un autre de l'agence de notation⁸³. Ensuite, ce rôle peut s'expliquer par le fait que les agences de conseil en vote n'hésitent pas à analyser le rapport de gestion de sociétés⁸⁴. Or, un tel document est énormément basé sur les données financières de la société, même s'il comporte également de nombreuses autres données (sociales, environnementales, données concernant la direction de la société, etc.). En effet, un tel document comporte des informations sur l'activité, les résultats et la situation financière de la société (articles L. 232-1 et L. 225-100 du Code de commerce notamment). Avec de telles informations, les agences de conseil en vote peuvent donc analyser financièrement la société et il n'est pas à douter que ces informations pèsent dans leurs recommandations, faisant d'eux des conseillers financiers indirects de leurs clients.

Ensuite, les ancêtres des agences de conseil en vote proposaient de l'aide contentieuse aux investisseurs. Cette activité semble perdurer. En effet, ISS propose des services de *class actions* et encourage les investisseurs à engager de telles actions, estimant même que la moitié des *class actions* potentielles sont en fait réellement exercées⁸⁵.

§ 2. Un rôle principal de conseil politique.

Dans sa recommandation sur les agences de conseil en vote, l'AMF précise que l'activité principale des agences de conseil en vote est "d'analyser les résolutions présentées aux assemblées générales de sociétés cotées afin d'émettre à l'attention de leurs clients, investisseurs institutionnels, des recommandations de vote, positives ou négatives, sur ces

⁸³ Egan-Jones, <http://www.ejproxy.com/>

⁸⁴ Christiane Butte, TV DMA, Agence en conseil de vote, <http://www.tvdma.org/#/videotheque/4958>

⁸⁵ ISS, <http://www.issgovernance.com/scas>

résolutions.⁸⁶ Cette activité est plus précisément appelée, par les agences de conseil en vote, "*proxy advisory services*"⁸⁷. Ces investisseurs institutionnels sont essentiellement les fonds de pension, les fonds communs de placement et les gestionnaires d'actifs selon l'ESMA⁸⁸ mais, plus généralement, il s'agit de tous les investisseurs professionnels et importants, en opposition aux petits actionnaires. En effet, le client type est le grand investisseur ayant des actions de nombreuses sociétés européennes cotées et même sur la majorité des marchés internationaux⁸⁹.

Ce rôle de conseil politique est un rôle majeur qui s'explique notamment par le fait que les investisseurs institutionnels n'ont parfois ni le temps ni les moyens pour analyser correctement les résolutions proposées lors des différentes AG dans lesquelles ils peuvent voter. En effet, comme nous venons de le préciser, ces investisseurs possèdent des actions de nombreuses sociétés dans de nombreux pays, ce qui les place face à de nombreuses réalités juridiques et économiques. Il leur est donc souvent matériellement (notamment car la majorité des AG du monde se déroule durant la même période⁹⁰) et intellectuellement⁹¹ impossible, en l'état actuel de leur organisation, d'être un actionnaire actif dans toutes ces sociétés. Or, comme le rappelle l'AMF, "les sociétés de gestion de portefeuille sont tenues de rendre compte aux actionnaires et porteurs de parts des organismes de placement collectif en valeurs mobilières qu'elles gèrent, de leurs pratiques en matière d'exercice des droits de vote dans l'intérêt exclusif de ces derniers et, lorsqu'elles n'exercent pas ces droits, d'en expliquer les

⁸⁶ AMF, Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote, 18 mars 2011, p.1

⁸⁷ ISS, <http://www.issgovernance.com/proxy/advisory>

⁸⁸ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry : Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.5

⁸⁹ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.7 et p. 9-10.

⁹⁰ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.10

⁹¹ La Commission européenne, dans son Livre vert sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE précisait "les investisseurs institutionnels font davantage appel à des conseils de vote pour les investissements réalisés dans des sociétés étrangères que pour celles de leur propre pays. Par conséquent, l'influence des «proxy advisors» serait plus importante sur les marchés présentant un pourcentage élevé d'investisseurs internationaux". Une telle corrélation entre le recours aux agences et la nationalité des investisseurs pourrait s'expliquer par la difficulté qu'ont les investisseurs à comprendre un marché et une législation qui leur sont étrangers. Les agences sont donc particulièrement utiles pour faire face à cette difficulté intellectuelle s'opposant au vote.

motifs.⁹²" En effet, l'article L. 533-22 du CMF dispose que "les sociétés de gestion de portefeuille exercent les droits attachés aux titres détenus par les organismes de placement collectif en valeurs mobilières qu'elles gèrent dans l'intérêt exclusif des actionnaires ou des porteurs de parts de ces organismes de placement collectif en valeurs mobilières et rendent compte de leurs pratiques en matière d'exercice des droits de vote dans des conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers. En particulier, lorsqu'elles n'exercent pas ces droits de vote, elles expliquent leurs motifs aux porteurs de parts ou actionnaires des organismes de placement collectif en valeurs mobilières.". Cet article pose ainsi une règle que les juristes américains appelle "*comply or explain*", les gestionnaires devant soit voter soit expliquer leur abstention à leurs clients. Toutefois, le fait de s'abstenir constamment et de devoir s'en justifier serait très certainement mal perçu par la clientèle et, du fait du manque de temps ou de moyens, les agences de conseil en vote ont un rôle de conseil politique majeur à jouer en la matière. Ainsi, comme le mentionne l'AMF, "ces agences peuvent avoir une influence importante sur l'adoption des projets de résolution" sans même être actionnaire⁹³. De son côté, l'ESMA considère que les agences de conseil en vote peuvent du coup avoir un "rôle constructif" à jouer en facilitant le travail des investisseurs institutionnels tout en leur permettant de réduire les coûts de traitement des informations nécessaires pour voter correctement aux AG. L'ESMA souligne également le fait qu'une pression existe sur les investisseurs institutionnels pour voter, comme nous l'avons précisé pour la France, ce qui pourrait expliquer l'augmentation constatée de la participation de ces actionnaires lors des AG, l'implication dans la *corporate governance* en étant une autre⁹⁴. Dès lors, il semble que la position de l'ESMA soit moins pessimiste que celle de l'AMF sur ce sujet car l'ESMA semble considérer les agences plus comme des conseillers que comme un intervenant indirect lors des AG. Toutefois, l'ESMA met également en avant le risque qui

⁹² AMF, Communiqué de presse, L'Autorité des marchés financiers rappelle son attachement au vote de tous les actionnaires et publie une recommandation relative aux agences de conseil en vote, 18 mars 2011.

⁹³ AMF, Communiqué de presse, L'Autorité des marchés financiers rappelle son attachement au vote de tous les actionnaires et publie une recommandation relative aux agences de conseil en vote, 18 mars 2011.

⁹⁴ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.9

consisterait à avoir des investisseurs trop confiants en leur conseiller⁹⁵, ce qui rejoint la position de l'AMF.

Il est important de prendre conscience du rôle majeur des agences en tant que conseiller politique, en tant que conseiller en vote, mais il est également nécessaire de comprendre la procédure permettant à ces agences de conseiller leurs clients afin de mettre par la suite en avant les différents problèmes que ces recommandations peuvent soulever et de voir comment le régulateur et/ou le législateur pourraient atténuer ces différents problèmes. Quel est en effet le processus de formulation de ces recommandations ? Comment travaillent ces agences pour formuler ces recommandations ? L'ESMA souligne que les différentes agences suivent plus ou moins le même processus pour formuler leurs recommandations⁹⁶, ce qui permet donc d'analyser assez aisément ce processus.

Tout d'abord, afin de faire une recommandation à son client, l'agence de conseil en vote va étudier différents documents mis à la disposition des actionnaires et du public⁹⁷. Certaines agences refusent en effet d'avoir des documents non publics, estimant que seuls les documents publics doivent être utilisés. Une telle solution a ses avantages et ses inconvénients. L'avantage premier est qu'il ne sera pas possible de reprocher aux agences des conflits d'intérêts ou encore de rompre l'égalité entre les actionnaires, tous les actionnaires ayant en principe le même droit à l'information. L'inconvénient n'est quant à lui que théorique et repose sur le postulat selon lequel les agences devraient faire un travail plus fouillé que l'actionnaire. Toutefois, il nous semble logique que tous les actionnaires aient accès à la même documentation, celle-ci devant normalement leur permettre d'avoir toutes les informations nécessaires pour voter. En effet, selon l'ESMA, les agences basent leurs recommandations sur l'information réglementée, les journaux, les plateformes de trading, les données des teneurs de

⁹⁵ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.9

⁹⁶ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.13

⁹⁷ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.14

comptes-conservateurs, le site Internet de la société, etc.⁹⁸ Cela leur permet d'avoir une information complète, dont certains documents certifiés par les commissaires aux comptes, ce qui, en principe, renforce la qualité de l'information. Si jamais les agences veulent utiliser plus que ces informations publiques, comment peuvent-elles obtenir d'autres informations? Les agences peuvent alors dialoguer avec les émetteurs ou leurs clients, mais également avec le régulateur et les universitaires, ou encore avec des experts, durant ce que l'ESMA appelle des "tables rondes" ou encore des "conférences du secteur"⁹⁹, ce qui permet à l'agence d'avoir différents points de vue. Cela permet ainsi d'avoir une information importante mais d'une qualité certaine. Toutefois, avoir une information de qualité est une chose, la traiter correctement en est une autre, d'où le problème souvent évoqué de la qualité du personnel, sur lequel nous reviendrons par la suite (voir infra "Problème de qualité du personnel.", pages 57 et suivantes).

Afin de traiter l'information collectée, l'agence va baser son analyse soit sur sa propre politique de vote soit sur celle de son client, en fonction des consignes de ce dernier. Il ressort de l'étude de l'ESMA que les agences américaines ont plus tendance à utiliser leurs propres politiques de vote tandis que les agences européennes se basent plus sur les politiques de vote de leurs clients¹⁰⁰. Encore faut-il savoir comment cette politique de vote des agences est faite et comment est prise en compte la politique de vote du client. L'ESMA précise que la politique de vote de l'agence est basée sur les "standards pertinents de *corporate governance*"¹⁰¹. Néanmoins, le régulateur européen précise juste après que cette politique de vote peut être "adaptée aux circonstances locales d'un pays donné" ou prendre en compte des considérations plus générales "sur ce que serait une bonne gouvernance"¹⁰². Si jamais l'agence

⁹⁸ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.14

⁹⁹ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.13

¹⁰⁰ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.13

¹⁰¹ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.13

¹⁰² ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.13

fait une politique de vote précise, non basée sur des standards, quels sont les éléments qu'elle peut utiliser ? Selon l'ESMA, les éléments les plus couramment utilisés sont les codes de *corporate governance*, les règles applicables aux sociétés cotées, le droit des sociétés, les réglementations, notamment locales, les tendances du marché, les recherches théoriques et pratiques. De plus, l'ESMA précise que les agences utilisent également souvent les retours des clients voire des émetteurs pour affiner leur politique de vote¹⁰³. La qualité de ces politiques de vote peut donc se révéler être extrêmement variable et, lorsque ces politiques de vote sont trop générales, pas assez spécifiques, pas assez documentées, cela risque de causer des problèmes de qualité des recommandations en découlant (voir infra "Problème de la qualité des recommandations et de leur usage.", pages 62 et suivantes). Si le client souhaite que l'agence suive sa propre politique de vote, il conclura alors une convention avec l'agence, convention précisant ses priorités et ses principes fondamentaux¹⁰⁴. Toutefois, il faut que l'agence soit capable d'interpréter correctement les consignes données, ce qui n'est pas toujours évident si le personnel n'est pas à la hauteur.

La tendance semble être un accroissement du rôle de conseiller politique de ces agences, notamment du fait de la pression pour voter pesant sur les investisseurs institutionnels. En effet, un tel conseiller permet de voter en meilleure connaissance de cause et donc d'encourager le vote plutôt que l'abstention. Comme le précise l'ESMA, la recommandation des agences peut ainsi être utilisée soit pour savoir comment voter soit comme base à son propre travail d'analyse¹⁰⁵ car elle reprend, le plus souvent, chacune des résolutions présentées à l'AG dans l'ordre et les explique lorsque le vote de l'actionnaire est requis¹⁰⁶. Toutefois, un risque existe en matière de qualité du travail fourni ainsi que dans la façon dont les investisseurs vont utiliser l'information obtenue. En effet, il ne faudrait pas que l'agence devienne indirectement le décisionnaire lors des AG, ce qui serait le cas si les

¹⁰³ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.13

¹⁰⁴ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.134

¹⁰⁵ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.9

¹⁰⁶ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.15

investisseurs se contentaient de suivre mécaniquement les recommandations (voir infra "Un appel à la réglementation pour faire face à différents problèmes qualitatifs des agences de conseil en vote.", pages 57 et suivantes). En effet, le reproche fait aux agences en la matière consiste à dire qu'elles font la politique des sociétés comme si elles étaient actionnaires sans l'être. En d'autres termes, elles utilisent l'information à leur disposition pour l'analyser selon leurs critères. Toutefois, comme le précise nettement l'ESMA, les agences se basent soit sur leur propre politique de vote soit sur la politique de vote des investisseurs, i.e. leurs clients, pour formuler leurs recommandations¹⁰⁷. Dans le premier cas, comme le notent certains avocats, "elle exprime [donc] sa position sur les sujets relevant de la compétence d'une assemblée générale des actionnaires"¹⁰⁸. Dans le second cas, on peut plus difficilement reprocher à l'agence de se faire actionnaire à la place de l'actionnaire, du moins si l'agence a le personnel compétent pour comprendre, analyser et appliquer la politique de vote de son client (voir infra "Problème de qualité du personnel.", pages 57 et suivantes).

§ 3. Des rôles annexes de prestataire de services de vote.

Outre les activités de conseil en vote, qui donnent leur nom aux agences de conseil en vote, ces agences exercent aussi des activités que l'ESMA décrit comme étant "des services qui concernent toute la logistique du vote et la transmission des instructions de vote à l'émetteur, par exemple via une plateforme d'exécution des votes."¹⁰⁹ De façon quelque plus précise, dans sa recommandation sur les agences de conseil en vote, l'AMF affirme que les agences de conseil de vote proposent "parfois des services complémentaires destinés à faciliter la mise en œuvre effective du vote de leurs clients comme, par exemple, la mise à disposition d'une plateforme de vote électronique."¹¹⁰ Toutefois, l'AMF mentionne ces activités en bas de page comme si ces activités étaient minimes, sans importance. Cela peut

¹⁰⁷ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.9

¹⁰⁸ Alexandre Omaggio, " Faut-il encadrer l'activité des agences de conseil en vote (proxy advisors) ?", JCPE n°43, novembre 2009, 2065

¹⁰⁹ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.9

¹¹⁰ AMF, Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote, 18 mars 2011, p.1 (note de bas de page).

s'expliquer très certainement par le rôle encore restreint de ces agences en France ainsi que par un enjeu réglementaire moins important a priori pour l'AMF. Toutefois, comme nous le verrons, ce rôle est appelé à se renforcer (voir infra "Un rôle attendu en matière de plateforme de votes.", page 38). Ces services sont appelés par les agences "*proxy voting services*"¹¹¹, que l'on pourrait également désigner de rôles annexes.

Le premier de ces services est donc la transmission des votes à l'émetteur. Il ne s'agit pas ici de transmettre un mandat, même si cette option est possible, mais plutôt de permettre à l'investisseur de voter à distance. L'agence ne joue ici qu'un rôle d'intermédiaire, sorte de messenger du droit de vote. Pourquoi avoir besoin de ce messenger alors qu'il suffit de remplir un formulaire de vote à distance ou de voter par internet ? En effet, en théorie, un tel vote est sans difficulté, comme l'illustre de façon humoristique Proxinvest (annexe 3, page 103). Toutefois, lorsqu'un investisseur possède de nombreuses sociétés, notamment à l'étranger, ce vote peut se compliquer à partir du moment où les sites de vote sont multipliés ainsi que pour des raisons techniques. L'idée sous-jacente est donc que les agences de conseil en vote deviennent également des fournisseurs de plateforme de vote. Actuellement, ce rôle semble toutefois être limité mais il est appelé à se développer de façon probable et conséquente, notamment pour les investisseurs étrangers (voir infra "Un rôle attendu en matière de plateforme de votes.", pages 38 et suivantes).

Les deuxième et troisième services annexes consistent respectivement à alerter les investisseurs de l'approche des AG ou encore de l'approche de décisions à prendre et à leur fournir les informations nécessaires pour l'AG. Ces services annexes peuvent notamment être fournis via une plateforme de vote ayant des fonctionnalités avancées. Comme le précise l'ESMA, sans mentionner le service fourni, l'idée est que les investisseurs institutionnels "puissent voter à temps et de façon informée", tout en pouvant "optimiser leurs propres ressources"¹¹². Comment organiser toutefois une telle prestation ? Aucune précision ne figure en effet dans la documentation de l'ESMA ou encore dans celle des agences de conseil en vote

¹¹¹ ISS, <http://www.issgovernance.com/proxy/voting>

¹¹² ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.9

consultées. On peut toutefois imaginer que cela pourrait se faire sur le même modèle que pour les particuliers où certaines actions possibles sur les titres sont mentionnées à côté des informations purement financières, comme notamment sur cette capture d'écran de la page de gestion d'un compte titre du Crédit Mutuel.



The screenshot shows a web interface for managing securities. At the top, there are tabs for 'Valorisation', 'Ordres', 'OST / AG', 'Introductions / Emprunts', 'Fiscalité', and 'Historique opérations'. Below the tabs, there is a 'Télécharger dans Excel' button and an 'Imprimer' button. The main content area has a view selector: 'Vue globale' (selected), 'Vue détaillée', 'Structure', and 'Performances'. Below this is a table with the following columns: 'Valeur', 'Quantité', 'Prix de revient²', 'Cours³', 'Valorisation montant | en %', and '+/- Value latente montant | en %'. The table contains two rows: 'TROIS CHENES' with a course of 5,85 and 'SUEZ ENVIRON.COM.P' with a course of 9,585. To the right of the table, there is a dropdown menu labeled 'Décision à prendre⁴' with options 'Non' and 'Assemblée Générale'. The 'Assemblée Générale' option is highlighted with a red box.

Valeur	Quantité	Prix de revient ²	Cours ³	Valorisation montant en %	+/- Value latente montant en %	Décision à prendre ⁴
TROIS CHENES			5,85			Non
SUEZ ENVIRON.COM.P			9,585			Assemblée Générale

1 Capture d'écran de la page "gestion du compte titres" du Crédit Mutuel, espace particuliers.

De plus, en cliquant sur le lien correspondant à la décision à prendre, l'investisseur peut accéder à toutes les informations nécessaires pour l'AG : documentation, liste des résolutions, vote en ligne, désignation d'un mandataire, etc. Un tel système permet de visualiser sur un seul écran toutes les possibilités offertes sur les titres en portefeuille et donc, comme le précise l'ESMA, permet d'éviter aux investisseurs institutionnels d'avoir à mettre en place "un système et des processus pour gérer un système complexe de votes" et de gestion des AG¹¹³.

Le quatrième de ces services consiste à fournir des services de consultant en matière de *corporate governance*, rôle qui n'en est qu'à ses débuts et que nous étudierons plus spécifiquement (voir infra "Vers l'apparition d'agence de "governance rating".", pages 40 et suivantes). L'AMF ne mentionne pas ce rôle dans sa recommandation sur les agences de conseil en vote mais ce rôle existe pourtant en Europe, la Commission européenne, dans son Livre vert sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE précisant que les évaluations de la gouvernance d'entreprise sont une des activités des agences¹¹⁴.

Le cinquième service annexe serait également celui de traducteur de l'information mise à la disposition des actionnaires. Ce rôle peut paraître a priori surprenant mais, comme le précise l'ESMA, la langue peut être une barrière au vote et les agences de conseil en vote

¹¹³ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.9

¹¹⁴ Commission européenne, Livre vert sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE, 5 avril 2011, p. 16

pourraient alors devenir "d'utiles traducteurs" dont le rôle devrait s'accroître avec le développement du vote transfrontalier¹¹⁵. Là encore, ce service pourrait être fourni à partir d'une plateforme de vote, l'idée étant que plus l'information et les actions possibles sont centralisées, plus l'investisseur aura son travail facilité et sera donc enclin à voter.

Le sixième service annexe serait également la sollicitation de mandats. La Commission européenne souhaite mettre en place un système de sollicitation de procuration au niveau européen, ce qui se ferait par la création par les sociétés cotées d'une fonction sur leur site internet permettant notamment aux actionnaires de solliciter des procurations des autres actionnaires¹¹⁶. L'AFEP rejette fermement cette possibilité, considérant que "l'émetteur doit pouvoir conserver le contrôle et la maîtrise de toutes les informations qui figurent sur son site" et que "les actionnaires ne sont pas dépourvus de moyens et développent leurs propres sites ainsi que des forums de discussion sur internet" en la matière¹¹⁷. Les agences de conseil en vote pourraient également saisir cette occasion si les émetteurs étaient mis de côté en matière de sollicitation de mandats sur Internet. En effet, les agences pourraient proposer ce genre de services sur leur propre site Internet et, du fait de la libéralisation du mandat de vote, se proposer en tant que mandataire, y compris pour les petits porteurs.

En effet, à ces rôles s'ajoute également le rôle de mandataire que l'AMF ne mentionne pas tandis que la Commission européenne, dans son Livre vert sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE précise que le vote par procuration est un des services fournis par les agences de conseil en vote¹¹⁸. Doit-on y voir un oubli majeur du régulateur français ? Comment expliquer cette absence de mention dans la récente recommandation de l'AMF ? Cela peut très certainement s'expliquer par les mêmes raisons que pour les autres activités annexes mais cela peut surtout s'expliquer par le fait que ce rôle n'en est qu'à ses débuts en

¹¹⁵ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.10

¹¹⁶ Commission européenne, Livre vert sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE, 5 avril 2011, p. 16

¹¹⁷ AFEP, Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE, "Réponse de l'AFEP au Livre vert", 13 juillet 2011, p. 26

¹¹⁸ Commission européenne, Livre vert sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE, 5 avril 2011, p. 16

France, la législation venant tout juste d'élargir les mandataires possibles pour les actionnaires. Ce rôle est donc amené à se développer en France (voir infra "Les apports essentiels de la libéralisation du mandat de vote en droit des sociétés.", page 33).

Section II : Un rôle renforcé en matière de vote.

Les agences de conseil en vote avaient déjà un rôle affirmé en matière de vote aux Etats-Unis d'Amérique ou encore dans certains pays européens. La récente directive européenne 2007/36/CE du 11 juillet 2007, transposée en France par l'ordonnance n°2010-1511 du 9 décembre 2010, a renforcé leur rôle en matière de vote toutefois en libérant le régime du mandat de vote en droit des sociétés (§1), ce qui risque d'importer en Europe la pratique américaine des "*proxy fights*" (§2).

§ 1. Les apports essentiels de la libéralisation du mandat de vote en droit des sociétés.

La récente libéralisation du mandat de vote en droit français est pour les agences de conseil en vote un texte fondamental. En effet, cette libéralisation pourrait faire de ces agences des mandataires professionnels des investisseurs institutionnels (A), d'autant plus que ce rôle pourrait difficilement être limité par les statuts (B).

A. Les agences de conseil en vote, futurs mandataires professionnels des investisseurs institutionnels.

Jusqu'à peu, en droit français, les actionnaires ne pouvaient donner mandat pour voter en assemblée qu'à un nombre limité de mandataires. En effet, en vertu de l'article L. 225-106 du Code de commerce, dans sa rédaction antérieure à l'ordonnance de 2010 susmentionnée, un actionnaire pouvait uniquement être représenté par son conjoint ou par un autre actionnaire. Comment expliquer une telle position ?

Michel Cozian affirmait que "l'assemblée générale est un conclave réservé aux actionnaires" et il découle du rapport Mansion que les acteurs français sont attachés au principe selon lequel "seul l'actionnaire peut participer à l'assemblée générale", le groupe de travail Mansion se prononçant même en défaveur d'une libéralisation du mandat de vote afin de "préserver la qualité et l'intégrité des débats ainsi que le respect de l'*affectio societatis*"

(recommandation n°6)¹¹⁹. Certains auteurs, notamment Michel Germain, critiquaient également de façon très vive la possibilité de libéraliser le mandat de vote, estimant que cette restriction permet d'éviter l'accès aux AG "d'agitateurs, de maîtres chanteurs, et plus simplement de cabinets d'affaires faisant profession de l'état de mandataire"¹²⁰. A ces critiques allant contre l'ouverture du mandat de vote, certains considéraient que l'affectio societatis ne serait que théorique dans les sociétés cotées¹²¹. Malgré ces critiques, et l'avis mitigé de la France¹²², la libéralisation du mandat de vote a abouti en France sous l'influence de l'UE.

Désormais, l'article L. 225-106 du Code de commerce permet également, dans les sociétés cotées, à un actionnaire de "se faire [également] représenter par toute autre personne physique ou morale de son choix". Le choix du mandataire est donc désormais libre et permet ainsi aux agences d'être désignées en tant que mandataires. Une telle réforme est essentielle pour l'essor des agences en France et, par le biais des plateformes de vote, les agences pourront très certainement saisir cette occasion sans trop de difficultés, ce rôle ne pouvant réellement être limité par les émetteurs. Le mandant ne devra juste pas oublier que ce mandat n'est valable que pour une assemblée¹²³ et donc penser à le renouveler.

Avec une telle libéralisation du mandat, il semble donc que les agences de conseil en vote puissent exercer une nouvelle activité. D'ailleurs, certains commentateurs considèrent qu'il "est probable que les agences de conseils en vote vont étendre leur domaine d'activité à la collecte des mandats"¹²⁴. Cependant, d'autres semblent estimer qu'il n'est pour le moment pas possible de savoir si l'activité de mandataire et celle de conseiller en vote vont par la suite

¹¹⁹ AMF, Rapport "Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote en France" dit Rapport Mansion, 6 septembre 2005, p. 12 et p. 22-23.

¹²⁰ Michel Germain, *Traité de droit commercial, Les sociétés commerciales*, tome 1 volume 2, L.G.D.J., 19^{ème} édition, 2009, p. 373

¹²¹ AMF, Rapport sur les opérations de prêt emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires, janvier 2008, p. 4

¹²² Benoît Lecourt, "Directive n° 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées : suite et fin de la transposition par la France", *Revue des sociétés* 2011, p. 130

¹²³ AMF, S'informer sur les assemblées générales des sociétés cotées en bourse, septembre 2011.

¹²⁴ Michel Storck, "Recommandation AMF n°2011-06 du 18 mars 2011 sur les agences de conseil en vote", *RTD Com.* 2011, p. 380

se confondre¹²⁵. Il nous semble que pour pouvoir concurrencer les agences américaines, même dans une moindre mesure, les agences européennes vont saisir cette occasion de développer une nouvelle activité a priori peu coûteuse.

B. Un rôle difficilement limitable par les statuts de sociétés.

Afin de limiter l'influence des mandataires professionnels, on aurait pu imaginer que les sociétés mettent en place un système de protection statutaire. En droit des sociétés, afin de limiter l'influence de certains actionnaires, il est en effet possible de limiter le nombre de voix dont peut disposer un seul actionnaire. En effet, l'article L. 225-125 I du Code de commerce dispose que "les statuts peuvent limiter le nombre de voix dont chaque actionnaire dispose dans les assemblées, sous la condition que cette limitation soit imposée à toutes les actions sans distinction de catégorie, autres que les actions à dividende prioritaire sans droit de vote." Une telle solution est-elle envisageable pour un mandataire ?

On pourrait imaginer une clause statutaire limitant non le nombre de voix par actionnaire mais le nombre de voix par mandataire ou encore le nombre de mandants que peut avoir un même mandataire. Dans son ancienne rédaction, antérieure à l'ordonnance de 2010 susmentionnée, l'alinéa 2 de l'article L. 225-106 du Code de commerce disposait que "tout actionnaire peut recevoir les pouvoirs émis par d'autres actionnaires en vue d'être représentés à une assemblée, sans autres limites que celles résultant des dispositions légales ou statutaires fixant le nombre maximal des voix dont peut disposer une même personne, tant en son nom personnel que comme mandataire." Les clauses statutaires ne peuvent donc pas limiter les voix pouvant être exprimées par un seul mandataire. En cas de limitation du nombre de voix par actionnaire, la jurisprudence estimait que l'application de la limite devait se faire en prenant séparément en compte le nombre des actions du mandant et du mandataire-actionnaire, ce que les auteurs semblent approuver¹²⁶. La nouvelle rédaction de cet article abandonne cet aliéna et la règle semble donc désormais moins précise. Toutefois, on peut

¹²⁵ Bruno Dondero, JCPE n°6, 9 février 2012, 1111.

¹²⁶ Michel Germain, Traité de droit commercial, Les sociétés commerciales, tome 1 volume 2, L.G.D.J., 19^{ème} édition, 2009, p. 379

penser qu'il est toujours impossible de limiter le nombre de voix exprimées par un mandataire. En effet, le principe du mandat est de représenter le mandant et non d'être assimilé à celui-ci. Il convient donc de limiter d'une part les voix du mandataire pris en tant qu'actionnaire, le cas échéant, et d'autre part les voix du mandataire au nom du mandant. Le mandataire peut donc cumuler en théorie le maximum autorisé pour chaque actionnaire mandant pris séparément. Actuellement, l'article L. 225-106 I du Code de commerce pose le principe de la liberté de choisir son mandataire. L'alinéa 4 du III du même article dispose quant à lui que "les clauses contraires aux dispositions des alinéas précédents sont réputées non écrites." On peut donc en conclure qu'une clause limitant les possibilités de choisir un mandataire sont sans effet mais, surtout, on peut en déduire que celles limitant les pouvoirs de ce mandataire le seront également si l'ancienne jurisprudence est maintenue.

Ainsi, les agences de conseil en vote vont pouvoir représenter un nombre considérable d'actionnaires à une même AG et, du coup, y avoir une forte influence. Toutefois, du fait de la réglementation voulue sur les conflits d'intérêts, cette possibilité pourrait être au final limitée malgré l'inefficacité des statuts en la matière.

§ 2. L'apparition possible des "proxy fights" en France.

Les "proxy fights", que nous pouvons littéralement traduire par "batailles de mandats", consiste pour un actionnaire à réunir suffisamment de procurations afin de pouvoir avoir suffisamment de pouvoir lors d'une AG afin d'empêcher ou de faire voter une résolution donnée¹²⁷ ou encore de pouvoir renverser l'équipe dirigeante en place¹²⁸. Aux Etats-Unis d'Amérique, cela peut même se traduire par des appels publics à mandat ("*proxy solicitation*") consistant pour un groupe d'actionnaires à mener publiquement une campagne pour atteindre le but que nous venons de décrire¹²⁹. En France, une telle possibilité paraissait jusqu'à récemment limitée, du moins une telle bataille de procuration n'était que rare¹³⁰. Avec

¹²⁷ Edubourse, <http://www.edubourse.com/lexique/proxy-fight.php>

¹²⁸ Dalloz, Répertoire de droit de sociétés, 2012, §71

¹²⁹ AMF, Rapport "Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote en France" dit Rapport Mansion, 6 septembre 2005, p. 24

¹³⁰ Dalloz, Répertoire de droit de sociétés, 2012, §128

la libéralisation du mandat de vote, peut-on s'attendre à une telle situation dans les années à venir ?

Tout d'abord, il apparaît que la libéralisation du mandat de vote est un accélérateur potentiel formidable pour les "*proxy fights*". En effet, il semble que "l'esprit de l'institution repose [...] sur la collecte des procurations" et le recours à des moyens de communication développés¹³¹. Or, les agences de conseil en vote ont cette capacité pour se faire entendre, souvent du fait de leur rôle en matière de *corporate governance*, et peuvent désormais jouer un rôle de mandataire. Tout semble donc désormais réuni en France pour le développement des "*proxy fights*".

Ensuite, il apparaît que malgré les préconisations du rapport Mansion, aucun enregistrement auprès de l'AMF des "sociétés spécialisées dans la récolte de mandats" n'est pour le moment requis par la législation¹³². Dès lors, il semble que la sollicitation active de mandats ne soit pas plus encadrée que l'activité de mandataire "passif", ce qui apparaît donc favorable à l'apparition des "*proxy fights*".

Enfin, l'article L. 225-106-2 du Code de commerce prévoit que "toute personne qui procède à une sollicitation active de mandats, en proposant directement ou indirectement à un ou plusieurs actionnaires, sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit, de recevoir procuration pour les représenter à l'assemblée d'une société [cotée] rend publique sa politique de vote." Seule la transparence est donc accrue. Toutefois, cela n'a aucune influence sur les "*proxy fights*" car, dans ce cas, le but est bien de rejeter une résolution ou d'en faire passer une autre et, du coup, l'agence sollicitant des mandats a intérêt à afficher sa politique de vote pour obtenir un maximum de mandats.

Ainsi, avec la libéralisation du mandat et des mesures ne semblant pas dissuasives pour lutter contre les sollicitations de mandats, il semble que les "*proxy fights*" pourront se

¹³¹ Thibault de Ravel d'Esclapon, "Bataille de procurations : une nécessaire réglementation ?", *Petites affiches*, n° 198, 5 octobre 2009, p. 5

¹³² Benoît Lecourt, "Directive n° 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées : suite et fin de la transposition par la France", *Revue des sociétés* 2011, p. 130

développer dans les années à venir en France. Toutefois, la vision de l'action de concert par le régulateur français combinée à l'obligation de l'article L. 225-106-2 du Code de commerce semble tuer dans l'œuf cette évolution possible (voir infra "Les difficultés liées à la notion d'action de concert en présence des agences de conseil en vote.", pages 68 et suivantes).

Section III : Les services des agences de conseil en vote, des activités d'avenir selon un large consensus.

L'ESMA, dans son rapport sur les agences de conseil en vote, considère que le marché de ces agences va connaître une croissance en "importance" et que de plus en plus d'investisseurs vont recourir à leurs services, l'année 2011 étant déjà marquée par ce mouvement¹³³. L'expression utilisée par l'ESMA peut paraître redondante à la première lecture. Toutefois, l'importance peut signifier que l'ESMA s'attend à une plus grande fréquence d'utilisation des services des agences de conseil en vote par les utilisateurs actuels tandis que la croissance par les investisseurs correspond simplement à un accroissement du nombre d'utilisateurs des services. Cela peut tout d'abord s'expliquer par le renforcement très probable du rôle de ces agences en matière de vote comme nous l'avons précédemment vu. Ensuite, cela est dû à des rôles commençant à s'affirmer ou attendu par de nombreux acteurs. En effet, des acteurs semblent vouloir que ces agences développent leurs services de fourniture de plateforme de vote (§1). De plus, un mouvement actuel semble marquer l'apparition proche et probable d'agence de "governance rating" (§2). Enfin, en comparaison avec l'étranger, les agences européennes, notamment françaises, semblent avoir un retard en matière d'intervention sur les rémunérations des dirigeants. Cela pourrait évoluer dans les années à venir (§3).

§ 1. Un rôle attendu en matière de plateforme de votes.

Dès 2005, le groupe de travail constitué par l'AMF et dirigé par Yves Mansion notait que "l'expression des actionnaires non-résidents [demeurait] faible" et expliquait notamment

¹³³ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.5

cette tendance par le fait que "la prééminence du papier ne [facilitait] pas la fluidité des échanges." Cela peut également s'expliquer par un autre fait qu'il avait relevé, à savoir que "le circuit de diffusion de la documentation de vote transitant par le réseau bancaire n'est pas fluide"¹³⁴. Il expliquait également cette tendance par le fait que les actionnaires étrangers avaient un accès plus difficile à l'information¹³⁵. Les agences de conseil en vote, du moins celles fournissant des services annexes au conseil pur, peuvent avoir un rôle à jouer en ce domaine qui, comme nous l'avons précisé, n'est encore que peu concurrentiel (voir supra "Un appel mitigé à l'ouverture du marché des agences de conseil en vote.", pages 18 et suivantes) et pour lequel des demandes peuvent exister.

En 2005, le même groupe de travail de l'AMF notait déjà que les investisseurs, notamment institutionnels, pouvaient avoir recours aux agences de conseil en vote pour s'informer et recevoir la documentation liée aux AG¹³⁶. En effet, recourir aux agences pour s'informer permettrait d'avoir accès à l'information de façon centralisée pour toutes les sociétés détenues, permettrait d'avoir une documentation traduite si les agences jouent ce rôle et permettrait également de limiter le nombre d'intermédiaires entre l'émetteur et les investisseurs lors de la transmission de l'information, ce nombre semblant être encore plus néfaste sur la communication lorsque l'investisseur est non-résident (selon le rapport Mansion¹³⁷).

En 2012, un autre groupe de travail de l'AMF notait que "l'expression du vote des actionnaires non-résidents, en particulier américains, est de plus en plus indissociable du rôle de prestataires de service chargés de la logistique de prise en charge des votes et/ou de l'analyse, pour le compte de ces investisseurs, des résolutions proposées.", considérant que les "intermédiaires de vote" ont un "rôle central". Ensuite, ce rapport précisait que "la rapidité du

¹³⁴ AMF, Rapport "Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote en France" dit Rapport Mansion, 6 septembre 2005, p. 8 et p.10-11

¹³⁵ AMF, Rapport "Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote en France" dit Rapport Mansion, 6 septembre 2005, p. 14

¹³⁶ AMF, Rapport "Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote en France" dit Rapport Mansion, 6 septembre 2005, p. 15

¹³⁷ AMF, Rapport "Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote en France" dit Rapport Mansion, 6 septembre 2005, p. 14

processus d'information est primordiale" pour que les investisseurs puissent correctement voter.¹³⁸ Ce second rapport confirme ce qui avait déjà été mis en avant par le rapport Mansion tout en précisant que les agences pourraient également mettre en place sur leur plateforme une interface de vote en plus de celle d'information. D'ailleurs, ce second rapport préconise la mise en place de "une ou plusieurs plates-formes de vote électronique de nature à favoriser le traitement rapide et fiable des flux d'informations entre les émetteurs et les actionnaires" et d'inciter les actionnaires non-résidents à voter par Internet via les "agences de *proxy voting*"¹³⁹. Ce système pourrait également être souhaitable pour les investisseurs locaux, pour les mêmes raisons, même si le rapport ne semble pas les mentionner.

§ 2. Vers l'apparition d'agence de "governance rating".

Selon le rapport de l'AMF sur les opérations de prêt emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires, "le déroulement des assemblées générales des actionnaires et les droits qui peuvent y être exercés sont, de longue date, au cœur des débats européens et internationaux en matière de gouvernement d'entreprise."¹⁴⁰ Dès lors, l'influence croissante de mandataires et de conseillers au sein des assemblées risque d'avoir des conséquences sur le gouvernement d'entreprise, d'autant plus que certaines agences de conseil en vote semblent vouloir devenir de véritables agences de "governance rating".

L'AMF considère que les investisseurs institutionnels peuvent avoir un rôle positif dans l'amélioration de la gouvernance des sociétés¹⁴¹. Or, comme nous l'avons précédemment précisé, ces investisseurs ne font que suivre la plupart du temps les conseils des agences de conseil en vote, ces dernières ayant par conséquent un rôle majeur à jouer en matière de *corporate governance*.

¹³⁸ AMF, Rapport du groupe de travail sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées, 7 février 2012, p. 24

¹³⁹ AMF, Rapport du groupe de travail sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées, 7 février 2012, p. 26

¹⁴⁰ AMF, Rapport sur les opérations de prêt emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires, janvier 2008, p. 1.

¹⁴¹ AMF, Communiqué de presse, L'Autorité des marchés financiers rappelle son attachement au vote de tous les actionnaires et publie une recommandation relative aux agences de conseil en vote, 18 mars 2011.

Une situation récente illustre bien cette situation. Ainsi au sein de la société Vivendi, société cotée au CAC 40, Jean-René Fourtou, Président du Conseil de Surveillance, a présenté la conformité de la gouvernance de Vivendi au regard des recommandations des principales agences de conseil en vote, notamment Proxinvest et ISS¹⁴². Le rôle des agences est donc désormais concret en matière de *corporate governance*. D'ailleurs, certains praticiens soulignent que l'influence se fait "sentir dans la rédaction des projets de résolution" et que les recommandations des agences en matière de *corporate governance* s'imposent "en pratique [avec] la même vigueur qu'un texte de loi", tant le risque de rejet d'une résolution non conforme aux principes d'une agence semble élevé¹⁴³.

Cela semble désormais fonctionner un peu comme avec les agences de notation. En effet, par peur de voir leur note dégradée, les Etats prennent des mesures en conformité avec les recommandations des agences de notation. La note de gouvernance n'existe pas encore mais il semble que le désir de conformité existe déjà. Certains notent ainsi que l'influence des agences pourrait amener à une "véritable course à la "bonne gouvernance"", course également qualifiée de "sans fin" tant les agences ajoutent des critères chaque année¹⁴⁴.

De plus, certains considèrent déjà que ces agences sont des sources de "*soft law*", leurs recommandations étant souvent plus strictes en la matière que les Codes de *corporate governance* en vigueur¹⁴⁵. Les agences pourraient donc faire évoluer la gouvernance dans certaines entreprises et pourraient même se mettre à noter les entreprises en fonction de leur conformité avec leurs critères. Ce rôle pourrait s'avérer majeur si les actionnaires obtiennent le droit de voter les rémunérations des dirigeants.

S'il semble donc désormais très probable que les agences deviennent également des agences de *corporate governance*, cette tendance semble déjà soulever des inquiétudes. En effet, même si une telle situation semble a priori bonne pour tous, notamment les actionnaires,

¹⁴² Audrey Dagiste, DLA Piper, bilan des AG 2011, 28 juin 2011.

¹⁴³ Alexandre Omaggio, " Faut-il encadrer l'activité des agences de conseil en vote (proxy advisors) ?", JCPE n°43, novembre 2009, 2065

¹⁴⁴ Alexandre Omaggio, " Faut-il encadrer l'activité des agences de conseil en vote (proxy advisors) ?", JCPE n°43, novembre 2009, 2065

¹⁴⁵ Club de recherche IFA, Conférence-Débat Hard Law Vs Soft Law, 31 mars 2011.

la qualité et la pertinence des recommandations des agences peuvent faire douter. En effet, certains praticiens se demandent même si cette course aux critères a "vraiment pour objet et pour effet de servir les actionnaires" ou si elle ne serait qu'un moyen pour les agences "de justifier leur existence"¹⁴⁶. Sans être aussi catégorique, il nous semble que leurs critères ne devraient pas amener à des blocages au sein des sociétés ou encore à tenter d'appliquer une réglementation étrangère de façon indirecte dans un Etat dont la culture juridique est différente. Il ne faudrait pas en effet que les agences américaines transposent de la sorte des règles de droit américain en droit français qui a des solutions qui peuvent être parfois mieux adaptées.

§ 3. Un futur rôle hypothétique en matière de rémunération des dirigeants.

En échos aux vives critiques formulées par une partie de la classe politique française contre la rémunération des dirigeants de sociétés cotées, certaines agences de conseil en vote se prononcent en faveur d'un vote en assemblée générale de la rémunération des dirigeants, comme cela se fait dans de nombreux pays étrangers, tels que les Etats-Unis d'Amérique. Proxinvest milite notamment en ce sens¹⁴⁷. Cela permettrait alors de renforcer considérablement le rôle des actionnaires et le rôle des agences de conseil en vote, tant la rémunération est un élément central, notamment la rémunération liée aux résultats de la société.

Aux Etats-Unis d'Amérique, où un tel vote existe, les agences de conseil en vote n'hésitent pas à voter et/ou conseiller de voter contre une rémunération jugée excessive, ce qui fut notamment récemment le cas pour les rémunérations des dirigeants de Citigroup jugées

¹⁴⁶ Alexandre Omaggio, " Faut-il encadrer l'activité des agences de conseil en vote (proxy advisors) ?", JCPE n°43, novembre 2009, 2065

¹⁴⁷ Yann Le Galès, *LeFigaro.fr*, Le blues des petits actionnaires, 6 décembre 2011, <http://plus.lefigaro.fr/article/le-blues-des-petits-actionnaires-20111206-620902/>

excessives par ISS et Glass Lewis & Co. Ce conseil s'est soldé pour la première fois par le rejet de la rémunération des dirigeants d'un grand groupe bancaire¹⁴⁸.

En France, la règle n'existe pas et certains s'y opposent fermement, notamment l'AFEP, dans sa réponse du 13 juillet 2011 au Livre vert de la Commission européenne, jugeant que "les actionnaires ont déjà des prérogatives importantes dans la mesure où ils approuvent dans le cadre du régime des conventions réglementées [...] tous les éléments de rémunération, indemnités ou avantages dus ou susceptibles d'être dus à l'occasion de la cessation des fonctions [...] et [qu'] ils votent une délégation au conseil d'attribuer des actions de performance ou des stock-options aux dirigeants ainsi que l'enveloppe des jetons de présence à attribuer aux administrateurs." L'AFEP poursuit ensuite en affirmant qu'autoriser les actionnaires à voter sur la politique des rémunérations poserait un "problème de principe" en appréciant de façon erronée le "rôle respectif des organes de la société et se heurterait à des problèmes pratiques" et "techniques"¹⁴⁹. Toutefois, la technicité de ces questions pourrait être contournée par la compétence, la spécialisation, du moins en théorie, des agences de conseil en vote et leur rôle serait ainsi, en plus d'être renforcé, quasi nécessaire pour les investisseurs. Toutefois, du fait de la part de marché détenue par les agences américaines, cela irait également dans le sens d'une des critiques formulées par l'AFEP, à savoir qu'"une telle solution reviendrait à confier aux fonds d'investissement anglo-américains [...] le pouvoir de fixer les rémunérations et ainsi d'inciter les dirigeants à maximiser les profits à court terme au détriment de la pérennité des entreprises."¹⁵⁰

Sans se prononcer sur l'opportunité d'une évolution législative sur la rémunération des dirigeants, ce sujet étant hors de nos propos, les rôles des agences feraient un grand pas en avant. En effet, le sujet intéressant particulièrement l'opinion publique, il est fort à parier que la presse se ferait l'écho des agences, leur donnant ainsi une importance toute particulière. De

¹⁴⁸ V.A., Boursier.com, Les actionnaires de Citigroup votent contre la paie des dirigeants (titre initial), 18 avril 2012, <http://www.boursier.com/actions/actualites/news/citigroup-les-actionnaires-censurent-la-paie-des-dirigeants-479217.html>

¹⁴⁹ AFEP, Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE, "Réponse de l'AFEP au Livre vert", 13 juillet 2011, p. 12 et 13.

¹⁵⁰ AFEP, Loc. Cit., p. 12 et 13.

plus, le sujet semblant intéresser particulièrement les actionnaires, ces derniers seront certainement tentés d'utiliser les recommandations afin de prendre part à ce nouveau sujet de débat lors des AG. Enfin, si une telle législation voyait le jour, cela permettrait de donner plus de poids au rôle de ces agences en tant que conseil en *corporate governance*. En effet, ces conseils portent souvent sur les rémunérations des dirigeants et il est donc probable que les actionnaires les suivent en les prenant pour des références.

Section IV : Conclusion partie II.

Les agences avaient traditionnellement des rôles très variés même si elles n'étaient pas "*full services*" pour la majorité d'entre elles, seules les agences leaders du marché proposant une vaste gamme de services, ce qui pourrait surtout s'expliquer par leurs origines ou leur appartenance à de grands groupes financiers. Toutefois, avec l'évolution de la réglementation en Europe, les agences européennes pourraient développer de nouvelles compétences afin de proposer des services aussi variés que les agences américaines, du moins si elles arrivent à supporter la concurrence des grandes agences américaines et si la future réglementation n'étouffe pas leur potentielle croissance.

Leur influence dépendra également de la nature de l'actionnariat de la société. En effet, comme le précise note notamment Alexandre Omaggio, l'influence des agences sera "nécessairement plus importante pour des émetteurs sans actionnaire de référence représenté au sein du conseil d'administration ou du conseil de surveillance, et ayant une base importante d'investisseurs institutionnels"¹⁵¹.

Outre la législation pouvant changer sur l'équilibre des pouvoirs entre l'assemblée générale des actionnaires et les dirigeants de la société, la régulation des agences sera un enjeu majeur des années à venir, aussi bien pour les émetteurs, les investisseurs ou encore les agences.

¹⁵¹ Alexandre Omaggio, " Faut-il encadrer l'activité des agences de conseil en vote (proxy advisors) ?", JCPE n°43, novembre 2009, 2065

Partie III : Enjeux de la régulation des agences de conseil en vote.

Acteurs nouveaux, du moins acteurs attirant nouvellement l'attention, les agences de conseil en vote ne sont pas encore traitées en tant que tel par le législateur et le régulateur. Les agences de conseil en vote sont actuellement régulées de façon variable à travers le monde mais la tendance notable est que leur régime est plus abouti aux Etats-Unis d'Amérique¹⁵². Nous n'envisagerons ici que la régulation des agences en Europe, et plus précisément en France, même si la question de la régulation des agences de conseil en vote se pose également aux Etats-Unis d'Amérique suite à une récente étude lancée par la SEC¹⁵³. Dans l'étude de la possible et probable réglementation de ces agences, il est également intéressant de faire un parallèle entre ces agences et les agences de notation et ce même si, comme le précise l'ESMA, leurs rôles sont différents tout en permettant ces parallèles¹⁵⁴.

A l'instar des autres conseillers des investisseurs, il semble qu'un meilleur encadrement des agences de conseil en vote soit appelé du fait de leurs rôles cruciaux vis-à-vis des sociétés et des actionnaires et de certains de leurs défauts (section I). Il est tout d'abord reproché à ces agences un manque de qualité, que ce soit au niveau de leur personnel ou de leurs recommandations, manque qu'une réglementation pourrait éviter (section II). Ensuite, il a souvent été reproché aux agences de notation leur manque de transparence et d'indépendance, d'où la volonté de créer une agence européenne de notation "transparente, innovatrice et indépendante" selon Roland Berger¹⁵⁵, initiateur de la nouvelle future agence de notation européenne. La critique peut également être formulée à l'égard des agences de conseil en vote, que certains considèrent même comme le nouveau bouc émissaire du

¹⁵² ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.27

¹⁵³ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.27

¹⁵⁴ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.30 et 31

¹⁵⁵ Patrick Saint-Paul, Loc. cit.

régulateur confronté à la crise financière¹⁵⁶, les premiers boucs émissaires étant les agences de notation, ce qui a entraîné leur réglementation également¹⁵⁷. Il conviendrait dès lors de prévenir les conflits d'intérêts ainsi que les actions de concert initiées à travers ces agences, ce qui passe là encore par une nouvelle réglementation (section III). Tout comme pour les autres conseillers des investisseurs, la question de la transparence se pose également, ce qui se traduit encore par de nouvelles règles (section IV). Enfin, la question de la mise en jeu de la responsabilité de ces agences peut également se poser (section V), comme cela se fit encore une fois récemment pour les agences de notation. Toutefois, il ne faudra pas perdre de vue le fait que ces agences jouent un rôle jugé "légitime" par certains, notamment l'ESMA¹⁵⁸, et "nécessaire" par de nombreux investisseurs. Cette régulation devra donc trouver un juste équilibre afin de protéger les émetteurs et les investisseurs tout en permettant aux agences de pouvoir continuer à travailler.

Section I : Vers un meilleur encadrement des agences de conseil en vote.

Il est fréquemment rappelé que l'influence croissante des agences en conseil en vote fait peser des risques sur le vote en assemblée générale des sociétés cotées¹⁵⁹. Actuellement, les agences de conseil en vote sont un des rares conseillers des investisseurs à ne pas être réglementés (§1). Toutefois, il semble que la situation commence à changer, une future réglementation des agences de conseil en vote semblant de plus en plus probable (§2). Si une telle réglementation est alors mise en place, la question du régulateur compétent se posera également, une hésitation pouvant exister entre les régulateurs nationaux et le régulateur européen (§3).

¹⁵⁶ Proxinvest, <http://www.proxinvest.com/index.php/fr/page/index.html>

¹⁵⁷ Hubert de Vauplane, Site Droit des marchés financiers, Agences de notation, http://www.droitdesmarchesfinanciers.fr/index.php?option=com_content&view=article&id=13&Itemid=42

¹⁵⁸ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.7

¹⁵⁹ OCDE, "Corporate Governance and the Financial Crisis : Key Findings and Main Messages", juin 2009, p. 11 et 52 notamment

§ 1. Les agences de conseil en vote, un des rares conseillers non réglementés des investisseurs.

Le CMF ne donne pas directement une définition directe des prestataires de services d'investissements mais donne une liste des activités que ces prestataires exercent. En effet, l'article L. 321-1 du CMF dispose que "Les services d'investissement portent sur les instruments financiers [...] et comprennent les services et activités suivants : la réception et la transmission d'ordres pour le compte de tiers ; L'exécution d'ordres pour le compte de tiers ; la négociation pour compte propre ; la gestion de portefeuille pour le compte de tiers ; le conseil en investissement ; la prise ferme ; le placement garanti ; le placement non garanti ; l'exploitation d'un système multilatéral de négociation [...]." Toute activité non listée n'est donc pas un service d'investissement. Dès lors qu'une activité figure dans cette liste, un monopole existe en faveur des prestataires de services d'investissement, ces derniers étant "les entreprises d'investissement et les établissements de crédit ayant reçu un agrément pour fournir des services d'investissement" (article L. 531-1 alinéa 1^{er} du CMF). Pour pouvoir exercer une de ces activités, l'entreprise doit donc être agréée (article L. 531-2 du CMF). Un tel agrément permet de s'assurer que les prestataires de services d'investissement exercent correctement leur métier et ne mettent pas en danger les marchés et les investisseurs. En effet, le règlement général de l'AMF et le CMF posent différentes règles quant au secret professionnel, aux obligations prudentielles, à la bonne conduite à adopter, aux règles d'organisation et au contrôle du personnel.

Le CMF donne également, à l'article L. 321-2, une liste des "services connexes aux services d'investissement", l'alinéa 2 de l'article L. 531-1 précisant que ces activités sont "libre[s], dans le respect des dispositions législatives et réglementaires en vigueur applicables à chacun de ces services." Cela signifie qu'un agrément n'est pas nécessaire pour exercer cette activité et que les obligations légales et réglementaires sont donc moins lourdes.

A la lecture de ces articles, nous pouvons constater que les agences de conseil en vote sont l'un des rares conseillers des investisseurs à échapper à la définition du CMF et donc à ne

pas être plus ou moins strictement réglementée. Pourtant, Proxinvest parle de "prestataire de conseil en vote"¹⁶⁰, prestation qui pourrait rejoindre la liste des autres prestations réglementées que nous venons de mentionner. D'ailleurs, aux Etats-Unis d'Amérique, les agences de conseil en vote sont considérées comme des conseillers en investissements et sont donc régies par l'Investment Advisers Act de 1940 qui leur impose certaines obligations telles qu'agir dans le meilleur intérêt de leur client et faire preuve d'une certaine transparence¹⁶¹. L'ESMA considère que cette réglementation et les obligations qui en découlent permettent d'expliquer pourquoi les investisseurs ont une si grande confiance dans les recommandations des agences¹⁶². En France, il semble pour le moment difficile de faire entrer les agences dans une de ces catégories, à moins d'avoir également une vision large du conseiller en investissements.

En France, à l'heure actuelle, les agences de conseil en vote échappent donc aux réglementations applicables aux prestataires de services d'investissement et même à toute réglementation spécifique à leur activité, contrairement à la majorité des prestataires de services d'investissement annexes. Les faire entrer dans une de ces catégories, ou en créer une nouvelle, aurait pour avantage de les soumettre de façon rapide à toute une réglementation prudentielle et qualitative. Cependant, cela aurait également pour risque de les soumettre à une réglementation qui pourrait être inadaptée à leurs activités et à leur modèle économique. D'ailleurs, il apparaît de plus en plus probable qu'une future réglementation s'applique à ces seules agences, sans pour autant en faire des prestataires de services d'investissement comme c'est parfois le cas dans certains pays.

¹⁶⁰ Proxinvest, www.proxinvest.com/index.php/fr/page/deontologie.html

¹⁶¹ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.27

¹⁶² ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.27

§ 2. La mise en place probable d'une future réglementation des agences de conseil en vote.

Comme le notait Hubert de Vauplane pour les agences de notation, aucune réglementation européenne ne s'appliquait à celles-ci, les principales ayant leur siège aux Etats-Unis d'Amérique et étant donc seulement régulées par les seules autorités américaines. Seule la France faisait figure d'exception en la matière. Suite à la crise financière dite des subprimes, "un double mouvement de régulation" s'est engagé, aussi bien en Europe qu'aux Etats-Unis d'Amérique¹⁶³. Encore une fois, il semble possible de faire un parallèle entre les agences de notation et celles de conseil en vote puisqu'un tel mouvement semble désormais débiter pour les secondes. Toutefois, pour le moment, la recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote semble être le texte fondateur d'une future réglementation (A) tandis que le niveau (national, européen voire international) et la force obligatoire d'une future réglementation font encore débat (B).

A. La recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote, texte fondateur d'une future réglementation française.

Le 18 mars 2011, l'AMF a publié une recommandation sur les agences de conseil en vote¹⁶⁴, faisant de ce texte un des premiers traitant de la question de la réglementation des agences de conseil en vote, même si une telle recommandation semble surprendre certaines agences de conseil en vote qualifiant cette recommandation d'inattendue¹⁶⁵. Toutefois, cette recommandation est désormais le texte fondateur d'une probable future réglementation des agences de conseil en vote. Certains parlant même, pour une simple recommandation, d'une "ébauche de statut professionnel"¹⁶⁶. Certains commentateurs notent également que les

¹⁶³ Hubert de Vauplane, Site Droit des marchés financiers, Agences de notation, http://www.droitdesmarchesfinanciers.fr/index.php?option=com_content&view=article&id=13&Itemid=42

¹⁶⁴ AMF, Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote, 18 mars 2011.

¹⁶⁵ Proxinvest, <http://www.proxinvest.com/index.php/fr/page/index.html>

¹⁶⁶ Michel Storck, "Recommandation AMF n°2011-06 du 18 mars 2011 sur les agences de conseil en vote", RTD Com. 2011, p. 380

recommandations faites par l'AMF sont "très exigeantes" et, surtout, qu'elles semblent s'inspirer de celles faites pour les agences de notation¹⁶⁷.

Au niveau européen, aucune réglementation n'existe pour le moment, même si l'ESMA fait remarquer qu'il existe des règles "pertinentes" qui s'appliquent aux investisseurs et aux émetteurs¹⁶⁸. Néanmoins, le 30 avril 2007, soit près de 5 ans avant cette publication de l'ESMA, la Commission européenne avait lancé une consultation publique afin de compléter la directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007 portant notamment le rôle des intermédiaires dans le processus de vote¹⁶⁹, ce qui vise directement les agences de conseil en vote. Toutefois, le projet n'a pas encore abouti.

Ainsi, à l'heure actuelle, la recommandation de l'AMF sur les agences de conseil en vote reste le texte de référence en la matière, d'autant plus qu'il existe à l'heure actuelle de nombreuses hésitations quant au niveau et à la force obligatoire d'une future réglementation plus aboutie.

B. Des hésitations quant au niveau et à la force obligatoire de la réglementation.

Dans sa recommandation sur les agences de conseil en vote, l'AMF souhaite que les agences de conseil en vote soient encadrées également au niveau européen voire au niveau international, estimant qu'un tel niveau de réglementation serait nécessaire du fait de l'exercice d'une activité internationale par ces agences¹⁷⁰. En effet, aucune réglementation européenne n'existe pour le moment en la matière¹⁷¹. Toutefois, l'avis des différents acteurs

¹⁶⁷ Pierre-Henri Conac, "Recommandation AMF n°2011-06 sur les agences de conseil en vote, 18 mars 2011", *Revue des sociétés* 2011, p. 459

¹⁶⁸ ESMA, Discussion Paper, *An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options*, 22 mars 2012, p.5

¹⁶⁹ AMF, *Rapport sur les opérations de prêt emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires*, janvier 2008, p. 6

¹⁷⁰ AMF, *Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote*, 18 mars 2011, p.2

¹⁷¹ ESMA, *Press release, ESMA seeks views on proxy advisors*, 27 mars 2012.

varie sur ce sujet¹⁷² et plusieurs possibilités existent actuellement. En effet, comme le précise l'ESMA¹⁷³, il existe quatre possibilités :

- Pour le moment, l'UE peut ne pas agir en matière de réglementation des agences de conseil en vote.
- L'UE peut encourager les Etats membres ou encore les agences de conseil en vote à développer leurs propres standards.
- L'UE peut intervenir par des instruments "semi-contraignants".
- L'UE peut intervenir en employant des "instruments législatifs contraignants".

Vers quelle solution allons-nous actuellement ? Quels seront la force et le niveau de la réglementation à venir ? Comment justifier chacune de ces solutions ? L'ESMA a pour particularité de détailler chacune de ces solutions sans se prononcer pour le moment sur la solution à adopter, du moins en attendant les réponses à son rapport, réponses devant être envoyées avant le 25 juin 2012¹⁷⁴ tandis que certains acteurs se prononcent clairement en faveur d'une solution donnée.

Selon l'ESMA, l'absence d'intervention de l'UE se justifie par le fait que l'importance du marché des agences de conseil en vote varie énormément en fonction des pays, comme nous l'avons déjà précisé (voir supra "Le marché des agences de conseil en vote.", pages 16 et suivantes), et que par conséquent une réglementation de ces acteurs serait pertinente que dans certains pays minoritaires en Europe. L'ESMA conclut donc qu'une telle réglementation relèverait plutôt du ressort des Etats membres, comme cela se fit en matière de *corporate governance*. *A contrario*, l'ESMA estime qu'une action de l'UE serait justifiée par le fait que les agences de conseil en vote agissent sur un marché européen et non national, rendant ainsi inopérante une réglementation seulement nationale¹⁷⁵. Les émetteurs et le régulateur français

¹⁷² ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.21

¹⁷³ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.5

¹⁷⁴ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.2

¹⁷⁵ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.34

rejoignent clairement cette dernière position. En effet, l'AFEP affirme que les émetteurs se prononcent en faveur d'un "encadrement de cette activité de conseil en vote" au niveau européen, suite à la première étape de réglementation que constituerait la recommandation de l'AMF sur les agences de conseil en vote et que cette encadrement devrait se faire dans "une recommandation de la Commission européenne qui servirait de fondement à l'élaboration au niveau national d'un "*stewardship code*"¹⁷⁶. De son côté, comme nous l'avions déjà précisé, l'AMF avait clairement précisé qu'une action seulement nationale serait inefficace pour les raisons énoncées par l'ESMA. Le Club des juristes semble proposer une solution allant en ce sens en estimant qu'il faudrait instituer un code de bonne conduite à l'attention des agences au niveau européen¹⁷⁷.

La deuxième solution qui consisterait en une impulsion européenne suivie d'une action nationale se justifie et se contrarie pour les mêmes raisons que la première solution, selon l'ESMA. L'autorité européenne estime qu'une telle impulsion de l'UE pourrait prendre la forme d'engagements informels entre les autorités européennes (l'ESMA et la Commission européenne) et les Etats membres et/ou les agences de conseil en vote afin de développer des standards qui sont correctement adaptés aux marchés européens¹⁷⁸. Le pluriel utilisé par l'ESMA est ici important car il traduit l'existence selon elle d'une multitude de marchés des agences de conseil en vote et non simplement d'un marché européen du secteur, ce qui semble indiquer que l'ESMA penche actuellement plus en faveur d'une régulation nationale plutôt que d'une régulation européenne, ce qui se traduit alors par les options une ou deux. L'option deux se traduirait, selon l'ESMA, soit par des "standards variés" soit par "des recommandations de la Commission européenne"¹⁷⁹. L'expression "standards variés" est floue mais on peut imaginer que l'ESMA fasse référence soit à des Codes de bonne conduites soit encore à des codes de déontologie de la profession de conseiller en vote. L'avantage d'une recommandation

¹⁷⁶ AFEP, Op. cit., p. 28.

¹⁷⁷ Le Club des juristes – Commission Europe, Recommandations et bonnes pratiques à l'attention des émetteurs et des investisseurs institutionnels, avril 2010, p. 44

¹⁷⁸ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.35

¹⁷⁹ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.35

de la Commission européenne serait de permettre de donner les bases de ces codes. L'AFEP, comme nous l'avons précisé se prononce clairement pour cette dernière solution qui a l'avantage de laisser suffisamment de souplesse aux Etats membres tout en les incitant à agir, même si une recommandation n'est pas contraignante. La position de l'AMF prête quant à elle plus à interprétation, tant la formulation utilisée est floue. Toutefois, le régulateur français indique vouloir que l'Europe suive son exemple, ce qui semble indiquer qu'elle se prononce également pour la seconde option de cette seconde solution, ayant elle-même opté pour une recommandation.

La troisième solution consiste à intervenir par des instruments "semi-contraignants". Cette formulation de l'ESMA est floue mais on peut penser qu'elle encourage en fait l'UE à intervenir en utilisant des directives offrant aux Etats membres des options assez larges au moment de la transposition. Toutefois, cela pourrait également se faire par de la "*soft law*" européenne (guidelines, déclarations ou opinions). Néanmoins, à la fin de son rapport, l'ESMA précise qu'il s'agit en fait soit de règlements soit de directives mais que le "*quasi-binding*" se justifierait par le fait que la réglementation mettrait en place une règle type "*comply or explain*". L'ESMA précise qu'il pourrait également s'agir de recommandations ou de lignes directrices prises par elle-même, dans le cadre plus global du Système Européen de Stabilité Financière¹⁸⁰. L'avantage de ces recommandations est que "les autorités compétentes et les acteurs des marchés financiers [doivent] tout [mettre] en œuvre pour [les] respecter" et si "une autorité compétente ne la respecte pas ou n'entend pas la respecter, elle en informe [l'ESMA] en motivant sa décision" (article 16.3 du règlement UE n°1095/2010 du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance). Cela permet ainsi d'inciter vivement les autorités nationales à régir les agences de conseil en vote. Sur le fond, selon l'ESMA, cette réglementation pourrait s'appliquer directement ou indirectement aux agences de conseil en vote selon que la réglementation vise directement les agences ou vise

¹⁸⁰ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.35-36

les investisseurs dans leurs relations avec les agences¹⁸¹. Toutefois, il semblerait avantageux d'user des deux afin que les agences s'améliorent et que leurs clients n'utilisent pas de façon mécanique leurs recommandations sans en étudier leur pertinence, leur sérieux (voir infra "Problème de la qualité des recommandations et de leur usage.", page 62). Une combinaison des deux permettrait d'avoir plus d'efficacité. Selon l'ESMA, l'avantage de cette troisième solution de réglementation serait de permettre une harmonisation européenne tout en laissant une certaine flexibilité aux acteurs et en utilisant la règle "*comply or explain*" de plus en plus utilisée dans les Codes de bonne conduite actuels. L'inconvénient de la solution serait la difficulté d'harmoniser du fait des différences actuelles des législations¹⁸². Néanmoins, cet inconvénient pointé par l'ESMA n'en ait pas vraiment un car l'UE a toujours eu à faire face à cet inconvénient qui existe forcément avant toute harmonisation.

La quatrième solution proposée par l'ESMA consiste à utiliser des "instruments européens législatifs contraignants". Sous cette expression peu commune en droit européen, l'ESMA doit très certainement viser les directives sans pourtant les citer et garder son expression de "législation". L'ESMA considère qu'une telle solution permettrait de réglementer de façon contraignante soit un point précis soit encore un domaine précis (e.g. les conflits d'intérêts, la transparence, etc.)¹⁸³. Ainsi, l'ESMA ne semble pas se prononcer pour une réglementation globale des agences de conseil en vote mais pour une réglementation par problème posé par celles-ci. Selon l'ESMA, une telle solution a pour avantages de contraindre des acteurs ayant une grande influence (du fait de la concentration du marché), jugée inappropriée, à respecter des règles de transparence et de responsabilité à la hauteur de leur rôle¹⁸⁴. Cela rejoint un peu la remarque que nous avons faite au sujet des agences qui échappent en France à la catégorie des prestataires de services d'investissement alors que ce n'est pas le cas dans certains pays (e.g. les Etats-Unis d'Amérique). Selon l'ESMA, le second

¹⁸¹ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.36

¹⁸² ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.36

¹⁸³ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.37

¹⁸⁴ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.37

avantage serait que seule une réglementation forte pourrait réellement contraindre les agences à mieux dialoguer avec les investisseurs. Selon l'autorité européenne, une telle réglementation forte aurait également un double inconvénient. Tout d'abord, comme nous l'avons déjà précisé, une telle réglementation pourrait avoir des effets néfastes sur la concurrence bien que ces effets puissent être atténués par une réglementation progressive (voir supra "Un appel mitigé à l'ouverture du marché des agences de conseil en vote.", page 18). Ensuite, l'ESMA considère qu'une législation contraignante serait disproportionnée car les émetteurs et les investisseurs sont en général soumis à des règles du type "*comply or explain*" en matière de gouvernance¹⁸⁵.

Les quatre solutions proposées par l'ESMA permettent de bien résumer les possibilités actuelles en matière de réglementation tout en mettant en avant les avantages et les inconvénients de fond de chacune d'elles. L'autre problème qui se pose est également celui de la force obligatoire de la solution retenue. En effet, de simples recommandations au niveau européen sont sans force contraignante comme le relève l'ESMA, qui pointe également les risques pour la force contraignante de l'auto-évaluation des acteurs au regard de ces normes¹⁸⁶, et il en sera de même pour les codes de bonne conduite et les recommandations nationales qui en découleront car elles sont par nature également sans force contraignante, ce dont a conscience l'AMF¹⁸⁷. Toutefois, on peut également imaginer que des recommandations européennes sans force contraignante réelle soient également suivies par des réglementations plus strictes au niveau national, réglementations ayant une force contraignante. Néanmoins, ne pas respecter une réglementation souple peut avoir des conséquences néfastes pour les agences de conseil en vote. En effet, sur les marchés financiers et dans le monde bancaire, la confiance et la réputation sont des éléments cruciaux¹⁸⁸, ce qui semble également être le cas

¹⁸⁵ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.37

¹⁸⁶ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.35

¹⁸⁷ AMF, Rapport sur les opérations de prêt emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires, janvier 2008, p. 6

¹⁸⁸ Michel Cardona, Cours de droit bancaire institutionnel, 2011-2012.

pour les agences de conseil en vote¹⁸⁹, et une agence pourrait perdre en crédibilité si elle n'applique pas certaines recommandations, ce qui permet de tempérer l'absence de force contraignante, au sens juridique, de cette "*soft law*". Comme nous l'avons précisé, l'ESMA ne se prononce pas pour une réglementation forte pour tous les aspects des agences de conseil en vote. Une telle solution aurait pour avantage de limiter les risques les plus importants que pourraient causer ces agences (e.g. les conflits d'intérêts ou les problèmes de qualité des recommandations et la compétence du personnel) tout en laissant une plus grande liberté aux Etats membres et/ou aux acteurs sur des points moins problématiques (e.g. la transparence). Une telle solution nous semble préférable car elle permettrait de ne pas trop intervenir dans un secteur qui semble bien fonctionner pour le moment tout en prévenant les risques réels. La difficulté consiste alors à déterminer les enjeux principaux car les différents acteurs ne s'accordent pas sur ceux-ci.

§ 3. Vers une autorité européenne ou nationale de contrôle.

La question de l'autorité de contrôle des agences de conseil en vote peut se poser, comme cela fut le cas récemment pour les agences de conseil en notation. L'alternative est alors de choisir entre un régulateur européen ou un régulateur national. L'AFEP se prononce nettement en faveur de la compétence de l'ESMA et justifie ce choix par le fait que les agences de conseil en vote ont des "activités transnationales"¹⁹⁰. Toutefois, l'ESMA elle-même ne se prononce pas encore sur son futur rôle à jouer et se contente de préciser qu'elle étudie pour le moment la façon dont son rôle pourrait "évoluer"¹⁹¹.

Le président de l'AMF précise que les agences de notation, en 2010, ont "rejoint le giron des régulateurs"¹⁹². Les agences de conseil en vote vont-elles suivre celles-ci d'ici peu ? La réponse nous semble être affirmative tant la réglementation des agences de conseil en vote semble s'inspirer de celle des agences de notation. De plus, aux Etats-Unis d'Amérique, les

¹⁸⁹ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.22

¹⁹⁰ AFEP, Op. cit., p. 28.

¹⁹¹ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.5

¹⁹² AMF, Vœux à la Place, 24 janvier 2011, p. 4.

agences de conseil en vote étant considérées comme des conseillers en investissements, elles doivent s'enregistrer auprès de la SEC¹⁹³. Il nous apparaît toutefois que l'ESMA serait plus à même de réguler et contrôler de façon efficace les agences de conseil en vote tant leur influence est transfrontalière et non locale.

Avant de choisir le régulateur, il semble toutefois nécessaire de s'accorder sur les règles à appliquer ainsi que sur leur contenu. Un appel à la réglementation est actuellement fait pour diverses raisons mais toutes n'aboutiront pas forcément à une réglementation contraignante.

Section II : Un appel à la réglementation pour faire face à différents problèmes qualitatifs des agences de conseil en vote.

Dans sa recommandation sur les agences de conseil en vote, l'AMF considère qu'il est nécessaire que "la qualité du travail fourni par [les agences de conseil en vote] soit très élevée¹⁹⁴". Toutefois, les émetteurs semblent critiquer la compétence du personnel des agences de conseil en vote ainsi que, dans une moindre mesure, la qualité de leurs recommandations. Cela semble donc être un appel à la réglementation de ces agences afin d'exiger un personnel plus compétent pour obtenir un travail de meilleure qualité.

§ 1. Problème de qualité du personnel.

Sans un personnel compétent, on imagine mal que les agences de conseil en vote puissent produire des recommandations de qualité et encore moins être capable de comprendre et d'appliquer la politique de vote de leurs clients si celle-ci doit être appliquée. L'ESMA considère d'ailleurs qu'un personnel "qualifié et savant" est "un facteur clé pour produire des conseils précis, indépendants et fiables"¹⁹⁵. D'ailleurs, dans sa recommandation sur les agences de conseil en vote, l'AMF souhaite que les agences aient les compétences et

¹⁹³ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.27

¹⁹⁴ AMF, Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote, 18 mars 2011, p.2.

¹⁹⁵ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.25

les moyens "adaptés à l'exercice de son activité et, en particulier, à l'analyse des projets de résolution." Selon l'ESMA, les investisseurs pensent que c'est le cas tandis que les émetteurs pensent exactement l'inverse¹⁹⁶. L'AMF poursuit ensuite en précisant que cela nécessite un personnel ayant "des compétences et de l'expérience appropriées à la conduite de ce type d'analyse."¹⁹⁷ Une telle affirmation paraît logique mais risque de remettre en cause les pratiques actuelles de la profession consistant à embaucher de nombreux intérimaires du fait de la haute saisonnalité de la profession¹⁹⁸. Néanmoins recourir à un personnel compétent est une nécessité pour que les agences puissent fournir à leurs clients des "informations [...] exactes, précises et sincères"¹⁹⁹. Cette critique quant au personnel est-elle toutefois fondée ? Les agences peuvent-elles procéder autrement ?

Le travail des agences de conseil en vote consiste tout d'abord à analyser des informations et des résolutions afin de faire des recommandations sur la façon dont le client devrait voter. Pour formuler une telle recommandation, il faut donc disposer de compétences élevées afin de comprendre et surtout d'analyser et de synthétiser des informations de natures très diverses (financières, sociales, stratégiques, légales et réglementaires) et souvent d'une certaine technicité. Déchiffrer un bilan et l'analyser n'est pas à la portée de tous. Comprendre et analyser la documentation juridique n'est pas à la portée de tous. Comprendre le secteur d'activité de la société n'est pas à la portée de tous. Un personnel compétent est donc nécessaire dès cette étape de création de la recommandation. Une fois cette analyse de l'information faite, les agences formulent leurs recommandations en se basant sur la politique de vote maison ou bien de leur client. Si la politique retenue est la politique maison, moins de difficultés semblent pouvoir exister. S'il s'agit de la politique du client, un personnel compétent est là encore nécessaire car il faut alors comprendre, appliquer voire interpréter un document long et souvent complexe, technique et parfois imprécis. D'ailleurs, comme le précise l'ESMA, faire des recommandations personnalisées nécessite de meilleures

¹⁹⁶ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.23

¹⁹⁷ AMF, Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote, 18 mars 2011, p.2.

¹⁹⁸ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.12

¹⁹⁹ AFEF, Op. cit., p. 28.

ressources²⁰⁰, ce qui passe notamment par un personnel plus compétent. Toutefois, quel que soit la politique de vote retenue, l'ESMA considère que l'agence de conseil en vote devrait prendre soin de vérifier si celle-ci est applicable au secteur de l'émetteur, à l'émetteur lui-même et à la réglementation en vigueur²⁰¹. Cela nécessite donc un personnel réellement compétent et disposant de compétences dans différents domaines. Ainsi, un personnel compétent apparaît donc nécessaire à toutes les étapes de la formulation de la recommandation et les compétences nécessaires le sont aussi bien sur le plan financier, économique et juridique. Qu'en est-il toutefois en pratique ?

Tout d'abord, il apparaît clairement que la pratique du recours aux salariés temporaires est une pratique récurrente qui se justifie pour des raisons de saisonnalité de la profession et non pour une simple critique préventive des régulateurs. Toutefois, le recours à un tel personnel varie d'une agence à une autre, sans que l'ESMA précise en quelles proportions²⁰². De plus, certaines agences telles que Proxinvest ne se cachent pas de recourir à "des jeunes stagiaires en fin d'études économiques, financières ou juridiques"²⁰³. Comme nous l'avons précisé, la majorité des AG se déroulent sur une même période et l'agence a donc un besoin fortement accru de personnel en cette période tandis que l'activité va être pratiquement réduite à néant, du moins pour l'analyse des résolutions, le reste de l'année. Si la société devait garder son personnel toute l'année, celui-ci n'aurait probablement aucune activité, sauf à être affecté à un autre poste. Toutefois, cela voudrait dire qu'il faudrait que la société soit alors en sureffectif pour ce poste et que les coûts en personnel des agences de conseil en vote soient disproportionnés, rendant l'activité peu rentable, notamment pour les petites agences très spécialisées, comme nous l'avons vu, dans le seul conseil en vote. Toutefois, l'ESMA précise que certaines agences refusent de recourir à des emplois saisonniers²⁰⁴. En cas de recours à

²⁰⁰ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.14

²⁰¹ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.14

²⁰² ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.25

²⁰³ Proxinvest, www.proxinvest.com/index.php/fr/page/deontologie.html

²⁰⁴ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.12

ces emplois, un problème de compétence du personnel peut alors se poser pour diverses raisons, même si les agences "affirment avoir mis en place des processus et des contrôles permettant de s'assurer que [le travail] [...] est à la fois précis et réalisé dans les temps²⁰⁵". La majorité des agences ne pouvant finir leur travail à temps sans ces emplois saisonniers, elles devront donc trouver un autre moyen pour limiter les risques de problème de compétence de ceux-ci.

L'ESMA précise que pour éviter ces critiques, certaines agences n'embauchent que des salariés saisonniers "sur recommandation personnelles ou encore ne leur confient des responsabilités après une période de formation ou encore ne leur donnent que des tâches simples à effectuer²⁰⁶". Toutefois, comme en atteste une offre d'embauche récente d'Egan Jones²⁰⁷ (annexe 4, page 106), cette affirmation de l'ESMA semble cacher une autre réalité. En effet, dans cette annonce, l'agence recherche du personnel philippin, pas réellement reconnu pour ses compétences en matière d'analyse de résolutions présentées en AG, afin de rédiger un rapport d'analyse concis et de faire des recommandations de vote. Or, les seules qualités requises sont d'être philippin, et d'avoir des "qualités supérieures d'analyse et d'écriture". Sans pouvoir faire de cette annonce une généralité, si une telle pratique est possible, on imagine qu'une réglementation soit nécessaire, d'autant plus qu'aucune formation ne semble prévue dans cette offre d'embauche.

En effet, former le personnel saisonnier, comme semblent le faire certaines agences, permet d'avoir un personnel plus qualifié. Toutefois, cela paraît également quelque peu irréaliste. En effet, peut-on réellement croire qu'un salarié saisonnier va pouvoir analyser correctement des informations financières, sociales, stratégiques, légales et réglementaires avec seulement une formation pré-embauche ? Cela semble être réellement irréaliste et la seule réelle solution reste celle utilisée par certaines agences, à savoir ne confier que des tâches simples à ces salariés saisonniers. Dès lors, le poste correspond vraiment à un emploi

²⁰⁵ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.25

²⁰⁶ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.12

²⁰⁷ Jobstreet, <http://www.jobstreet.com.ph/jobs/2012/1/e/80/3069208.htm?fr=R>

saisonnier car leur travail consiste alors à préparer le travail d'analystes permanents qui connaissent les sociétés, l'environnement de la société, le contexte législatif, les pratiques de la société, etc. En effet, durant le reste de l'année, ces analystes permanents peuvent suivre l'actualité des clients et de leur secteur et formuler des recommandations autres, notamment en matière de *corporate governance*, tandis qu'ils travailleront plus spécifiquement sur l'analyse des résolutions durant les périodes d'AG, s'occupant en fait de formuler les recommandations de vote à partir des travaux préparatoires des salariés saisonniers. Cependant, cela nécessite que le travail préparatoire soit bien fait, ce qui nécessite donc un contrôle de ce travail et/ou une certaine formation de ce personnel intérimaire.

L'ESMA précise ainsi que les agences de conseil en vote devraient mettre en place un système de contrôle des analyses par des employés "seniors"²⁰⁸, ce qui semble d'ailleurs être le cas dans la majorité des agences qui font revoir les rapports par un second analyste²⁰⁹. Cela va également dans le sens de ce que propose l'AMF. En effet, pour que les recommandations soient de qualité égale, "l'AMF recommande que l'agence de conseil définisse des règles méthodologiques sur la base desquelles ses équipes élaborent leurs analyses et s'assure de leur respect."²¹⁰ Là encore, la recommandation de l'AMF semble s'inspirer de ce qui a été fait pour les agences de notation, celles-ci devant désormais mettre en place des systèmes de contrôle interne et de qualité de leurs notations²¹¹. Toutefois, cette recommandation n'induirait probablement que peu de changements car il semble que la majorité des agences ait déjà mis en place des "règles d'organisation et des procédures internes" ayant pour but notamment de créer une politique de recrutement et de contrôler la qualité des recommandations²¹². Encore faut-il toutefois que ces procédures soient adéquates. On pourrait alors imaginer un contrôle

²⁰⁸ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.12

²⁰⁹ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.14

²¹⁰ AMF, Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote, 18 mars 2011, p.2.

²¹¹ Hubert de Vauplane, Cours de droit des marchés financiers, Les agences de notation, 9 novembre 2011.

²¹² ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.12-13

du superviseur, comme cela se fait en matière bancaire, les banques devant montrer à l'ACP que leur contrôle interne est suffisant et efficace afin de pouvoir être agréées²¹³.

Outre le problème de la compétence du personnel, le problème de la qualité de la recommandation se pose ainsi que celui de son usage. En effet, rien ne sert d'avoir un personnel compétent si les méthodes d'analyse ou encore l'usage des recommandations sont de mauvaise qualité.

§ 2. Problème de la qualité des recommandations et de leur usage.

Dans son communiqué de presse du 18 mars 2011, suite à la publication d'une recommandation sur les agences de conseil en vote, l'AMF rappelle qu'elle s'est toujours investie sur des sujets parmi lesquels figure la qualité de l'information donnée aux actionnaires²¹⁴. Il apparaît probable que les recommandations formulées par les agences de conseil en vote soient comprises dans cette information, d'autant plus que, comme le précise l'AMF, "les recommandations de vote diffusées par une ou plusieurs agences peuvent peser sur l'adoption de certaines résolutions en assemblée générale²¹⁵". Il convient donc que ces recommandations soient d'une qualité suffisante afin que les investisseurs puissent prendre leurs décisions sur de bonnes bases. Le problème de la qualité de la recommandation peut découler d'un problème de personnel, comme nous venons de le préciser. Toutefois, ce problème de qualité peut également être dû à la façon de travailler de l'agence (A). Outre le problème de la qualité de la recommandation, des problèmes peuvent survenir si cette recommandation est mal utilisée par les clients (B).

A. Problème de qualité des recommandations.

La Commission européenne, dans son Livre vert sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE, précise qu'il était souvent reproché aux agences de conseil en vote que "la méthode analytique [qu'elles utilisent pour conseiller leur client] ne prendrait pas en

²¹³ Michel Cardona, Cours de droit bancaire institutionnel, 2012.

²¹⁴ AMF, Communiqué de presse, L'Autorité des marchés financiers rappelle son attachement au vote de tous les actionnaires et publie une recommandation relative aux agences de conseil en vote, 18 mars 2011

²¹⁵ AMF, Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote, 18 mars 2011, p.2.

considération les caractéristiques spécifiques des sociétés, les caractéristiques des législations nationales et les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise²¹⁶." L'ESMA précise que cette critique lui a été remontée lors de son étude sur les agences de conseil en vote²¹⁷. L'AFEP va également en ce sens dans sa réponse à ce livre vert en affirmant que les "politiques de vote ne sont pas toujours adaptées au marché considéré"²¹⁸.

Une solution consisterait visiblement, en attendant du moins une meilleure prise en compte du marché local par les agences de conseil en vote, à encourager les émetteurs et les investisseurs français à participer aux discussions internationales relatives à la bonne gouvernance. Telle est du moins la position de l'AMF qui estime que cela permettrait de "contribuer à l'amélioration des standards ou recommandations en vigueur, documents dont les agences de conseil en vote vont par la suite s'inspirer"²¹⁹. Ainsi, de façon indirecte, le marché français serait plus spécifiquement pris en compte. On peut toutefois déplorer que l'AMF passe par un moyen détourné plutôt que d'appeler à une meilleure analyse au cas par cas de la situation des sociétés alors que les agences devraient en principe procéder de la sorte, leurs clients les rémunérant pour exercer une activité de conseil et non de simple reprise des standards internationaux.

Le parallèle entre les agences de conseil en vote et les agences de notation est fait sur les différentes problématiques et on remarque pour les premières que le règlement européen du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit²²⁰ a traité directement le problème de la qualité des notations en interdisant aux agences de noter si elles n'ont pas des informations de quantité et de qualité suffisantes pour le faire²²¹. Une solution similaire aurait pu être imaginée pour les agences de conseil en vote.

²¹⁶ Commission européenne, Livre vert sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE, 5 avril 2011, p. 17.

²¹⁷ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.23

²¹⁸ AFEP, Loc. Cit., p. 27.

²¹⁹ AMF, Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote, 18 mars 2011, p.1.

²²⁰ Règlement CE n°1060/2009 du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit

²²¹ Article 8.2 du règlement CE n°1060/2009 du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit

A ce problème de qualité des recommandations, s'ajoute également le problème du manque de contrôle par les investisseurs des recommandations faites par les agences de conseil en vote.

B. Problème de l'usage de la recommandation par les investisseurs.

L'AMF rappelle ainsi que "l'exercice du droit de vote relève de la responsabilité de l'investisseur"²²² et, la recommandation n°10 du rapport dit Mansion précise que ceux-ci devraient faire précéder leur vote "d'un examen attentif du sens et de la portée des résolutions proposées permettant de porter sur elles un jugement circonstancié"²²³ et, surtout, ne devraient pas se borner à "à appliquer sans contrôle des grilles d'analyse ou des recommandations élaborées par des sociétés de conseil de vote"²²⁴. Or, selon une étude récente réalisée aux Pays-Bas, il s'avère que les investisseurs ne suivent pas les recommandations que "dans un nombre de cas très limités"²²⁵, ce qui amène certains observateurs, même au-delà de ce pays, à se demander si les investisseurs se font leur propre opinion de façon suffisamment indépendante sur les recommandations reçues²²⁶. D'ailleurs, le Club des juristes soulignait que c'est pour la première fois en France en 2009 que certaines résolutions ont été rejetées en AG malgré un avis positif des agences de conseil en vote²²⁷, ce qui va donc dans le sens d'un suivi très (trop ?) fréquent. Ainsi, une information de mauvaise qualité peut ensuite être utilisée et avoir des conséquences majeures du fait des pouvoirs de ces investisseurs dans les assemblées générales des sociétés françaises cotées.

La même recommandation du rapport Mansion conseillait aux "investisseurs institutionnels et/ou [à] leurs gestionnaires [de mettre] en place les moyens nécessaires à

²²² AMF, Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote, 18 mars 2011, p.1.

²²³ AMF, Rapport "Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote en France" dit Rapport Mansion, 6 septembre 2005, p. 26

²²⁴ AMF, Rapport "Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote en France" dit Rapport Mansion, 6 septembre 2005, p.26.

²²⁵ Corporate Governance Code Monitoring Committee, Second report on compliance with the Dutch Corporate Governance Code, 14 décembre 2010, p.11

²²⁶ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.17

²²⁷ Le Club des juristes – Commission Europe, Recommandations et bonnes pratiques à l'attention des émetteurs et des investisseurs institutionnels, avril 2010, p.24

l'analyse des résolutions des sociétés dont ils détiennent des titres en vue d'exercer un vote éclairé²²⁸." Ces moyens peuvent notamment passer par le contrôle des recommandations formulées par les agences de conseil en vote ou encore par le recours à plusieurs agences de conseil en vote et le croisement des recommandations de ces agences, cette seconde solution étant certainement plus facile à mettre en place et moins coûteuse. D'ailleurs, l'ESMA relève qu'il "n'est pas rare que les investisseurs retiennent [...] plus d'une agence [...] pour comparer les analyses et/ou observer les différences [entre les analyses], le cas échéant²²⁹". Si une telle solution semble préférable, elle a toutefois un coût que peuvent certainement ne pas se permettre les petits investisseurs institutionnels, notamment en période de crise, alors qu'il faudrait justement qu'ils soient encore plus vigilants en une telle période. Toutefois, comme le note l'ESMA, même si les grands investisseurs institutionnels ont de grands moyens par rapport aux autres investisseurs, leurs portefeuilles d'actions est également plus vaste ce qui fait qu'ils n'ont pas forcément non plus les moyens de vérifier le travail des agences²³⁰. Néanmoins, en pratique, il semble que les investisseurs mettent peu à peu en place des équipes dédiées à l'analyse des résolutions en plus de consulter les agences²³¹ même si cette tendance semble être minoritaire selon d'autres sources²³². Même si on peut critiquer une telle situation, on peut également comprendre le comportement des investisseurs qui paient un prestataire pour faire un travail et ne veulent donc pas le refaire. Si une réglementation doit être mise en œuvre, il est donc préférable de jouer sur la qualité de la recommandation plus que sur une obligation de consulter plusieurs agences ou de réanalyser les résolutions. Le Club des juristes avait également proposé que les recommandations des autres agences soient mises en ligne sur la plateforme de vote utilisée par les investisseurs institutionnels afin qu'ils

²²⁸ AMF, Rapport "Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote en France" dit Rapport Mansion, 6 septembre 2005, p. 26

²²⁹ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.17

²³⁰ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.18

²³¹ Le Club des juristes – Commission Europe, Recommandations et bonnes pratiques à l'attention des émetteurs et des investisseurs institutionnels, avril 2010, p. 24

²³² Alexandre Omaggio, " Faut-il encadrer l'activité des agences de conseil en vote (proxy advisors) ?", JCPE n°43, novembre 2009, 2065

puissent avoir accès à différentes analyses²³³. Une telle solution nous apparaît toutefois quelque peu utopique car elle consisterait à rendre publique gratuitement un service pour lequel les investisseurs paient normalement et nuirait donc à la rentabilité des agences voire troublerait la concurrence.

Une autre solution consisterait également à introduire une règle de bonne conduite s'appliquant aux investisseurs et les obligeant à prendre les mesures nécessaires pour ne décider de façon trop hâtive. Cela pourrait par exemple se faire en introduisant une sorte de "*business judgement rule*" à l'européenne en faveur des investisseurs, cette règle de droit américain des sociétés posant une présomption de bonne décision en faveur des dirigeants, sauf à prouver notamment que les dirigeants ont agi de façon négligente. La règle pourrait ici jouer en faveur des investisseurs utilisant mécaniquement les résolutions paraissant remplir certains standards de qualité et on pourrait exiger d'eux une plus grande méfiance lorsque des indices pourraient indiquer que l'agence a manifestement mal fait son travail, laissant cette appréciation à la charge du régulateur. La réglementation pourrait également être plus exigeante lorsque l'investisseur agit dans son propre pays dont il doit normalement mieux connaître les lois ou lorsqu'il s'agit d'un gérant devant voter dans l'intérêt de ses clients (par exemple un gérant d'OPCVM). La réglementation pourrait également se montrer plus souple en fonction de la résolution en question. En effet, il serait incompréhensible de traiter avec les mêmes exigences de prudence une résolution pour la nomination des commissaires aux comptes qu'une résolution stratégique pour la société ou encore touchant au personnel ou encore touchant à la *corporate governance*. D'ailleurs, l'ESMA note qu'en général les investisseurs votent mécaniquement, i.e. en ne se basant que sur les recommandations des agences, des résolutions portant sur les commissaires aux comptes tandis qu'ils analysent de façon plus rigoureuse des recommandations portant sur des résolutions touchant à des

²³³ Le Club des juristes – Commission Europe, Recommandations et bonnes pratiques à l'attention des émetteurs et des investisseurs institutionnels, avril 2010, p. 25

décisions de gestion importante ou encore à des questions de *corporate governance* majeure telles que la rémunération des dirigeants²³⁴.

Cette règle de bonne conduite pourrait également être doublée, pour être plus efficace, d'une interdiction pour les agences de pré-remplir les formulaires de vote de leurs clients. Il semble en effet que certaines agences pré-remplissent les "cases du formulaire de vote selon leurs recommandations pour permettre à leur client de voter en un seul clic"²³⁵. Une telle pratique pourrait être interdite sans avoir de conséquences néfastes sur l'activité des agences tout en ne créant pas de coûts supplémentaires importants pour les investisseurs. Le bilan économique d'une telle mesure serait donc a priori excellent. Mais, surtout, sur le plan juridique, cela permettrait d'éviter une utilisation mécanique des positions des agences. En effet, dans ce cas, il semble que l'investisseur ne prenne même pas connaissance des recommandations pour voter. En interdisant une telle pratique, l'investisseur devrait au moins lire la recommandation, même s'il l'applique mécaniquement ensuite.

Une dernière solution pourrait s'inspirer d'un code de bonne conduite anglais (UK FRC Stewardship Code, 2010) qui prévoit, dans son premier principe, que les investisseurs institutionnels doivent informer le public sur la façon dont ils utilisent les recommandations des agences de conseil en vote lorsqu'ils utilisent leurs services pour voter²³⁶.

Section III : La prévention des conflits d'intérêts et des actions de concert au cœur d'une future réglementation.

La future réglementation des agences de conseil en vote va très certainement traiter des conflits d'intérêts (§2) car ceux-ci, du fait du parallélisme fait avec les agences de notation, avaient été mis au cœur de la réglementation de ces dernières. Il ne faudrait toutefois

²³⁴ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.19

²³⁵ Alexandre Omaggio, " Faut-il encadrer l'activité des agences de conseil en vote (proxy advisors) ?", JCPE n°43, novembre 2009, 2065

²³⁶ " The disclosure should include [...] the policy on voting and the use made of, if any, proxy voting or other voting advisory service, including information on how they are used"

pas que cette réglementation oublie de traiter des actions de concert tant la notion floue actuelle peut être problématique avec les agences de conseil en vote (§1).

§ 1. Les difficultés liées à la notion d'action de concert en présence des agences de conseil en vote.

La notion d'action de concert n'est pas directement définie par le Code de commerce, l'article L. 233-10 I se contentant de préciser que "sont considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord en vue d'acquérir, de céder ou d'exercer des droits de vote, pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société ou pour obtenir le contrôle de cette société."

Dès lors, si un mandataire agit pour le compte de plusieurs actionnaires, il semble qu'un risque d'action de concert existe. Les auteurs posent la problématique sous deux angles : les mandataires peuvent-ils être considérés comme agissant de concert par l'entremise du mandat et le mandataire peut-il être considéré comme agissant de concert avec les mandants²³⁷? La question semble renouvelée avec la libéralisation du mandat de vote et le rôle des agences de conseil en vote.

Pour que l'action de concert soit retenue, certains auteurs notaient qu'il fallait que le mandataire centralise les mandats dont les intentions de vote sont convergentes et indiquaient que ce serait le cas lorsque le mandataire aurait publié ses propres intentions de vote lors de la sollicitation active de mandats²³⁸. Or, comme nous l'avons précisé (voir supra "L'apparition possible des *proxy fights*" en France.", pages 36 et suivantes), l'article L. 225-106-2 du Code de commerce prévoit que toute personne sollicitant activement des mandats doit publier sa politique de vote. Dès lors, il semble qu'action de concert et sollicitation active de mandat soient intimement liées en droit français. Est-ce une façon pour le législateur de tuer deux pratiques qu'il semble désapprouver de longue date ?

²³⁷ Stéphane Torck, "Sollicitation active de mandats, action de concert et offre publique obligatoire", Bulletin Joly Bourse, n°5, 1^{er} mai 2011, p. 334

²³⁸ Stéphane Torck, "Sollicitation active de mandats, action de concert et offre publique obligatoire", Bulletin Joly Bourse, n°5, 1^{er} mai 2011, p. 334

A priori, il semblerait que ce soit le cas tant les conséquences d'une action de concert sont lourdes pour les participations (notamment en matière de déclaration de franchissements de seuils et d'OPA obligatoire). Toutefois, comme nous l'avons précisé, la notion d'action de concert est une notion floue et on peut donc appeler le juge à la modération pour éviter que toute sollicitation active de mandat, doublée d'une publication obligatoire de la politique de vote, soit doublée d'une action de concert. Il conviendrait donc, comme le propose certains auteurs, notamment Stéphane Storck, de ne pas imposer d'OPA obligatoire en dehors des "concerts contrôlants" en appelant le régulateur français à ne pas briser "l'élan démocratique" insufflé par le législateur européen par un régulateur national trop strict²³⁹.

D'autres auteurs proposent de limiter la notion d'action de concert aux cas où il existerait un "leader susceptible de coordonner et d'entraîner à sa suite un [...] courant contestataire parce qu'il exerce un certain contrôle sur ses congénères"²⁴⁰. Toutefois, comme le note très justement un commentateur, il existe toujours un initiateur en cas d'appel public à mandat²⁴¹. Dès lors, cette solution serait inopérante et il faudrait donc encore en appeler à une modération du juge pour ne pas condamner la pratique de l'appel public à mandat dès sa naissance en droit français.

§ 2. Les conflits d'intérêts : enjeux et prévention.

L'AGEFI estime que la prévention des conflits d'intérêts est un "point crucial" car les agences de conseil en vote proposent également des "services de conseil en gouvernance"²⁴², ce qui rend ainsi les conflits dangereux encore plus néfastes que dans d'autres domaines. De son côté, l'ESMA voit aussi les conflits d'intérêts comme un enjeu crucial et affirme ainsi que "si les agences de conseil en vote ont une influence réelle ou significative sur la décision de vote de l'investisseur, il est crucial que ce conseil soit indépendant et objectif", les conflits

²³⁹ Stéphane Torck, "Sollicitation active de mandats, action de concert et offre publique obligatoire", Bulletin Joly Bourse, n°5, 1er mai 2011, p. 334

²⁴⁰ F.-M. Laprade, Concert et contrôle, Plaidoyer en faveur d'une reconnaissance de l'action de concert par le droit commun des sociétés, Joly Éditions, 2007, p. 385, no 566

²⁴¹ Thibault de Ravel d'Esclapon, "Bataille de procurations : une nécessaire réglementation ?", Petites affiches, n°198, 5 octobre 2009, p. 5

²⁴² Bruno de Roulhac, L'AGEFI, L'AMF invite les proxys à dialoguer avec les sociétés, 21 mars 2011

d'intérêts pouvant "compromettre cet objectif"²⁴³. Si tous les commentateurs et acteurs semblent s'accorder sur l'enjeu que représente la prévention des conflits d'intérêt, encore faut-il savoir ce que sont les conflits d'intérêts en la matière, en théorie (A) et en pratique (B), pour mieux les prévenir (C).

A. Définition des conflits d'intérêts en la matière.

Dans son Livre vert sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE, la Commission européenne définit de façon précise les conflits d'intérêts. En effet, selon la Commission, "les conflits d'intérêts naissent souvent lorsqu'un investisseur institutionnel ou un gestionnaire d'actifs, ou sa société mère, a un intérêt commercial dans la société détenue, par exemple dans le cas d'un groupe financier dont une succursale chargée de la gestion d'actifs peut vouloir dissimuler qu'elle exerce activement ses droits d'actionnaire dans une société à qui sa société mère fournit des services ou dans laquelle elle détient une participation."²⁴⁴

L'AMF donne également sa définition des conflits d'intérêts de façon indirecte en faisant ses recommandations sur la transparence. Un conflit d'intérêt existe en effet dès qu'une agence de conseil en vote a des "éventuels liens d'intérêts avec :

- la société dont elle analyse les projets de résolution ;
- un ou des actionnaire(s) qui ont soumis des points à l'ordre du jour ou des projets de résolution à l'occasion de l'assemblée générale pour laquelle elle va émettre ce rapport d'analyse ;
- les personnes qui contrôlent directement ou indirectement la société ou les actionnaires désignés aux alinéas précédents."²⁴⁵

²⁴³ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.21

²⁴⁴ Commission européenne, Livre vert sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE, 5 avril 2011, p. 15

²⁴⁵ AMF, Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote, 18 mars 2011, p. 3.

Dans son rapport sur les agences de conseil en vote, l'ESMA reprend une définition proche²⁴⁶ de celle de l'AMF, les régulateurs européens et français semblent donc s'accorder sur ce point.

Après avoir défini les conflits d'intérêts, encore faut-il savoir dans quel(s) contexte(s) ceux-ci peuvent survenir.

B. Cas de survenance des conflits d'intérêts en la matière.

L'AFEP estime que les situations de conflits d'intérêts naissent du fait que les agences de conseil en vote exercent de nombreuses activités²⁴⁷. Dans son Livre vert sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE, la Commission européenne avait noté que certains émetteurs s'inquiétaient du "fait que l'activité des «*proxy advisors*» peut donner lieu à des conflits d'intérêts, notamment lorsque ceux-ci conseillent aussi les sociétés détenues en matière de gouvernance d'entreprise"²⁴⁸. Dans ce cas, le conflit est né du fait que l'agence risque de ne pas conseiller de façon objective son client en gardant en tête ses propres recommandations en matière de *corporate governance*. Le conflit est ici intellectuel plus que financier. Toutefois, l'ESMA relève qu'en pratique les agences de conseil en vote ne conseillent pas les deux parties ou, lorsqu'elles le font, mettent en place des mesures de limitation des risques de conflits d'intérêts (même si l'ESMA ne se prononce pas sur l'efficacité de ces mesures)²⁴⁹.

La Commission européenne donne un autre exemple de conflit qualifiable d'intellectuel. En effet, elle estime que "des conflits d'intérêts peuvent également naître lorsqu'un «*proxy advisor*» donne des conseils sur des résolutions d'actionnaires proposées par

²⁴⁶ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.21

²⁴⁷ AFEP, Op. cit., p. 27.

²⁴⁸ Commission européenne, Livre vert sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE, 5 avril 2011, p. 17

²⁴⁹ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.21

ses propres clients.²⁵⁰ En effet, dans ce cas, l'agence risque de ne pas analyser correctement la résolution afin de favoriser son client.

L'ESMA précise également qu'un conflit d'intérêt peut naître lorsque l'agence appartient à un groupe dont d'autres entités fournissent également d'autres services pouvant créer des conflits d'intérêts²⁵¹. En effet, on imagine mal qu'une agence de conseil en vote d'un groupe puisse faire des recommandations allant par exemple dans un sens contraire aux recommandations faites par une agence de notation du même groupe, sous peine de faire perdre de la crédibilité à l'une ou l'autre des entités du groupe, si ce n'est les deux. Or, comme nous l'avons précédemment exposé (voir supra "Typologie des agences de conseil en vote.", pages 13 et suivantes), certains groupes proposent ces deux services ou encore des services de conseil financier.

Pour les agences de notation, leur mode de rémunération avait été considéré par certains comme une source de conflits d'intérêts. Qu'en est-il pour les agences de conseil en vote ? Afin de répondre à cette question, il convient tout d'abord de préciser le mode de rémunération de ces agences. L'ESMA précise que les agences font des profits en fournissant des conseils personnalisés ou standardisés en matière de vote et de gouvernance d'entreprise, en mettant en place une logistique de vote et en faisant des recommandations en matière de rémunération. L'ESMA précise ensuite que les agences sont rémunérées soit par les émetteurs, soit par les investisseurs, en fonction des services rendus et selon des honoraires variant en fonction du type de société, du marché sur lequel elle évolue ainsi que du montant des actifs détenus par le client dans la société²⁵². Du fait du mode de rémunération, un conflit d'intérêt peut donc également survenir. En effet, du fait des diverses activités exercées, il se pourrait qu'une agence fasse prévaloir un gros investisseur client sur une petite société également cliente. De plus, comme cela avait été reproché aux agences de notation, l'agence de conseil

²⁵⁰ Commission européenne, Livre vert sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE, 5 avril 2011, p. 17

²⁵¹ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.21

²⁵² ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.12

en vote pourra-t-elle évaluer en toute objectivité la gouvernance d'une société qui la paie pour cette activité ? Les commissaires aux comptes, bien que payés par la société, sont considérés comme étant indépendants. Pourquoi les agences ne le seraient-elles pas ? En fait, tout dépendra de la conscience professionnelle de l'agence et de son personnel, d'où l'intérêt d'une réglementation déontologique qui n'existe pas pour le moment du fait du statut actuel des agences (voir supra "Les agences de conseil en vote, un des rares conseillers non réglementés des investisseurs.", pages 47 et suivantes).

Une fois les contextes et la nature des conflits d'intérêts déterminés, il convient toutefois de réussir à les prévenir et à les traiter. Différentes solutions sont alors proposées.

C. Les propositions de réglementation en présence.

L'ESMA précise que les conflits d'intérêts sont atténués lorsque le client de l'agence n'a que peu d'influence dans une société ou encore lorsque celui-ci utilise plusieurs agences pour se faire son opinion sur les résolutions avant de voter²⁵³. Toutefois, comme nous l'avons précisé, les clients sont souvent des investisseurs importants, influents, et ne consultent en général qu'une seule agence pour réduire les coûts. Il convient donc de proposer différentes solutions pour prévenir et gérer les conflits d'intérêts.

En étudiant les différentes solutions, on peut remarquer que le sujet est traité de la même façon pour les agences de notation et les recommandations de l'AMF rappellent étrangement l'article 6.1 du règlement européen sur les agences de notation²⁵⁴. L'AMF recommande ainsi que "l'agence de conseil définisse et publie sur son site Internet les mesures raisonnables et appropriées visant à prévenir d'éventuels conflits d'intérêt susceptibles d'affecter l'agence, ses dirigeants ou les membres de ses équipes en charge de

²⁵³ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.22

²⁵⁴ "Une agence de notation de crédit prend toute mesure nécessaire pour garantir que l'émission d'une notation de crédit n'est affectée par aucun conflit d'intérêts ni aucune relation commerciale, existants ou potentiels, impliquant l'agence de notation de crédit émettant cette notation, ses dirigeants, ses analystes de notation, ses salariés, toute autre personne physique dont les services sont mis à la disposition ou placés sous le contrôle de l'agence de notation de crédit ou toute personne directement ou indirectement liée à elle par une relation de contrôle."

l'analyse des résolutions et, s'ils sont avérés, à les gérer, en particulier en cas de pluralité d'activités (conseils aux émetteurs, mise à disposition d'une plate-forme de vote, sollicitation de mandats...).²⁵⁵ L'AFEP, dans sa réponse au Livre vert, reprend à l'identique les solutions proposées par l'AMF pour prévenir et gérer les conflits d'intérêts²⁵⁶. Toutefois, afin que les conflits soient correctement gérés, il faut que les mesures mises en place soient suffisantes, ce qui, en cas de pluralité d'activités, passerait par une séparation de l'agence en différentes équipes ne communiquant pas entre elles. De telles mesures pourraient être difficiles à mettre en place dans les agences qui recourent souvent à du personnel saisonnier et qui ont donc souvent un effectif tout juste suffisant en période d'AG. De plus, le personnel devrait d'ailleurs être formé sur les conflits d'intérêts pour les limiter.

Selon l'AMF, la gestion des conflits d'intérêts passe tout d'abord par un contrôle interne, sans que l'AMF ne donne explicitement le terme, voire même la création d'un responsable de la conformité, ce que les Anglo-saxons appelleraient plutôt un "*chief compliance officer*". En effet, "l'AMF invite l'agence de conseil à faire figurer ces mesures [de prévention des conflits d'intérêts] dans une charte éthique ou un code de conduite, leur mise en œuvre et leur contrôle pouvant être assurés par une personne désignée à cet effet". Là encore, la recommandation ressemble fort à ce qui se fait pour les autres acteurs du monde des marchés financiers, notamment au sein des banques²⁵⁷. Actuellement, selon le rapport de l'ESMA sur ces agences, il semble que la majorité d'entre elles se soient dotées de "règles internes d'organisation et de procédures [...] afin d'atténuer les conflits d'intérêts"²⁵⁸. Toutefois, le même rapport précise ensuite que cette politique d'atténuation varie selon les agences : certaines ne recourent à aucun cabinet extérieur, d'autres se sont dotées de procédure interne sur le sujet tandis que d'autres révèlent les conflits d'intérêts ou installe un "pare-feu"²⁵⁹. Il semble donc que ce domaine précis nécessite réellement une réglementation

²⁵⁵ AMF, Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote, 18 mars 2011, p. 3.

²⁵⁶ AFEP, Op. cit., p. 28.

²⁵⁷ Michel Cardona, Cours de droit bancaire institutionnel, 2012.

²⁵⁸ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.12-13

²⁵⁹ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p. 13

et, du fait de son importance et des risques potentiels, il semble préférable que cela se fasse de façon stricte, notamment en passant par ce que l'ESMA appelle une législation européenne contraignante, autrement dit une directive ou un règlement européen.

Ensuite, la lutte contre les conflits d'intérêts passe aussi par une meilleure transparence en la matière. Ainsi, l'AMF met en place de nouvelles exigences de transparence en la matière en recommandant aux agences de mentionner "expressément dans tout rapport d'analyse ses éventuels liens d'intérêts avec :

- la société dont elle analyse les projets de résolution ;
- un ou des actionnaire(s) qui ont soumis des points à l'ordre du jour ou des projets de résolution à l'occasion de l'assemblée générale pour laquelle elle va émettre ce rapport d'analyse ;
- les personnes qui contrôlent directement ou indirectement la société ou les actionnaires désignés aux alinéas précédents.²⁶⁰

Sur ce point également, l'AFEP, dans sa réponse au Livre Vert, reprend à l'identique les solutions proposées par l'AMF²⁶¹.

Enfin, l'AMF pose ensuite une règle de transparence liée non pas à la mise en avant des conflits d'intérêts existants, ce qui permet alors aux investisseurs de se montrer plus méfiants vis-à-vis d'une recommandation donnée, mais à la publication des moyens de gérer les conflits d'intérêts, ce qui permet alors aux investisseurs de voir si la recommandation a été faite en toute impartialité ou non malgré les conflits existants. En effet, l'AMF recommande à "l'agence de conseil [d'indiquer] dans son rapport la manière dont l'existence de ces liens a été gérée en application des mesures définies dans la charte ou le code de conduite."²⁶²

Ainsi, la prévention des conflits d'intérêts en la matière se révèle vouloir être traitée de manière désormais classique, tant les agences de conseil en vote fonctionnent sur un modèle proche des autres conseillers des investisseurs. L'accent est cependant particulièrement mis

²⁶⁰ AMF, Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote, 18 mars 2011, p. 3.

²⁶¹ AFEP, Op. cit., p. 28.

²⁶² AMF, Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote, 18 mars 2011, p. 3.

sur la transparence, un appel à la transparence étant d'ailleurs fait sur d'autres points que les conflits d'intérêts.

Section IV : Une nécessaire transparence des agences de conseil en vote.

La transparence des marchés est depuis longtemps au cœur des préoccupations des régulateurs mais aussi de l'UE, la directive 2004/109/CE, dite directive transparence, du 15 décembre 2004 en étant une des concrétisations. Suite à la dernière crise financière, le G20 a remis la transparence sur le devant de la scène, la mettant "au cœur de [sa] feuille de route" et l'AMF en faisant un des "trois grands principes qui guideront [son] action" en 2011²⁶³. Toutefois, comme le note le président de l'AMF dans ses vœux à la place de 2011, "la transparence des seuls marchés ne suffit pas, encore faut-il appliquer ces mêmes principes de transparence aux acteurs financiers."²⁶⁴ En toute logique, dans sa recommandation sur les agences de conseil en vote, l'AMF appelle à plus de transparence ces agences²⁶⁵. La Commission européenne, dans son livre vert, posait la question suivante (question n°18) : "la législation de l'UE devrait-elle imposer aux « *proxy advisors* » d'être plus transparents, par exemple sur leurs méthodes d'analyse, sur leurs conflits d'intérêts et leur politique de gestion des conflits et / ou sur la question de savoir s'ils appliquent un code de conduite ?"²⁶⁶ Une meilleure transparence, au sens strict du terme, passe tout d'abord par une meilleure transparence quant à la politique de vote de l'agence de conseil en vote (§1) mais aussi par un meilleur dialogue avec les émetteurs (§2) et une meilleure transparence quant aux normes appliquées (§3).

§ 1. Une meilleure transparence quant à la politique de vote.

La transparence vis-à-vis des marchés et des investisseurs se traduit essentiellement par plus de communication des agences de conseil en vote sur leur politique de vote. De plus, la Commission européenne avait noté que les investisseurs et les sociétés cotées étaient

²⁶³ AMF, Vœux à la Place, 24 janvier 2011, p. 4.

²⁶⁴ AMF, Vœux à la Place, 24 janvier 2011, p. 4.

²⁶⁵ AMF, Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote, 18 mars 2011, p.2

²⁶⁶ Commission européenne, Livre vert sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE, 5 avril 2011, p. 17.

préoccupés par le manque de transparence des agences de conseil en vote quant aux méthodes adoptées pour élaborer leurs conseils²⁶⁷. Quelles sont les réponses apportées à l'heure actuelle et les solutions à venir ?

L'AMF estime que "la transparence de la politique de vote mise en œuvre par une agence de conseil est essentielle dans la mesure où [...] elle rend clairement lisible son opinion sur les thèmes susceptibles d'être présentés à l'assemblée générale des actionnaires et, plus spécifiquement, elle permet une meilleure compréhension par les investisseurs et, le cas échéant, les émetteurs des raisons pour lesquelles l'agence de conseil exprime une recommandation positive ou négative sur un projet de résolution spécifique²⁶⁸." Cette recommandation de l'AMF est assez favorable aux émetteurs et aux investisseurs autres que les clients des agences. En effet, ces derniers connaissent la politique de vote de leur prestataire de service et ne bénéficieront donc pas de cette mesure qui ne fera que donner une information nouvelle aux autres investisseurs et surtout à l'émetteur.

Afin que cette politique de vote soit facilement consultable, l'AMF "recommande que toute agence de conseil publie sa politique générale de vote sur son site Internet²⁶⁹", les sites internet étant désormais la source d'information usuelle de la communication financière et, surtout, une source très facilement accessible de nos jours. Suivant cette recommandation, Proxinvest a ainsi publié une telle politique de vote sur son site Internet pour l'année 2012 (annexe 5, pages 107 et suivantes) et il semble d'ailleurs, selon l'ESMA, que la majorité des agences aient adopté des règles internes sur "la publication de leurs politique de vote et lignes directrices"²⁷⁰. Néanmoins, l'ESMA relève également que certaines agences refusent de "partager le contenu de leur politique de vote et de leurs lignes directrices avec le public"²⁷¹, ce qui peut se justifier par le fait que ces agences agissent pour leurs clients et non pour le

²⁶⁷ Commission européenne, Livre vert sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE, 5 avril 2011, p. 17.

²⁶⁸ AMF, Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote, 18 mars 2011, p.2

²⁶⁹ AMF, Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote, 18 mars 2011, p.2

²⁷⁰ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.12

²⁷¹ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.12

public. En effet, les agences sont avant tout des prestataires de services et, contrairement aux agences de notation qui rendent publiques leurs notations, ne sont pas payées par l'émetteur pour noter ce dernier mais bien par les investisseurs pour leur fournir un service. Parfois, certaines agences n'ont pas de politique de vote propre et utilisent alors celle de leur client ou encore des standards publics tels que ceux publiés par l'ICGN²⁷². Dans ce cas, il nous apparaît toutefois nécessaire que ces agences indiquent utiliser ces standards pour formuler leurs recommandations plutôt que de s'abstenir de publier une telle information. En effet, le fait d'utiliser des standards ne peut servir de justification à une moindre transparence, d'autant plus que l'utilisation de standards risque d'augmenter la probabilité que la recommandation soit inadaptée à la société et à son environnement.

Toutefois, pour qu'une telle publication de la politique de vote soit bénéfique et permette réellement d'améliorer la transparence, encore faut-il que les politiques de votes soient "claires, précises et [...] prennent en compte les spécificités du marché considéré" et qu'elles soient "publiées dans un délai suffisant précédant les assemblées générales" comme le propose l'AFEP dans sa réponse au Livre vert de la Commission européenne²⁷³. En effet, une politique de vote incompréhensible et inadaptée, ou encore inaccessible à temps serait inutile pour accroître la transparence. D'ailleurs, la qualité de l'information et son accessibilité suffisamment tôt sont souvent au cœur des impératifs de transparence. Afin que la politique de vote soit suffisamment claire, l'AMF encourage les agences de conseil à y faire "figurer une définition des notions ou concepts spécifiques utilisés, le cas échéant, par l'agence de conseil ainsi que toute autre information utile permettant d'en faciliter la compréhension et la portée²⁷⁴." Une telle recommandation peut paraître étrange quand on prend en compte le fait que les agences de conseil en vote ont pour client des investisseurs institutionnels qui, en principe, ont des connaissances particulières en la matière et n'ont donc a priori pas besoin de telles explications. Toutefois, l'AMF veille également de la sorte à la protection des petits

²⁷² ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.13

²⁷³ AFEP, Op. cit., p. 28.

²⁷⁴ AMF, Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote, 18 mars 2011, p.2

porteurs même si cela peut paraître illusoire car ces derniers ne vont pas consulter une telle documentation.

Ensuite, pour que la transparence soit complète au niveau de la politique de vote, il convient que la version publique soit régulièrement mise à jour et soit bien celle appliquée par l'agence de conseil en vote. L'AMF recommande ainsi que les recommandations susmentionnées s'appliquent également aux mises à jour de la politique de vote et que celle-ci soit appliquée de manière transparente et cohérente²⁷⁵. Selon l'ESMA, la majorité des agences mettent déjà régulièrement à jour leurs politiques de vote et leurs lignes directrices²⁷⁶.

Enfin, l'AMF estime que la transparence de la politique de vote doit également exister au moment de son élaboration. Ainsi, le processus d'élaboration de la politique de vote doit également être rendu public et "doit permettre le recueil des avis des investisseurs auxquels les rapports d'analyse sont destinés ainsi que de toute personne intéressée"²⁷⁷. La transparence reprend ici des principes nouvellement appliqués aux agences de notation qui doivent désormais publier leur méthode d'analyse afin d'améliorer la transparence²⁷⁸ suite au récent règlement CE n°1060/2009 du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit. Sans améliorer directement la transparence de la politique de vote, on peut toutefois penser qu'une telle publication facilite le contrôle de celle-ci par les investisseurs et leur permet donc de mieux voter au final, l'AMF considérant en effet que ceux-ci ne doivent pas se contenter d'appliquer mécaniquement les recommandations faites par les agences (voir supra "Problème de la qualité des recommandations et de leur usage.", page 62).

La transparence des politiques de vote semble être une des recommandations de l'AMF sur laquelle les acteurs attachent le plus d'importance. Toutefois, il nous semble qu'une telle transparence est surtout importante si l'agence vote pour son client. Or, dans ce cas, il s'avère que le Code de commerce prévoit déjà des règles strictes et impératives. En effet, comme

²⁷⁵ AMF, Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote, 18 mars 2011, p.2

²⁷⁶ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.13

²⁷⁷ AMF, Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote, 18 mars 2011, p.2

²⁷⁸ Hubert de Vauplane, Cours de droit des marchés financiers, Les agences de notation, 9 novembre 2011.

nous l'avions précisé (voir supra "L'apparition possible des *"proxy fights"* en France.", pages et 36 suivantes), l'article L. 225-106-2 alinéa 1^{er} du Code de commerce prévoit qu'en cas de sollicitation de mandat active, le mandataire doit publier sa politique de vote. Dès lors, la recommandation de l'AMF risque souvent de faire double emploi avec la règle du Code de commerce, à moins qu'elle n'en soit qu'un rappel, le Code ne visant pas directement les agences.

§ 2. Une meilleure transparence par l'amélioration du dialogue avec l'émetteur.

L'AFEP, en réponse au Livre vert de la Commission européenne sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE, affirmait que le dialogue avec les émetteurs était "insuffisant" voire même absent²⁷⁹ et l'AMF avait en effet déjà relevé ce point dans sa recommandation sur les agences de conseil en vote. L'ESMA précise quant à elle qu'il n'existe pour le moment encore aucun standard en la matière²⁸⁰.

En effet, dans cette recommandation, l'AMF appelle à un meilleur dialogue de celles-ci avec les sociétés cotées afin d'améliorer la transparence de leurs pratiques. Toutefois, cela va bien au-delà de la transparence car l'AMF donne une sorte de droit de réponse à l'émetteur, mettant en place une sorte de procédure contradictoire pour l'élaboration des recommandations. En effet, l'AMF recommande que "l'agence de conseil transmette à la société concernée son projet de rapport pour commentaires éventuels et, lorsque qu'elle ne l'a pas transmis, de l'indiquer clairement dans le rapport d'analyse et d'en expliquer les raisons."²⁸¹ Encore une fois, l'AMF introduit en droit français une règle type "*comply or explain*" incitant ainsi l'agence à dialoguer avec l'émetteur plutôt qu'à se justifier, ce qui peut être embarrassant. Cette recommandation peut réellement être qualifiée de procédure car l'AMF pose des règles précises de dialogue entre la société et l'agence de conseil en vote en

²⁷⁹ AFEP, Op. cit., p. 27

²⁸⁰ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.24

²⁸¹ AMF, Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote, 18 mars 2011, p.3

fixant notamment des délais de communication et de réponse. En effet, l'AMF a créé la procédure suivante:

- "La société dispose d'un délai minimum de 24 heures pour faire part de ses remarques ou commentaires éventuels, dès lors que la société a communiqué à l'agence dans un délai de 35 jours avant la tenue de l'assemblée générale ses projets de résolution, les rapports du conseil afférents et tout autre document nécessaire.
- A la demande de la société, l'agence de conseil insère dans le rapport d'analyse qu'elle adresse aux investisseurs les commentaires de celle-ci sur les recommandations de vote qui y figurent, à condition que ces commentaires soient concis, permettent d'éclairer les actionnaires sur les projets de résolution soumis à leur vote et ne discutent pas de la politique générale de vote ;
- Le cas échéant, l'agence de conseil corrige toute erreur matérielle constatée dans son rapport d'analyse qui lui aurait été notamment signalée par la société concernée et en assure, dans les meilleurs délais, la diffusion auprès des investisseurs.
- L'agence de conseil publie sur son site Internet les règles qu'elle a adoptées en matière de communication avec en particulier celles concernant la transmission de son projet de rapport d'analyse."²⁸²

Ceci fait, l'agence pourra enfin communiquer son rapport définitif à son client mais devra également le communiquer simultanément à la société cotée²⁸³. Actuellement, en fonction de l'agence, ce rapport est communiqué soit avant soit après sa publication soit n'est même jamais communiquée et, lorsque le rapport est communiqué, les agences le communiquent uniquement pour que l'émetteur puisse corriger les erreurs factuelles²⁸⁴. La procédure mise en place par l'AMF risque donc de faire évoluer les habitudes actuelles.

L'AFEP, dans sa réponse au Livre vert de la Commission, reprend les mêmes solutions que l'AMF mais semble en faire une règle obligatoire car elle ne laisse aucune possibilité à l'agence de ne pas communiquer avec les émetteurs. En effet, l'AFEP considère que les agences devraient "échanger préalablement avec les émetteurs dès la publication des projets de résolutions et spécialement lorsqu'il s'agit de sujets significatifs (nomination d'un nouveau dirigeant mandataire social, modifications statutaires importantes...)." De plus, l'AFEP estime

²⁸² AMF, Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote, 18 mars 2011, p.3

²⁸³ AMF, Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote, 18 mars 2011, p. 3.

²⁸⁴ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.15

qu'un délai de 48 heures minimum et non de 24 heures est nécessaire lors de la première phase de la procédure. Ce délai se justifie selon l'AFEP par le fait que "les recommandations de vote se fondent parfois sur une mauvaise compréhension des objectifs poursuivis par la société, alors qu'un dialogue avec l'émetteur pourrait dissiper d'éventuels malentendus", ce qui nécessite toutefois du temps pour que l'émetteur puisse donner une explication suffisante à l'agence et analyser correctement ses recommandations. Enfin, l'avis de l'AFEP diffère de celui de l'AMF sur un autre point : les commentaires de l'émetteur semblent devoir être insérés dans le rapport d'analyse de l'agence dans tous les cas car l'AFEP ne pose pas les conditions posées par l'AMF pour l'incorporation des avis des émetteurs dans leur rapport²⁸⁵. Ces différences peuvent s'expliquer par le fait que l'AFEP vise à protéger un maximum les sociétés tandis que l'AMF a très certainement pris une position plus équilibrée. Toutefois, le groupe de travail de l'AMF sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées semble également avoir une position plus proche de celle de l'AFEP. En effet, dans son rapport, il estime que ce dialogue entre les émetteurs et les agences de conseil en vote est très important et qu'il devrait se faire de façon "informelle" et "très en amont." Le rapport souligne ensuite que certains des membres du groupe de travail considèrent que le délai minimum de 24 heures laissé à l'émetteur pour faire part de ses remarques ou commentaires éventuels est "un peu court" mais le rapport ne propose pas de modification de cette règle pour le moment, jugeant que la recommandation de l'AMF sur les agences de conseil en vote était trop récente pour être déjà modifiée²⁸⁶. On voit toutefois une des modifications qui va certainement se faire prochainement, à savoir l'allongement du délai de réponse, ce qui est justifié pour les raisons que nous venons d'exposer.

Actuellement, il semble, selon l'ESMA, que la majorité des agences aient mis en place des règles internes quant au dialogue avec les émetteurs²⁸⁷. Toutefois, l'existence d'une telle politique interne peut être une bonne ou une mauvaise nouvelle, selon que l'agence est

²⁸⁵ AFEP, Op. cit., p. 28.

²⁸⁶ AMF, Rapport du groupe de travail sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées, 7 février 2012, p. 13.

²⁸⁷ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.12

favorable ou non au dialogue avec l'émetteur. Certaines agences refusent en effet ce dialogue en considérant notamment que c'est aux investisseurs de dialoguer avec les émetteurs et non aux agences²⁸⁸. En outre, le dialogue lui-même peut être perçu comme problématique. En effet, comme le souligne l'ESMA, certaines agences estiment que le refus de dialoguer permet d'éviter de subir la pression d'un lobby, d'être influencées ou encore de recevoir des informations privilégiées²⁸⁹. Il conviendra donc, dans la future réglementation, de trouver un juste équilibre entre le dialogue avec les émetteurs et la protection des marchés et des investisseurs, en évitant que ce dialogue ne tourne à la communication d'informations privilégiées (au sens de l'article 1^{er} de la directive 2003/6/CE du 28 janvier 2003, dite "Abus de marché"²⁹⁰) ou encore n'aboutisse à la formulation de recommandations influencées. Si ce dialogue est correctement encadré, il peut cependant se révéler bénéfique pour la société et ses actionnaires car, selon l'ESMA, cela permet aux sociétés de mieux se préparer à la discussion durant les AG²⁹¹, un tel dialogue ne pouvant se révéler que bénéfique pour tous, notamment permettant d'éviter que des "erreurs ou omissions de l'agence" puissent attaquer la réputation de l'émetteur²⁹².

§ 3. Une meilleure transparence quant aux règles appliquées.

Les agences de conseil en vote pourraient également être plus transparentes quant aux règles qu'elles appliquent. En effet, elles pourraient préciser, comme le font désormais certaines sociétés, si elles appliquent des codes de bonne conduite ou d'autres standards

²⁸⁸ Le Club des juristes – Commission Europe, Recommandations et bonnes pratiques à l'attention des émetteurs et des investisseurs institutionnels, avril 2010, p. 26

²⁸⁹ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.14

²⁹⁰ Article 1.1 : "«information privilégiée»: une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés."

²⁹¹ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.15

²⁹² ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.24

similaires. Cela permettrait aux investisseurs de mieux choisir leur agence et donc de mieux s'assurer de la qualité du travail fourni.

Section V : La possibilité de mettre en jeu la responsabilité des agences.

Durant la crise financière, il avait été reproché aux agences de notation la difficulté pour mettre en jeu leur responsabilité malgré des prestations de mauvaise qualité. Cette critique a abouti, aussi bien en Europe qu'aux Etats-Unis d'Amérique, à des législations permettant de faciliter l'engagement de la responsabilité de ces agences. Comme nous l'avons déjà précisé à plusieurs reprises durant ce mémoire, un parallèle est souvent fait entre les agences de notation et les agences de conseil en vote. Un tel parallèle est-il également possible en matière de responsabilité ?

Contrairement aux agences de notation, les agences de conseil en vote exercent des activités très vastes ce qui compliquent donc l'analyse de leur responsabilité. Toutefois, il nous semble qu'il faille distinguer deux responsabilités possibles en fonction des victimes : la responsabilité envers les clients (§1) et celle envers les tiers (§2).

§ 1. La mise en jeu de la responsabilité de l'agence par son client.

L'agence de conseil en vote pourrait mettre en jeu sa responsabilité envers son client dans trois situations essentiellement : lorsque l'agence agit en tant que mandataire (A) ou lorsqu'elle agit en tant que conseiller des investisseurs (B) ou de l'émetteur (C). Il s'agirait dans les deux cas d'une responsabilité contractuelle, un contrat unissant le client et l'agence. En effet, l'AMF, dans sa recommandation sur les agences de conseil en vote, précise qu'une relation contractuelle unit les agences de conseil en vote et leurs clients lorsque celles-ci émettent des recommandations²⁹³.

²⁹³ AMF, Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote, 18 mars 2011, p. 2.

A. La mise en jeu de l'agence mandataire professionnel des investisseurs.

Lorsque l'agence agit en tant que mandataire d'un client qui l'a mandatée pour le représenter à une assemblée générale, il nous semble, en droit français, que le client puisse sans trop de difficultés mettre en jeu la responsabilité de l'agence. En effet, il s'agit d'un contrat de mandat classique. Dès lors, en vertu de l'article 1992 alinéa 1^{er} du Code civil, "le mandataire répond non seulement du dol, mais encore des fautes qu'il commet dans sa gestion." De plus, l'alinéa 2 du même article précise que "la responsabilité relative aux fautes est appliquée moins rigoureusement à celui dont le mandat est gratuit qu'à celui qui reçoit un salaire." Or, dans le cas des agences de conseil en vote, cette prestation est payante et la faute sera donc appliquée plus strictement. De plus, on peut également penser que les juges pourront les considérer comme des mandataires professionnels et leur imposer des obligations de résultat alors qu'un mandataire non professionnel ne pourrait se voir imposer, en la même situation, qu'une obligation de moyens. Ce ne sera pas la première fois que le juge introduit une telle distinction dans le silence de la loi et il semble d'ailleurs que le juge prenne déjà en compte en la matière les aptitudes du mandataire et du mandant pour apprécier la faute du mandataire²⁹⁴. En outre, en matière de mandat, le juge semble déjà poser une présomption de faute pour le mandataire professionnel rémunéré²⁹⁵. Pour prétendre qu'il existe une telle présomption simple de faute, les auteurs se basent sur une décision de la Chambre commerciale de la Cour de cassation, en date du 4 octobre 1988. En effet, dans cette décision, la Haute juridiction affirme que la commissionnaire en douane "n'avait pas apporté à l'exécution de son mandat le soin qu'impliquait sa spécialisation professionnelle" et qu'elle "n'avait pas justifié avoir accompli en temps utile les diligences que lui imposait sa qualité de [commissionnaire professionnel]"²⁹⁶. Une telle solution nous apparaît facilement transposable pour les agences de conseil en vote.

²⁹⁴ Philippe Malaurie, Laurent Aynès et Pierre-Yves Gautier, *Les contrats spéciaux*, Defrénois, 3^{ème} édition, août 2007, p. 309 et suivantes

²⁹⁵ Philippe Malaurie, Laurent Aynès et Pierre-Yves Gautier, *Les contrats spéciaux*, Defrénois, 3^{ème} édition, août 2007, p. 310

²⁹⁶ Cass. Com., 4 octobre 1988, Bulletin civil IV n°259

Sur la base du droit des mandats, l'agence mettrait ainsi sa responsabilité en cause assez facilement car la charge de la preuve de l'absence de faute pèserait sur elle. Elle devra donc prouver qu'elle a accompli sa mission conformément aux consignes de son client, consignes pouvant notamment se retrouver dans la politique de vote de celui-ci et non simplement dans le contrat de mandat à notre avis. En effet, on peut supposer que l'agence, du fait de sa spécialisation, devra connaître cette politique pour pouvoir prouver aux juges qu'elle a correctement accompli sa profession de mandataire diligent.

B. La mise en jeu de l'agence conseillère des investisseurs.

L'ESMA précise que la relation entre l'investisseur et l'agence de conseil en vote est généralement une relation "exclusive et commerciale négociée dans une convention"²⁹⁷ et que cette relation est souvent décrite comme une "relation mandant-mandataire"²⁹⁸. En droit français, une telle analyse nous semble toutefois partiellement erronée. En effet, l'article 1984 alinéa 1^{er} du Code civil dispose que "le mandat ou procuration est un acte par lequel une personne donne à une autre le pouvoir de faire quelque chose pour le mandant et en son nom." Or, à moins de considérer que l'analyse des résolutions est un rôle appartenant uniquement à l'actionnaire, la qualité de contrat de mandat semble devoir être écartée, l'analyse des recommandations étant un simple conseil, une simple prestation de service. Le droit commun de la responsabilité contractuelle sera donc applicable.

L'investisseur devra donc prouver une faute, un préjudice et un lien de causalité. La faute peut être constituée par une mauvaise analyse, d'autant plus qu'il est probable que le juge soumette l'agence, professionnelle de l'analyse, à de lourdes exigences de qualité. Le préjudice apparaît en revanche plus incertain car il faudra alors évaluer soit la perte financière pour l'investisseur due au vote ou au rejet d'une résolution ou encore prouver que le vote d'une telle résolution cause un préjudice de réputation à l'investisseur. Toutefois, le lien de causalité semble mettre fin à toute action possible en la matière. En effet, comme le précise l'ESMA les

²⁹⁷ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.31

²⁹⁸ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.32

"investisseurs jouent un rôle important dans la gouvernance des sociétés cotées [et que] ce rôle et cette responsabilité ne devraient pas être déplacés sur les agences de conseil en vote"²⁹⁹. Cette affirmation nous semble tout à fait juste et il nous apparaît évident qu'un investisseur ne pourra pas plaider avoir mal voté du fait d'une mauvaise analyse car il est de sa responsabilité de voter correctement, quelle que soit sa source d'information.

Si l'agence est également mandataire du client qu'elle conseille, autrement dit qu'elle est actionnaire politique sans être actionnaire patrimonial, si elle applique sa propre politique de vote, il nous semble qu'il sera également impossible pour le client de considérer qu'une mauvaise analyse engage la responsabilité contractuelle de son mandataire pour mauvaise exécution du mandat. Cette impossibilité s'explique pour les mêmes raisons que celles que nous venons d'exposer : l'actionnaire est responsable de la décision, non le mandataire.

C. La mise en jeu de l'agence conseillère des émetteurs.

L'analyse que nous avons faite de la relation entre l'agence et les investisseurs, en dehors du mandat, peut être transposée au contrat entre l'émetteur et l'agence. L'agence fournit en effet une prestation de service qui consiste à conseiller sur la *corporate governance*.

Le préjudice nous semble incertain pour les même raisons et la faute de l'agence devrait s'apprécier de la même façon. Quant au lien de causalité, il nous semble que la solution soit similaire, à savoir que l'agence n'est qu'un simple conseiller tandis que l'émetteur doit décider, prendre sa responsabilité.

§ 2. La mise en jeu de la responsabilité de l'agence par les tiers.

L'agence pourrait également engager sa responsabilité à l'égard des tiers, entendus comme tiers aux contrats étudiés ci-dessus. Cette responsabilité sera donc extracontractuelle. L'agence pourrait tout d'abord engager sa responsabilité de mandataire envers les tiers. Toutefois, une telle responsabilité semblant ne pas devoir déroger aux principes du droit des

²⁹⁹ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.20

mandats, nous ne la présenterons pas. Les enjeux sont, en la matière, de savoir si un tiers peut engager la responsabilité de l'agence agissant en tant que conseiller des investisseurs. Il s'agit d'ailleurs du seul sujet souvent traité par les auteurs qui ne parlent pas des autres responsabilités³⁰⁰.

La responsabilité en la matière relève du droit commun de la responsabilité. Il convient donc de prouver une faute, un préjudice et un lien de causalité. La faute serait ici constituée par une mauvaise analyse des résolutions et des informations dont dispose l'agence. Une telle faute pourrait être à la rigueur prouvée selon les mêmes bases que dans le contrat liant l'investisseur et l'agence conseillère en vote. Le préjudice est quant à lui plus incertain, pour les mêmes raisons que celles que nous venons d'évoquer, car il faut encore une fois pouvoir déterminer les effets d'un vote ou d'un rejet d'une résolution sur les finances et la réputation de l'émetteur. Cela semble toutefois possible, d'autant que certains auteurs pensent que la perte de chance pourra servir de base à l'indemnisation de la société plutôt que la perte réelle³⁰¹. Le lien de causalité semble encore être le frein à l'indemnisation. En effet, il faudra que l'agence prouve que la recommandation de l'agence est la cause du rejet ou du vote de la résolution, ce qui nécessite de prouver que l'actionnaire n'a pas décidé. Une telle preuve paraît impossible. Pour prouver, certains auteurs considèrent qu'il faudrait identifier et contacter un à un les clients de l'agence pour savoir si la recommandation est la cause du rejet, avant de préciser que ce serait utopique³⁰².

En l'état actuel du droit, la recherche de la responsabilité de l'agence pourrait également se faire sur la base du délit de diffusion de fausse information. Toutefois, une mauvaise analyse ne pourrait pas être considérée comme une fausse information a priori. En effet, il semble que la négligence dans l'analyse ne suffise pas³⁰³. Toutefois, aux Etats-Unis

³⁰⁰ Alexandre Omaggio, " Faut-il encadrer l'activité des agences de conseil en vote (proxy advisors) ?", JCPE n°43, novembre 2009, 2065

³⁰¹ Alexandre Omaggio, " Faut-il encadrer l'activité des agences de conseil en vote (proxy advisors) ?", JCPE n°43, novembre 2009, 2065

³⁰² Alexandre Omaggio, " Faut-il encadrer l'activité des agences de conseil en vote (proxy advisors) ?", JCPE n°43, novembre 2009, 2065

³⁰³ Alexandre Omaggio, " Faut-il encadrer l'activité des agences de conseil en vote (proxy advisors) ?", JCPE n°43, novembre 2009, 2065

d'Amérique, les agences de conseil en vote peuvent être sanctionnées par la SEC en cas de déclarations fausses ou trompeuses et ce même si elles bénéficient d'un régime moins contraignant que d'autres conseillers³⁰⁴. Une telle règle pourrait être adoptée en Europe.

La situation en matière de responsabilité semble donc être similaire à celle qui se présentait pour les agences de notation. On peut donc également imaginer des solutions similaires. En effet, l'article 10 de la loi régulation financière n°2010-1249 du 22 octobre 2010 a créé les articles L. 544-5 et suivants du CMF simplifiant l'engagement de la responsabilité des agences de notation. En effet, l'article L. 544-5 du CMF dispose que "Les agences de notation de crédit [...] engagent leur responsabilité délictuelle et quasi délictuelle, tant à l'égard de leurs clients que des tiers, des conséquences dommageables des fautes et manquements par elles commis dans la mise en œuvre des obligations définies dans le règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil, du 16 septembre 2009." L'article L. 544-6 du CMF précise quant à lui que "les clauses qui visent à exclure la responsabilité des agences de notation de crédit [...] interdites et réputées non écrites." Un tiers au contrat peut donc désormais engager la responsabilité délictuelle d'une agence de notation en prouvant que celle-ci n'a pas respecté des normes aussi bien prudentielles que qualitatives lors de l'établissement de sa recommandation.

Section VI : Conclusion partie III.

Comme le notait l'ESMA, avant de réglementer, il faudrait voir si des échecs du marché ("*markets failures*") existent et que ces échecs nécessitent l'intervention du régulateur³⁰⁵. Toutefois, du fait de l'influence des agences et des risques qui peuvent en découler pour les sociétés, il semble nécessaire qu'une réglementation soit mise en place. En effet, sans réglementer pour réglementer, il nous apparaît nécessaire d'imposer à ces agences des règles de bonne conduite et de bonne gestion, notamment dans le choix de leur personnel, afin que le travail fourni soit de qualité suffisante. De plus, comme le notaient certains

³⁰⁴ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.27

³⁰⁵ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.33

praticiens, un encadrement réglementaire apparaît nécessaire tant il semble difficile pour les émetteurs d'engager la responsabilité des agences. La guérison semblant impossible, il convient donc de prévenir.

Conclusion générale.

A l'heure actuelle, les agences de conseil en vote sont en Europe aux débuts de ce qui pourrait être pour elle une nouvelle ère du fait d'une législation leur permettant d'accroître leurs rôles et de développer leurs anciens rôles, la technologie aidant également. En outre, l'activisme actionnarial, contraint par la législation ou volontaire, semble jouer en la faveur de ces agences. Toutefois, leur influence, comme le soulignent de nombreux rapports et commentateurs, variera selon la nature de l'actionnariat de la société.

Certains auteurs comparent également l'influence actuelle des agences de conseil en vote sur les décisions des assemblées générales à la situation actuelle de l'empty voting par emprunt de titres³⁰⁶. Ces deux sujets sont en effet à l'heure actuelle au cœur des risques de perte de pouvoir des actionnaires lors des AG au profit de faux actionnaires. Or, même si on peut à notre avis admettre une libéralisation du mandat de vote, dès lors que l'actionnaire reste maître de son choix, il nous semble nécessaire que l'actionnaire reste également décisionnaire au sein de la société qu'il détient car il supporte seul le risque économique au final.

Les autres risques sont quant à eux non pas propres aux agences de conseil en vote mais aux conseillers des investisseurs en général et il conviendra donc d'adapter ces règles aux nouveaux acteurs que sont les agences de conseil en vote.

Ainsi, il conviendra donc de prendre en compte toutes ces difficultés avant de réglementer les agences de conseil en vote et de ne pas réglementer pour réglementer, comme cela semble être la tendance dénoncée en cette période de crises économiques financières. D'ailleurs, l'ESMA précise à juste titre qu'il n'y a pas "d'urgence à [réglementer] les agences de conseil en vote de la même façon que [...] les agences de notation" notamment du fait de leur rôle commercial moins important et parce que les marchés n'utilisent pas leurs

³⁰⁶ Alexandre Omaggio, " Faut-il encadrer l'activité des agences de conseil en vote (proxy advisors) ?", JCPE n°43, novembre 2009, 2065

recommandations, en général non rendues publiques, pour prendre leurs décisions d'investissements³⁰⁷.

³⁰⁷ ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.31

Bibliographie.

Bibliographie en langue française.

Section I : Ouvrages

Gérard Cornu, *Vocabulaire juridique*, Association Henri Capitant, PUF, 8^{ème} édition mise à jour (2007).s

Maurice Cozian, Alain Viandier, Florence Deboissy, *Manuel de Droit des sociétés*, LexisNexis Litec, 22^{ème} édition, 2009.

Norbert Gaillard, *Les agences de notation*, Collection Repères, 2010.

Michel Germain, *Traité de droit commercial, Les sociétés commerciales*, tome 1 volume 2, L.G.D.J., 19^{ème} édition, 2009.

Yves Guyon, *Assemblées d'actionnaires*, Répertoire de droit de sociétés, Dalloz, 2012

Francis Lefebvre, *Mémento Sociétés commerciales* 2012

Francis Lefebvre, *Mémento Assemblées générales* 2010-2011

Véronique Magnier, *Gouvernance des sociétés cotées*, Répertoire de droit de sociétés, Dalloz, 2012

Philippe Malaurie, Laurent Aynès et Pierre-Yves Gautier, *Les contrats spéciaux*, Defrénois, 3^{ème} édition, août 2007, p. 309 et suivantes

Dominique Schmidt, *Action de concert*, Répertoire de droit de sociétés, Dalloz, 2012

Section II : Articles de doctrine.

Pierre-Henri Conac, "Recommandation AMF n°2011-06 sur les agences de conseil en vote, 18 mars 2011", *Revue des sociétés* 2011, p. 459

Nicolas Cuzacq, " Le vote des gestionnaires d'OPCVM", Revue des sociétés 2006, p. 491.

Bruno Dondero, JCPE n°6, 9 février 2012, 1111.

Benoît Lecourt, "Directive n° 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées : suite et fin de la transposition par la France", Revue des sociétés 2011, p. 130

Véronique Magnier, "Nouvelles mesures en faveur de la démocratie actionnariale dans les sociétés cotées", Revue des sociétés 2011 p. 267, ,

Alexandre Omaggio, "Faut-il encadrer l'activité des agences de conseil en vote (proxy advisors) ?", JCPE n°43, novembre 2009, 2065

Ivan Tchotourian, "La « bonne nouvelle » de l'adoption de la directive sur les droits des actionnaires", Recueil Dalloz 2007 p. 1716.

Thibault de Ravel d'Esclapon, "Bataille de procurations : une nécessaire réglementation ?", Petites affiches, n°198, 5 octobre 2009, p. 5

Michel Storck, "Recommandation AMF n°2011-06 du 18 mars 2011 sur les agences de conseil en vote", RTD Com. 2011, p. 380

Miriasi THOUCH et Thomas AMICO, "L'empty voting", Revue de Droit bancaire et financier n° 5, Septembre 2008, étude 18.

Stéphane Torck, "Sollicitation active de mandats, action de concert et offre publique obligatoire", Bulletin Joly Bourse, n°5, 1er mai 2011, p. 334

Section III : Cours, conférences, colloques et assimilés.

Michel Cardona, Cours de droit bancaire institutionnel, 2011-2012.

Club de recherche IFA, Conférence-Débat Hard Law Vs Soft Law, 31 mars 2011

Jean-Florent Rérolle, Gouvernance financière: Séminaire du master Finance et Stratégie de l'Institut d'Études Politiques de Paris, 12 février 2012, <http://gouvernancefinanciere.blogspot.fr/2012/02/le-mirage-des-bonnes-pratiques-elles.html>

Hubert de Vauplane, Cours de droit des marchés financiers, Les agences de notation, 9 novembre 2011.

Virginie Viallard, Cours de droit de la concurrence, 2011-2012.

Section IV : Presse.

Boursier.com, "Les actionnaires de Citigroup votent contre la paie des dirigeants", 18 avril 2012.

Bruno de Roulhac, *L'AGEFI*, L'AMF invite les proxys à dialoguer avec les sociétés, 21 mars 2011

Yann Le Galès, *LeFigaro.fr*, Le blues des petits actionnaires, 6 décembre 2011.

Patrick Saint-Paul, *LeFigaro.fr*, L'Europe aura bientôt sa propre agence de notation, 27 avril 2012

Section V : Sites internet

Proxinvest, <http://www.proxinvest.com/index.php/fr/page/presentation.html>

Christiane Butte, TV DMA, Agence en conseil de vote, <http://www.tvdma.org/#/videotheque/4958>

Hubert de Vauplane, Site Droit des marchés financiers, <http://www.droitdesmarchesfinanciers.fr/>

Edubourse, <http://www.edubourse.com/lexique/proxy-fight.php>

Section VI : Documents divers

AFEP, Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE, "Réponse de l'AFEP au Livre vert", 13 juillet 2011.

AMF, Rapport "Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote en France" dit Rapport Mansion, 6 septembre 2005.

AMF, Rapport sur les opérations de prêt emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires, janvier 2008.

AMF, Vœux à la Place, 24 janvier 2011

AMF, Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote, 18 mars 2011

AMF, Communiqué de presse, L'Autorité des marchés financiers rappelle son attachement au vote de tous les actionnaires et publie une recommandation relative aux agences de conseil en vote, 18 mars 2011.

AMF, "S'informer sur les assemblées générales des sociétés cotées en bourse", septembre 2011.

AMF, Rapport du groupe de travail sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées, 7 février 2012

Banque de France (Julien LE ROUX), Bulletin de la Banque de France n°184, "La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2010".

Le Club des juristes – Commission Europe, Recommandations et bonnes pratiques à l'attention des émetteurs et des investisseurs institutionnels, avril 2010

Commission européenne, Livre vert sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE, 5 avril 2011.

DLA Piper (Audrey Dagiste), bilan des AG 2011, 28 juin 2011.

Proxinvest, Quinzième rapport annuel sur les assemblées générales des sociétés cotées françaises, 2011.

Bibliographie en langue anglaise

Section I : Documents divers

ESMA, Discussion paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012.

ESMA, Press release, ESMA seeks views on proxy advisors, 27 mars 2012.

OCDE, "Corporate Governance and the Financial Crisis : Key Findings and Main Messages"

Corporate Governance Code Monitoring Committee, Second report on compliance with the Dutch Corporate Governance Code, 14 décembre 2010.

Section II : Articles de doctrine.

Tamara C. Belinfanti, New York Law School Legal Studies, *The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control*, Research Paper Series 09/10, 2009

Stephen Choi, Jill E. Fisch, Marcel Kahan, University of Pennsylvania Law School, "The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?", Research Paper n°10-24

Section III : Sites internet

Deminor, <http://www.deminor.com/DG/EN/Deminor>

Egan Jones, <http://www.egan-jones.com/>

Egan Jones Proxy, <http://www.ejproxy.com/>

Friendly Corporate PSL, "Proxy advisors and the tick-box approach to corporate governance", 8 janvier 2012, <http://companyandfinanciallaw.co.uk/2012/01/08/proxy-advisors-and-the-tick-box-approach-to-corporate-governance/>

GES Investment Services, <http://www.ges-invest.com/pages/?ID=66>

Glass Lewis, <http://www.glasslewis.com/about-glass-lewis/>

IVIS, <http://www.ivis.co.uk/Default.aspx>

ISS, <http://www.issgovernance.com/>

Manifest, <http://www.manifest.co.uk/>

MSCI, <http://www.msci.com/>

Nordic Investor Services,
<http://www.nordicinvestorservices.com/Aboutus/tabid/55/Default.aspx>

PIRC, <http://www.pirc.co.uk/>

Shareholder Support, <http://www.shareholdersupport.nl/>

Plan détaillé.

Remerciements.	2
Liste des abréviations.	3
Sommaire.....	4
Introduction.	5
Partie I : Histoire et typologie des agences de conseil en vote.	11
Section I : Origines des agences de conseil en vote.....	11
Section II : Typologie des agences de conseil en vote.....	13
Section III : Le marché des agences de conseil en vote.....	16
§ 1. Un marché quasi monopolistique.	16
§ 2. Un appel mitigé à l'ouverture du marché des agences de conseil en vote. 18	
Section IV : Conclusion partie I.....	21
Partie II : Les rôles actuels et à venir des agences de conseil en vote.	22
Section I : Un rôle traditionnel de conseil auprès des investisseurs.	22
§ 1. Des rôles parallèles de soutien contentieux et de conseil financier..	22
§ 2. Un rôle principal de conseil politique.	23
§ 3. Des rôles annexes de prestataire de services de vote.	29
Section II : Un rôle renforcé en matière de vote.	33
§ 1. Les apports essentiels de la libéralisation du mandat de vote en droit des sociétés. 33	
A. Les agences de conseil en vote, futurs mandataires professionnels des investisseurs institutionnels.	33

B. Un rôle difficilement limitable par les statuts de sociétés.....	35
§ 2. L'apparition possible des " <i>proxy fights</i> " en France.	36
Section III : Les services des agences de conseil en vote, des activités d'avenir selon un large consensus.	38
§ 1. Un rôle attendu en matière de plateforme de votes.	38
§ 2. Vers l'apparition d'agence de " <i>governance rating</i> ".	40
§ 3. Un futur rôle hypothétique en matière de rémunération des dirigeants. 42	
Section IV : Conclusion partie II.	44
Partie III : Enjeux de la régulation des agences de conseil en vote.	45
Section I : Vers un meilleur encadrement des agences de conseil en vote. 46	
§ 1. Les agences de conseil en vote, un des rares conseillers non réglementés des investisseurs.	47
§ 2. La mise en place probable d'une future réglementation des agences de conseil en vote.....	49
A. La recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote, texte fondateur d'une future réglementation française.	49
B. Des hésitations quant au niveau et à la force obligatoire de la réglementation.	50
§ 3. Vers une autorité européenne ou nationale de contrôle.....	56
Section II : Un appel à la réglementation pour faire face à différents problèmes qualitatifs des agences de conseil en vote.....	57
§ 1. Problème de qualité du personnel.....	57
§ 2. Problème de la qualité des recommandations et de leur usage.....	62
A. Problème de qualité des recommandations.	62
B. Problème de l'usage de la recommandation par les investisseurs. ..	64

Section III : La prévention des conflits d'intérêts et des actions de concert au cœur d'une future réglementation.	67
§ 1. Les difficultés liées à la notion d'action de concert en présence des agences de conseil en vote.	68
§ 2. Les conflits d'intérêts : enjeux et prévention.	69
A. Définition des conflits d'intérêts en la matière.....	70
B. Cas de survenance des conflits d'intérêts en la matière.....	71
C. Les propositions de réglementation en présence.....	73
Section IV : Une nécessaire transparence des agences de conseil en vote. 76	
§ 1. Une meilleure transparence quant à la politique de vote.....	76
§ 2. Une meilleure transparence par l'amélioration du dialogue avec l'émetteur. 80	
§ 3. Une meilleure transparence quant aux règles appliquées.	83
Section V : La possibilité de mettre en jeu la responsabilité des agences. . 84	
§ 1. La mise en jeu de la responsabilité de l'agence par son client.....	84
A. La mise en jeu de l'agence mandataire professionnel des investisseurs.	85
B. La mise en jeu de l'agence conseillère des investisseurs.....	86
C. La mise en jeu de l'agence conseillère des émetteurs.	87
§ 2. La mise en jeu de la responsabilité de l'agence par les tiers.....	87
Section VI : Conclusion partie III.	89
Conclusion générale.	91
Bibliographie.	93
Bibliographie en langue française.....	93
Section I : Ouvrages	93
Section II : Articles de doctrine.	93

Section III : Cours, conférences, colloques et assimilés.	94
Section IV : Presse.	95
Section V : Sites internet.....	95
Section VI : Documents divers	95
Bibliographie en langue anglaise.....	97
Section I : Documents divers	97
Section II : Articles de doctrine.	97
Section III : Sites internet.....	97
Plan détaillé.	99
Annexes.	103
Annexe 1 : Site Internet d'Egan Jones montrant l'absence de séparation entre l'agence de conseil en vote et l'agence de notation.....	103
Annexe 2 : Liste non-exhaustive des agences de conseil en vote agissant en Europe (tirée du rapport de l'ESMA).....	104
Annexe 3 : Dessin humoristique de Proxinvest illustrant la facilité de voter par Internet.....	105
Annexe 4 : Exemple d'offre d'embauche de salariés saisonniers par Egan Jones.	106
Annexe 5 : Exemple de politique de vote de Proxinvest: Principes de gouvernement d'entreprise, Politique de vote 2012.....	107

Annexes.

Annexe 1 : Site Internet d'Egan Jones montrant l'absence de séparation entre l'agence de conseil en vote et l'agence de notation.

Page de l'agence de conseil en vote :

NYTimes – Taking On the Little Guy, but Missing the Bigger Ones
 Egan-Jones Press Release regarding SEC Developments
 CNBC.COM – Sean Egan on Potential SEC Charges

Egan-Jones Ratings Company Request a Limited Trial Client Access

Federal Reserve & Academic Studies | Articles & Press | Hits & Misses | Contact Us **Proxy Services**

Accurate...Timely...Independent...Ratings.

We are very proud of our history of highly accurate corporate ratings and their contribution to preservation of portfolio value and incremental returns.

Egan-Jones Ratings is an independent NRSRO and not paid by corporations issuing bonds. Our only mission is to assist our buy-side institutional clients through accurate, risk averse, market sensitive credit ratings with predictive value. Clients will take care of the rest.

Our unbiased, rules-based methodology and corporate credit ratings with zero issuer influence on approximately 1,000 very widely held IG, Crossover and HY corporations assist clients minimize portfolio risk and exploit unrecognized opportunity.

While Egan-Jones is unique and unquestionably a performance driven NRSRO ratings product and excels in many areas, our greatest attribute and added value is helping clients preserve portfolio value and achieve incremental returns across asset classes.

Some clients tell us our forward looking predictive value ratings and analytics gives them a small edge. Some say a *not-so-small* edge.

Request a trial and judge for yourself.

Recent Rating Analysis Reports

05/15 UNITED STATES STEEL CORP	05/14 BELLOSO CO	05/14 JETBLUE AIRWAYS CORP
05/15 MILAN INC/CA	05/14 BORGWARNER INC	05/14 WATERCONTINENTAL HOLDINGS
05/15 BELLIANCE STEEL & ALUMINUM	05/14 UNITED PARCEL SERVICE INC	05/14 BRISTOL-MYERS SQUIBB CO
05/15 CAMERON INTERNATIONAL CORP	05/14 BOSTON SCIENTIFIC CORP	05/14 COCA-COLA ENTERPRISES INC
05/15 BUICKON MOBIL CORP	05/14 BUNSWICK CORP/DE	05/11 HEALTHNET INC
05/15 VULCAN MATERIALS CO	05/14 OMNICASE INC	05/11 EMC CORP
05/15 ASSENT TECHNOLOGIES INC	05/14 OCCIDENTAL PETROLEUM CORP	05/11 AERVUM INC
05/14 BESSIDENTIAL CAPITAL LLC	05/14 DOMINION RESOURCES INC/OVA	05/11 COOPER INDUSTRIES PLC

Founding principals
Sean Egan & Bruce Jones

Hits & Misses

Year	Hits	Misses	%
2010	282	11	96
2009	392	26	94
2008	487	26	95
2007	370	18	95
2006	372	17	97
2005	365	16	96
2004	355	14	96
2003	351	13	96
2002	425	16	96
2001	441	15	97

The "Hits and Misses" figure gives an indication of the accuracy of our reports. [Click here for details.](#)

NRSRO | 17g-2 Rating Disclosure | 17g-3 Login | Federal Reserve & Academic Studies | Articles & Press | Hits & Misses | Contact Us | Proxy Services
 © 2012 Egan-Jones Ratings Company All Rights Reserved.

Page de l'agence de notation :

Egan-Jones Proxy Services Request Information Client Access

About Our Services | Sample Research Reports | Selected Key Personnel | Contact Us **Credit Rating Services**

Independent Proxy Recommendations and Voting Services

Egan-Jones Proxy Services, established in 2002 by Egan-Jones Ratings Co., is a leading independent provider of proxy research, voting recommendations and voting services to a variety of institutional investors.

Egan-Jones provides institutional investors with a reliable, attractive solution to fulfilling shareholder voting obligations.

Egan-Jones covers all client equity holdings, and its recommendations are based on proxy voting guidelines chosen by the client, adjusted for company-specific information. Egan-Jones is an ideal choice for the following reasons:

Avoidance of Conflicts of Interest

Unlike other firms, Egan-Jones does not receive corporate governance consulting compensation.

Expertise

Egan-Jones has established itself as a leading institutional investment research firm and has the expertise to address corporate governance issues.

Cost-Competitive

Egan-Jones is cognizant of the cost pressures facing many managers and aims to be responsive.

About Our Services | Sample Research Reports | Selected Key Personnel | Contact Us
 © 2012 Egan-Jones Ratings Company All Rights Reserved.

Annexe 2 : Liste non-exhaustive des agences de conseil en vote agissant en Europe (tirée du rapport de l'ESMA).

Source : ESMA, Discussion Paper, An Overview of the Proxy Advisory Industry: Considerations on Possible Policy Options, 22 mars 2012, p.11-12

BOX 1: Non-exhaustive list of some proxy advisors active in Europe, including some data on employees, number of clients and researched companies.

- **Glass Lewis** (US) employs more than 100 people in six offices and serves over 500 institutional clients that collectively manage more than \$15 trillion in assets. Glass Lewis aims to help institutional investors to make decisions by displaying and assessing business, legal, governance and accounting risk at more than 20,000 companies in over 80 countries.
- **ISS** (US), regularly represented as the leading proxy advisory firm in the world, is a subsidiary of MSCI Inc, a provider of investment decision support tools, listed on NYSE. It has more than 1,700 clients, managing \$26 trillion in assets and over 600 employees. ISS provides corporate governance products and services to institutional investors.
- **IVIS** (UK) is a provider of corporate governance voting research. For its subscribers it reviews UK based companies' annual reports, accounts and company meeting notices for compliance with Corporate Governance best practices. IVIS states to have subscribers that include the top 15 investors in the FTSE All Share. It is part of ABI which represents the interests of the UK's insurance industry with £1.5 trillion assets under management.
- **Manifest** (UK) provides global proxy voting and corporate governance support service to institutional investors and governance professionals. Manifest states that its total equity assets under administration exceed £3 trillion and that it provides a global coverage across at least 80 markets.
- **PIRC** (UK) is a UK research and advisory consultancy providing services to institutional investors on corporate governance and corporate social responsibility. It has clients ranging from pension funds, faith-based investors and trade unions to banks and asset managers, with combined assets exceeding £1.5 trillion.

- **Proxinvest** (FR) provides services to large and small investors without advisory services for issuers. It offers coverage of all companies in the MSCI Europe index and FTSE Eurofirst 300. The shares of French companies held by Proxinvest clients represent a portfolio of more than € 60 billion.

Annexe 3 : Dessin humoristique de Proxinvest illustrant la facilité de voter par Internet.



Annexe 4 : Exemple d'offre d'embauche de salariés saisonniers par Egan Jones.

Advertised on 06-01-12 | Application deadline on 06-03-12

EGAN-JONES
RATINGS Co.

CAREER OPPORTUNITIES

Egan-Jones, a leading proxy advisory firm, assists financial institutions of all sizes in meeting their fiduciary obligations related to proxy voting with:
-Proxy research and voting recommendations produced by qualified, independent analysts. -Voting services, including providing complete voting history reports in an appropriate format. Egan-Jones provides proxy research and voting recommendations from its staff of experienced professionals. Importantly, Egan-Jones avoids any potential for conflict of interest.

Proxy Voting Research Analyst-Temporary Position
National Capital Reg - Makati City

- Duties will consist of reading the corporate proxy materials of publicly traded companies, writing concise analytical reports and making proxy voting recommendations for institutional clients in a prescribed format according to the firm's voting guidelines.

REQUIREMENTS:

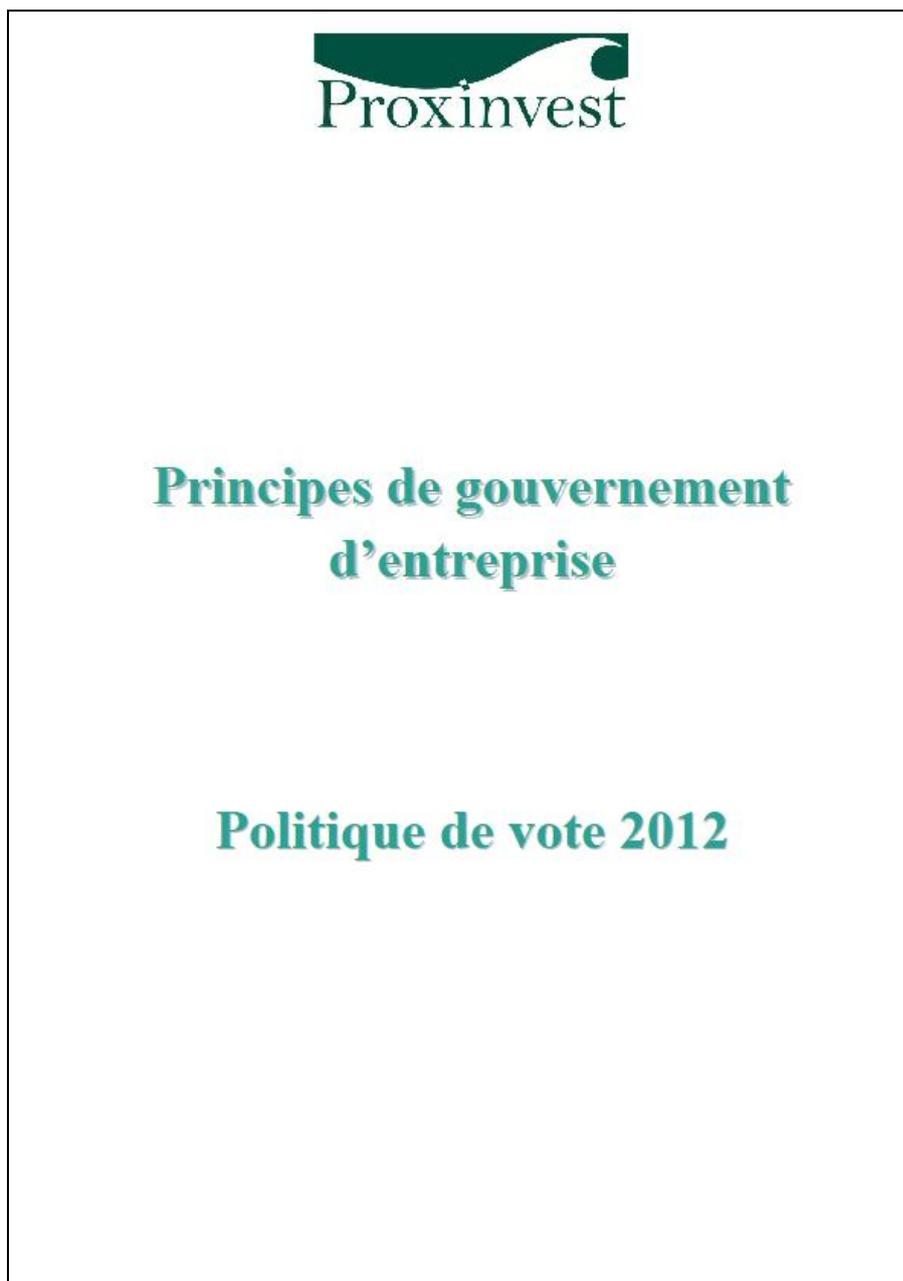
- We are seeking analysts with superior analytical and writing communication skills, to work in a temporary (seasonal) position in the Philippines for a major U.S. proxy advisory firm.
- Requires a full-time commitment and dedication to quality and professionalism.
- Required language: English.
- Applicants should be Filipino citizens or hold relevant residence status.

Interview invitations and status updates may be sent via email so please check your email regularly.

Preference will be given to candidates who **APPLY ONLINE**. No emails or phonecalls, please.

Annexe 5 : Exemple de politique de vote de Proxinvest: Principes de gouvernement d'entreprise, Politique de vote 2012

Les pages 2 et 6 étant vierges, celles-ci n'ont pas été reproduites.



SOMMAIRE

SOMMAIRE.....	3
INTRODUCTION.....	4
PRINCIPES DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE.....	7
1. L' APPROBATION DES COMPTES ET DE LA GES TION	8
1.1 <i>Information financière et approbation des comptes</i>	8
1.2 <i>Commissaires aux comptes</i>	8
1.3 <i>Conventions réglementées</i>	9
1.4 <i>Quitus</i>	9
2. LE CONSEIL D' ADMINISTRATION OU DE SURVEILLANCE	10
2.1 <i>Séparation des pouvoirs, élection des présidents de conseil et des administrateurs dirigeants</i> ..	10
2.2 <i>Compétence des membres du conseil</i>	11
2.3 <i>Définition de l'administrateur libre d'intérêts</i>	11
2.4 <i>Disponibilité</i>	13
2.5 <i>Composition équilibrée du conseil</i>	13
2.6 <i>Engagement et rémunération des administrateurs</i>	14
2.7 <i>Processus de succession</i>	15
2.8 <i>Comités spécialisés</i>	15
3. L' AFFECTATION DU RESULTAT, LA GESTION DES FONDS PROPRES ET LES OPERATIONS EN CAPITAL ..	16
3.1 <i>Distribution</i>	16
3.2 <i>Rachat d'actions et réduction de capital</i>	17
3.3 <i>Division du titre</i>	18
3.4 <i>Endettement</i>	18
3.5 <i>Apports et fusions</i>	18
3.6 <i>Autorisations préalables et droit préférentiel de souscription</i>	19
3.7 <i>Ecritures diverses</i>	20
4. REMUNERATION ET ASSOCIATION DES DIRIGEANTS ET SALARIES AU CAPITAL	20
4.1 <i>Actionnariat des salariés</i>	20
4.2 <i>Les BSARs managers</i>	20
4.3 <i>Transparence des rémunérations des dirigeants</i>	21
4.4 <i>Vote sur la politique de rémunération</i>	21
4.5 <i>Cohésion sociale, exemplarité et maximum socialement acceptable de la rémunération des</i> <i>dirigeants</i>	22
4.6 <i>La rémunération fixe</i>	22
4.7 <i>Le bonus annuel</i>	23
4.8 <i>Plans de rémunération en actions à long terme</i>	23
4.9 <i>Plans d'encouragement à long terme dénouables en numéraire</i>	24
4.10 <i>Qualité des conditions de performance sur plans de rémunération à long terme</i>	24
4.11 <i>Les régimes de retraites « sur-complémentaires »</i>	24
4.12 <i>Les indemnités de départ et primes de bienvenue</i>	25
4.13 <i>La rémunération de la présidence non-exécutive</i>	26
5. LES DROITS DES ACTIONNAIRES	26
5.1 <i>Droit de vote simple</i>	26
5.2 <i>Droit de vote non limité</i>	27
5.3 <i>Libre accès au capital</i>	27
5.4 <i>Identification des actions et seuils de déclaration</i>	28
5.5 <i>Tenue équitable de l'assemblée générale</i>	29
5.6 <i>Maintien des droits des actionnaires</i>	29

Introduction

L'appel public à l'épargne impose aux sociétés un devoir de communication sincère et de traitement équitable des actionnaires dans une optique de création de valeur à long terme. De leur côté, les investisseurs se doivent de communiquer leurs préoccupations aux dirigeants et de participer au vote des résolutions soumises à l'assemblée générale.

L'intégrité de la gestion des groupes repose pour une grande part sur la qualité des contrôles exercés par les actionnaires et les administrateurs au niveau de la société mère. Comme dans toute co-propriété, la participation vigilante des associés aux décisions de l'assemblée est la condition de la rigueur générale de gestion. C'est sans doute la raison pour laquelle la recherche du développement durable place la bonne gouvernance des sociétés en tête des conditions de la performance à long terme. L'actionnaire, s'associant de fait au projet stratégique de l'entreprise, accepte ainsi de prendre le risque ultime de l'investissement en actions : ce risque fonde le droit au dividende mais aussi la souveraineté de l'assemblée générale des actionnaires.

Il est donc en droit d'exiger de la société une mise en œuvre de la stratégie annoncée et la plus haute responsabilité sur son impact social, sociétal et environnemental.

Proxinvest est depuis 1995 le principal analyste français de résolutions d'assemblées générales des sociétés cotées. Au service exclusif des investisseurs, au nom de l'intérêt de tous les actionnaires de chaque société, Proxinvest a créé avec des partenaires européens partageant le même objectif l'Expert Corporate Governance Service Ltd. (ECGS), diffusant des études et conseil de vote en langue anglaise, dont Proxinvest est désormais le Managing Partner. La politique Proxinvest est partie intégrante des principes et de la politique de vote d'ECGS.

Proxinvest est aussi membre fondateur de l'International Corporate Governance Network et est représenté à la Commission Consultative « Epargnants et Actionnaires minoritaires » de l'Autorité des Marchés Financiers.

La politique de vote adoptée par Proxinvest pour 2012 constitue la septième révision publiée et couvre un maximum de domaines d'intervention des actionnaires réunis en assemblée générale. Cette politique prendra effet à compter du 1^{er} mars 2012.

Ce document fruit d'années d'expérience, vise à offrir aux investisseurs une base de réflexion quant à la définition de leur propre politique de vote pour éclairer les émetteurs soucieux du plus grand respect de leurs actionnaires et désirant préparer leurs résolutions en conformité avec leurs attentes. Il est complété d'un document de critères de vote détaillés remis sur demande aux investisseurs et sociétés en faisant la demande sur le site de Proxinvest

La politique de Proxinvest répond de l'application de cinq principes :

I. Approbation des comptes et de la gestion

Principe : **Intégrité de la gouvernance et de l'information financière**

II. Conseil d'administration ou de surveillance

Principe : **Separation des pouvoirs et indépendance du conseil**

III. Affectation du résultat, Gestion des fonds propres et Opérations en capital

Principe : **Gestion raisonnée des fonds propres sur le long terme et respect absolu des actionnaires**

IV. Association des dirigeants et des salariés au capital

Principe : **Association des salariés, cohérence, transparence et équité des rémunérations**

V. Droits des actionnaires

Principe : **« Une action, une voix »**

Les situations et résolutions qui ne feraient pas l'objet d'une recommandation dans les lignes directrices de vote seront traitées conformément à l'esprit des principes de gouvernement d'entreprise de Proxinvest.

**PRINCIPES DE GOUVERNEMENT
D'ENTREPRISE**

1. L'approbation des comptes et de la gestion

Un principe : l'intégrité de la gouvernance et de l'information financière

1.1 Information financière et approbation des comptes

L'information financière doit être accessible, sincère, exhaustive et cohérente, la stratégie présentée devant être lisible et stable sur l'ensemble des documents mis à disposition des actionnaires (rapport annuel, document de référence, site grand public, communiqués...). L'utilisation de divers référentiels dans la présentation des comptes impose la publication d'explications des écarts éventuels. La présentation des risques, des engagements hors bilan, des conventions réglementées et des litiges en cours doit être exhaustive et donnée en temps réel.

Les résolutions d'approbation des comptes consolidés peuvent aussi être appréciées en fonction des performances du secteur et des perspectives antérieurement présentées par la société au marché.

Il est de bonne pratique que les documents préparatoires à l'assemblée générale, dont les rapports des commissaires aux comptes, soient disponibles dès la publication de l'avis de réunion, soit au moins 35 jours avant l'assemblée générale.

Lorsque l'ordre du jour doit comprendre l'approbation des dépenses non fiscalement déductibles, il convient que celles-ci soient précisées et expliquées.

1.2 Commissaires aux comptes

Le régime français est caractérisé par l'intervention parallèle de deux commissaires aux comptes titulaires et la nomination de deux commissaires suppléants n'intervenant qu'à titre subsidiaire. De ce fait, les commissaires aux comptes qui doivent pouvoir exercer leur mission en toute indépendance peuvent être soumis à des règles de rotation moins strictes que dans les régimes étrangers de commissariat unique.

Elus pour six ans, les commissaires aux comptes titulaires ou leur représentant ne doivent pas être élus plus de trois fois de suite dans la même société ni assurer la certification de sociétés affiliées cotées ou de l'actionnaire de contrôle.

De même, les commissaires aux comptes suppléants ne doivent pas appartenir au même cabinet que les commissaires titulaires. On regrettera que le système de nomination trop peu indépendant ait privilégié les réseaux très coûteux des plus grands cabinets mondiaux dans un domaine où le principe de « diversité » devait assurer l'amélioration des méthodes et des coûts.

Les commissaires aux comptes doivent assurer une supervision indépendante des états financiers. L'expérience professionnelle exigée des commissaires suppose que la firme présentée ou son représentant candidat n'ait pas contribué à des décisions ou des comportements préjudiciables aux actionnaires : ainsi la présentation de rapports spéciaux des conventions réglementées incomplets ou ne permettant pas à l'actionnaire de mesurer l'intérêt desdites conventions constitue un manquement grave du commissaire à la protection des droits de l'actionnaire. De même l'établissement de rapports de commissariat aux apports ou d'attestation d'équité trop complaisants constitue un motif de rejet possible du commissaire proposé. Proxinvest se réserve donc le droit de s'opposer au renouvellement

des commissaires aux comptes en cas d'observations de manquements graves dans l'établissement ou la mise à disposition des différents rapports qu'ils établissent.

Enfin, la rémunération des commissaires aux comptes doit être proportionnelle au volume des actifs et des affaires du groupe, et, pour assurer l'indépendance des commissaires aux comptes, les honoraires autres que ceux perçus au titre des missions légales de certification des comptes ne doivent pas être significatifs.

1.3 Conventions réglementées

Selon le Code de commerce, l'assemblée générale statue sur le rapport spécial des commissaires aux comptes, la résolution correspondante est donc obligatoire et non facultative pour toute assemblée générale ordinaire.

Les conventions réglementées doivent être signées dans l'intérêt de tous les actionnaires, et le bénéficiaire ne saurait participer ni à son approbation en conseil ni à son vote en assemblée. Ceci implique aussi une vigilance particulière pour l'approbation de ces conventions qui doivent être stratégiquement justifiées et dont les conditions doivent être équitables. Toute convention réglementée, qu'elle soit nouvelle ou préalablement approuvée, qu'elle soit signée par la société ou par une société qu'elle contrôle doit pouvoir donner lieu, si elle est non chiffrée, mal justifiée ou de condition économique manifestement inéquitable, au rejet de l'approbation du rapport spécial.

Suite à la loi Clément-Breton de 2005, l'approbation des éléments spéciaux de rémunération attribués à un mandataire social doit faire l'objet d'une résolution distincte. L'analyste de la résolution sera conduit à rapporter ces éléments de rémunération à l'ensemble du contrat dont bénéficie le mandataire concerné.

Au-delà des Lois de Modernisation et de Confiance dans l'économie de 2005 et TEPA de 2007, Proxinvest a toujours considéré que toute rémunération exceptionnelle attribuée à un mandataire social ne pouvant être assimilée à une « convention courante ou conclue à des conditions normales », doit donc être soumise au vote des conventions réglementées, ceci incluant dès avant ces lois de 2005 et 2007 les indemnités de départ, régimes de retraite et rémunération significative de Président de conseil.

Toute formule de rémunération indirecte d'un administrateur ou dirigeant de la société doit faire l'effet d'une convention précise.

1.4 Quitus

Tout mandataire social responsable et diligent assume ses responsabilités passées et ne devrait aucunement avoir besoin du quitus de sa gestion.

Spécifiquement les gestionnaires de fonds d'investissement pour compte de tiers et investisseurs institutionnels ne sauraient concéder une faveur sans contrepartie pour leurs ayant-droits et devraient donc s'opposer au vote de tout quitus ou décharge des administrateurs, dirigeants ou commissaires. En effet, si aucune décision de l'assemblée générale ne peut avoir pour effet d'éteindre une action en responsabilité contre les administrateurs pour faute commise, le quitus freinerait inévitablement l'engagement d'actions en responsabilité des mandataires sociaux et ne saurait être conforme à la protection des intérêts des ayant droits.

Proxinvest recommande donc depuis 1995 aux institutionnels de s'opposer à la demande de quitus, même lorsque celle-ci est associée à l'approbation des comptes.

2. Le conseil d'administration ou de surveillance

Un principe : Séparation des pouvoirs, indépendance et compétence du conseil

Le premier rapport Viénot de 1995 avait pour l'essentiel circonscrit le champ du gouvernement d'entreprise autour des questions de composition et de méthodes de travail des conseils d'administration. L'ensemble des codes de gouvernance se concentre en général sur les questions de la composition et de l'organisation des travaux du conseil, laquelle demeure difficile à optimiser.

2.1 Séparation des pouvoirs, élection des présidents de conseil et des administrateurs dirigeants

Selon le rapport AFEP-MEDEF¹, le droit français est le seul à offrir la possibilité de choix entre la formule moniste (Conseil d'administration) et la structure duale (Conseil de surveillance et Directoire) à toutes les sociétés, y compris cotées.

En outre, les sociétés à Conseil d'administration ont le choix entre la dissociation des fonctions de président et de directeur général et le maintien de la formule de cumul de ces fonctions.

Les sociétés anonymes françaises ont donc de la sorte la faculté de choisir entre trois formules d'organisation des pouvoirs de direction et de contrôle.

Afin de limiter les conflits d'intérêts potentiels entre ces deux fonctions, **Proxinvest recommande la séparation des pouvoirs de direction et de contrôle**. Cette séparation peut être obtenue :

- par l'adoption de la structure de société anonyme à directoire et à conseil de surveillance ou
- par une séparation des fonctions de direction générale et de la présidence au sein du même conseil d'administration.

Dans ces deux configurations de séparation des pouvoirs, il demeure souhaitable que la présidence ne soit pas assurée par un ancien dirigeant, lequel ne saurait apprécier objectivement la gestion et la stratégie du nouveau dirigeant et risquerait de gêner sa liberté d'action.

Pour des raisons d'indépendance et de séparation des pouvoirs, le nombre de dirigeants siégeant au conseil doit être limité. Le conseil garde d'ailleurs la capacité de convoquer les dirigeants pour audition à tout moment.

La nomination d'un « administrateur référent » ou « lead independent director » n'est ni demandée ni recommandée car elle ne représente qu'un palliatif, véritable diversion face aux vrais problèmes de concentration des pouvoirs au sein d'une même personne ou de conflits d'intérêts potentiels engendrés par une présidence non indépendante.

¹ Rapport AFEP & MEDEF Déc. 2008 « Gouvernement d'entreprise des sociétés cotées ».

2.2 Compétence des membres du conseil

Un Conseil doit être un savant dosage de compétence, d'expérience et d'indépendance au service de l'intérêt de la société et de ses actionnaires.

Proxinvest a développé une méthodologie d'appréciation de compétence des candidats mandataires par la collecte systématique de « *présomptions* ». Les mandataires des sociétés : administrateurs, directeurs généraux, commissaires aux comptes ou aux apports peuvent parfois se trouver associés notamment par le jeu de la présentation de résolutions en assemblée générale à certaines initiatives préjudiciables pour la démocratie actionnariale ou les intérêts de tous les actionnaires.

En effet, outre certaines situations de non-respect des droits d'information et d'expression des actionnaires, manquements donnant lieu ou non à contentieux public ou privé, les investisseurs dans leurs codes de gouvernance ont défini certaines mesures comme résolument contraires aux intérêts des actionnaires.

Il est donc apparu nécessaire, pour mieux apprécier la compétence et l'indépendance des personnes candidates à des fonctions de mandataire, de collecter pour chacune toutes les situations d'association présumée à des menaces manifestes pour les intérêts des actionnaires – qualifiée de « *présomptions* » - et notamment lorsqu'un pourcentage significatif des voix de l'assemblée a manifesté son opposition aux résolutions dont la liste suit :

- Approbation de comptes ou de rapports sans communication ponctuelle desdits documents ou en cas de carence d'information manifeste.
- Introduction d'autorisations de plus de 50% du capital sans DPS et sans droit de priorité garanti.
- Introduction de droit de vote double ou de limitation de droits de vote.
- Maintien des autorisations d'augmentation de capital en période d'offre publique.
- Introduction de bons de souscription d'actions pour prévenir les offres publiques.

Tout agissement reconnu comme résolution hostile ou déloyal à l'encontre de la communauté des actionnaires, par exemple la non mise au vote d'une résolution externe ou une décision délibérément contraire aux bons standards de gouvernance, peuvent également donner lieu à qualification de « *présomptions* ».

Proxinvest, qui a ainsi rassemblé depuis 2000 plusieurs centaines de présomptions affectant plusieurs centaines de personnalités françaises ou étrangères, proposera aux investisseurs de les retenir comme critère de vote de compétence et apprécier l'opportunité d'approuver, de s'abstenir ou de s'opposer au candidat présenté comme mandataire.

2.3 Définition de l'administrateur libre d'intérêts

La qualification d'administrateur indépendant n'entraîne pas de jugement de valeur. La qualification d'administrateur indépendant ne garantit pas que celui-ci agisse davantage dans l'intérêt des actionnaires mais elle présente la situation objective d'un administrateur qui est réputé ne pas avoir de conflit d'intérêts potentiels avec l'ensemble des actionnaires de la société.

La définition de l'administrateur indépendant donnée par le rapport AFEP-MEDEF s'énonce de la manière suivante : « *un administrateur est indépendant lorsqu'il n'entretient aucune relation de*

quelque nature que ce soit avec la société, son groupe ou sa direction, qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement ».

Proxinvest définit la compétence comme étant à la fois l'expérience professionnelle, l'absence de conflits d'intérêts et la disponibilité.

L'expérience professionnelle suppose que le candidat ait été confronté par son parcours antérieur à des questions intéressant les affaires de la société, mais aussi qu'il n'ait pas participé à trop de décisions notoirement préjudiciables aux actionnaires (cf. ci-dessus).

La nomination de personnes morales comme membre de conseil, formule qui tend à déresponsabiliser le représentant permanent partagé entre la défense de tous les actionnaires et celle de la seule personne qu'il représente, n'est pas souhaitable.

La **qualification d'administrateur non libre d'intérêts de Proxinvest** repose donc essentiellement sur la seule notion de risque de conflits d'intérêts. Elle s'applique notamment :

- aux dirigeants et anciens dirigeants (y compris les dirigeants des entités acquises ou des filiales);
- salariés et anciens salariés depuis moins de 5 ans ;
- aux actionnaires détenant une part minimum de 3% des droits de vote et à leurs représentants² (ce qui inclut toute personne ayant un lien avec cet actionnaire) ;
- aux parents et apparentés des dirigeants;
- aux représentants ou anciens représentants depuis moins de 3 ans des clients, fournisseurs, prestataires (avocats, consultants,...), créanciers, partenaires, ou tout autre contractant du groupe ;
- aux administrateurs ou anciens administrateurs depuis moins de 3 ans de la société ou des filiales percevant une rémunération spécifique significative annuelle de 100 000 € ou plus au titre des services fournis aux sociétés du groupe, son actionnaire de contrôle ou ses dirigeants ;
- aux personnes appartenant à un groupe administré par l'un des dirigeants de la société (croisement de mandats direct ou indirect) ;
- aux personnes ayant été impliquées depuis moins de 3 ans dans une transaction stratégique majeure (apport d'actifs, fusion) ;
- aux banquiers d'affaires, dirigeants de grandes institutions financières et aux anciens dirigeants de banques depuis moins de 3 ans ou disposant encore d'avantages accordés par l'établissement dont ils étaient dirigeants ;
- aux personnes disposant d'un mandat politique (conflit d'intérêt entre l'intérêt général et les intérêts privés)³ ;
- aux administrateurs dont le mandat ou la présence au sein de la société ou du groupe excède 11 ans ;

² Afin de tenir compte des spécificités des valeurs petites et moyennes définies comme toute société n'étant pas dans le SBF120, MCSI 500 et FTSEurofirst 300, les investisseurs détenant moins de 10% du capital de ces sociétés seront considérés comme libres d'intérêts si le capital de la société est déjà contrôlé.

³ Dans les sociétés ayant un lien capitalistique avec l'Etat, toute personne ayant un lien direct avec l'Etat ou une fonction du service public (par exemple fonctionnaire, professeur, dirigeant d'une entreprise publique) sera qualifié comme membre non libre d'intérêt.

- aux administrateurs nommés autrement qu'à l'issue d'une élection formelle de l'assemblée générale (postes statutaires ou légaux);
- aux personnes liées à un concurrent.

2.4 Disponibilité

Le manque de disponibilité de tout candidat détenant en France et à l'étranger un trop grand nombre de mandats dans des groupes cotés et grandes organisations ou, s'il est dirigeant exécutif d'une société cotée, d'autres mandats d'administrateur non exécutif hors de son groupe principal, constitue un motif d'opposition quelle que soit la composition du conseil.

De plus, il convient que le taux de présence des administrateurs aux réunions du conseil soit élevé. Dans le cas contraire, et sans justification particulière apportée par la société, ceci peut affecter négativement le renouvellement du mandat d'un administrateur.

2.5 Composition équilibrée du conseil

La première qualité d'un conseil se trouve dans sa composition : des administrateurs intègres, comprenant correctement le fonctionnement de l'entreprise, soucieux de l'intérêt de tous les actionnaires, s'impliquant suffisamment dans la définition de la stratégie et dans les délibérations pour participer effectivement à toutes ses décisions collégiales.

Le conseil, hors censeurs, doit comprendre au minimum 7 membres et ne doit jamais excéder 16 personnes (par exception 18 membres à la suite d'une fusion récente). Destinée souvent à parer aux limitations de cumuls de mandats ou à l'amélioration du taux d'indépendance des administrateurs, la nomination de censeurs au conseil pose problème : la présence obligatoire de personnes n'assumant pas les mêmes responsabilités risquant de gêner les travaux des administrateurs, il convient que la présence des censeurs puisse être temporairement récusée à la demande d'un seul administrateur.

La législation française offre la double particularité d'associer aux travaux du conseil des représentants du comité d'entreprise qui ont une voix consultative, et de prévoir également la désignation d'un ou plusieurs administrateurs parmi les actionnaires salariés dès lors que la participation des salariés dépasse le seuil de 3% du capital social ou la possibilité d'une pleine participation au conseil d'élus des salariés⁴.

La représentation statutaire au conseil de quelque catégorie que ce soit (salariés, représentants de l'Etat...) n'est pas souhaitable. Quoique s'agissant d'administrateurs en conflit d'intérêts potentiel, un poste statutairement réservé à un représentant des actionnaires salariés est souhaitable à la double condition d'une désignation démocratique et d'une élection par l'assemblée générale des actionnaires dans les mêmes conditions que tous les autres administrateurs.

L'assemblée générale en France permettant de se prononcer chaque année sur divers points de gestion et de révoquer en cas de nécessité les administrateurs, l'élection annuelle des administrateurs ne s'impose pas mais elle doit rester suffisamment fréquente pour assurer un renouvellement des administrateurs.

De plus, il convient de veiller à ce que la moyenne d'âge du conseil ne soit jamais trop élevée.

⁴ AFEP-MEDEF « Gouvernement d'entreprise des Sociétés cotées » Déc. 2008.

Proxinvest ne considère pas l'indépendance de tous les membres du conseil comme nécessaire. Il est indispensable que les grands et petits actionnaires soient représentés. Il peut aussi être utile de voir siéger un ou deux anciens dirigeants comme administrateurs non exécutifs, bien qu'il ne puisse prétendre à la perspective externe.

Dans les sociétés faisant appel public à l'épargne, il convient de s'assurer que la société sera administrée dans l'intérêt de tous les actionnaires et non dans l'intérêt d'un ou plusieurs actionnaires particuliers, ainsi une majorité des membres du conseil doit être réputée indépendante.

Proxinvest et l'ECGS retiennent donc une règle plus stricte que celles de l'AFG⁵ et de l'AFEP-MEDEF⁶ : **le conseil doit être majoritairement composé de membres compétents et indépendants, c'est-à-dire libres de tout risque de conflit d'intérêts potentiels.** Proxinvest analyse l'incidence de chaque résolution portant sur la nomination ou le renouvellement d'administrateurs sous l'hypothèse de l'adoption de toutes les résolutions relatives à la composition du conseil et présentées par ce dernier à une assemblée générale.

En cas de composition à parité de membres libres et non libres d'intérêts, Proxinvest regardera si le Président du Conseil peut être qualifié de membre libre d'intérêt pour déterminer si les candidats non indépendants peuvent être soutenus.

Proxinvest encourage les conseils à recruter leurs candidats dans une sphère aussi large que possible : la faible représentation des femmes et des minorités dans le conseil des sociétés européennes est le résultat d'un processus de recrutement peu professionnel et peu transparent.

Lors de l'appréciation des conflits d'intérêts potentiels, le niveau de « diversité », notamment sexuelle, géographique et académique, de composition du conseil constitue un facteur favorable.

2.6 Engagement et rémunération des administrateurs

La loyauté des membres du conseil vis-à-vis des autres actionnaires suppose l'alignement de leurs intérêts par la détention personnelle et directe d'actions. Proxinvest considère indispensable que les membres du conseil aient investi lors de leur renouvellement au minimum à hauteur d'un an de jetons de présence.

Le paiement d'un jeton de présence doit être par ailleurs principalement conditionné par la présence effective aux réunions du conseil et des comités. Cette rémunération en jetons de présence peut être additionnée à la rémunération du président non exécutif pour apprécier le coût global de la supervision par le conseil.

La rémunération sous forme d'actions ou de bons de souscription d'actions n'est généralement pas souhaitable pour les administrateurs non exécutifs, toutefois celle-ci peut être acceptée, si elle n'atteint pas des valorisations significativement supérieures au jeton moyen observé dans les valeurs moyennes disposant de moyens limités et souhaitant attirer des administrateurs qualifiés et indépendants.

⁵ AFG « Recommandations sur le Gouvernement d'entreprise – (Janvier 2010) ».

⁶ Rapport AFEP & MEDEF Déc. 2008 « Gouvernement d'entreprise des sociétés cotées » : La part des administrateurs indépendants doit être de la moitié des membres du Conseil dans les sociétés au capital dispersé et dépourvues d'actionnaires de contrôle. Dans les sociétés contrôlées, la part des administrateurs indépendants doit être d'au moins un tiers.

Les polices d'assurance responsabilité civile des administrateurs et dirigeants, polices dites « D&O », mises à la charge de la société devraient être communiquées et approuvées par l'assemblée. Il est souhaitable qu'une franchise de deux ans de jetons de présence soit laissée à la charge des administrateurs.

Proxinvest estime indispensable que la rémunération significative d'un Président du Conseil soit justifiée par des missions spécifiques et que ces dernières soient donc approuvées en assemblée générale soit par le vote des jetons de présence, soit par celui d'une convention réglementée.

2.7 Processus de succession

La planification et la réussite du processus de succession est l'une des principales responsabilités du conseil. Cette question sera d'autant plus primordiale que la société est dirigée par son fondateur. Sauf justification particulière, les statuts doivent donner au conseil un cadre et un calendrier pour la mise en œuvre de cette succession. Ainsi Proxinvest recommande que la limite d'âge fixée dans les statuts n'exécède pas 65 ans pour le directeur général et 70 ans pour le président du conseil⁷.

2.8 Comités spécialisés

Sans rien retirer à la responsabilité finale de tous les administrateurs, l'existence de comités spécialisés indépendants contribue au bon fonctionnement du conseil : l'existence de tels comités permet une préparation plus approfondie et plus indépendante des décisions, lesquelles demeurent sous la responsabilité collective du conseil. Trois comités distincts au moins doivent être créés : comité d'audit, comité de sélection, et comité de rémunération. Ces comités doivent disposer de budgets autonomes leur permettant d'exercer leur mission. Qu'il s'agisse de l'approbation des comptes, de la nomination d'administrateurs ou de l'approbation de la rémunération, l'absence du comité majoritairement indépendant affecté à ces questions peut conduire à une appréciation négative de la résolution proposée.

Selon l'AFG, ne peuvent être membres du comité d'audit et du comité de rémunération les personnes exerçant des fonctions de direction générale ou salariées dans l'entreprise. Les membres de ces deux comités ont bien entendu toute liberté de convoquer et d'auditionner le personnel de la société⁸.

Proxinvest exclut la présence de dirigeants dans les comités, lesquels doivent être composés majoritairement de personnes libres d'intérêts, dans la mesure où le conseil comprend lui-même une majorité de membres indépendants, et dans le cas contraire composés exclusivement de personnes libres d'intérêts. Seuls les administrateurs libres d'intérêts doivent siéger au comité d'audit.

⁷ Proxinvest n'émet pas de recommandation sur l'âge limite que pourraient inclure les statuts pour tout administrateur ou membre du conseil de surveillance.

⁸ AFG « Recommandations sur le Gouvernement d'entreprise – (Janvier 2010) »: S'agissant du comité de sélection et du comité d'audit, il est recommandé qu'au minimum un tiers des membres soit libre d'intérêt. Pour le comité des rémunérations, il est souhaitable que son président ainsi qu'une majorité de ses membres soit libre d'intérêts. Ne peuvent être membres du comité d'audit et du comité de rémunération les personnes exerçant des fonctions de direction générale ou salariées dans l'entreprise.

Proxinvest se réserve le droit de s'opposer au renouvellement du mandat de tout président de comité ou de conseil dont l'action est jugée avoir été sensiblement préjudiciable aux intérêts des actionnaires (cf. notion de présomptions).

3. L'affectation du résultat, la gestion des fonds propres et les opérations en capital

Un principe : Gestion raisonnée des fonds propres sur le long terme et respect absolu des actionnaires.

3.1 Distribution

La politique de distribution proposée aux actionnaires doit être justifiée, en ligne avec la stratégie et les perspectives de l'entreprise et en phase avec la distribution propre au secteur d'activité.⁹

La distribution de dividende ne doit pas créer de risque sur la continuité d'exploitation de l'entreprise.

L'appréciation du dividende proposé repose sur une analyse multicritères.

Les actionnaires de long terme acceptent de ne pas percevoir de dividendes lors d'exercices déficitaires. Proxinvest et ses partenaires de l'ECGS acceptent aussi l'absence de distribution lors d'exercices déficitaires et ne soutiennent pas, sauf justification argumentée par le conseil, les distributions non couvertes par les bénéfices de l'exercice.

- **Date de paiement du dividende**

L'émetteur devra veiller à ne pas encourager la pratique du prêt de titres en période d'assemblées générales pour raison fiscale qui conduit certains investisseurs à ne pas voter ou à ne pas vraiment savoir comment sont votées leurs actions prêtées. Ainsi convient-il que les émetteurs respectent le code de bonne pratique sur le prêt-emprunt de titres de l'ICGN (International Corporate Governance Network) en décalant à plus de quinze jours après la date d'enregistrement des titres la date de paiement du dividende¹⁰.

Le versement d'acompte sur dividende peut également permettre aux émetteurs de réduire l'activité de prêt-emprunt de titres en période d'assemblée générale.

⁹ L'AFG souhaite que la politique de distribution à 3 ans (taux de distribution) fasse l'objet d'une information particulière dans le rapport du conseil d'administration.

¹⁰ "Separation of Record Dates for Dividend Payments and Shareholder Meetings – To minimise the effect of share lending for dividend swaps upon shareholder participation and share voting, issuers should not set dividend record dates less than 30 days in advance of a shareholder meeting or record date (whichever is relevant for voting) nor less than 15 days after the shareholder meeting (or record date)." (http://www.icgn.org/files/icgn_main/pdfs/best_practice/sec_lending/2007_securities_lending_code_of_best_practice.pdf)

- **Dividende en actions**

La distribution du dividende en actions devrait être un excellent instrument de fidélisation mais sa réglementation actuelle ne semble pas optimale. Le prix étant fixé de façon anticipée à la décision, il constitue une prime à l'arbitrage entre les deux modes de dividende, contraire à la recherche de la fidélisation des actionnaires et non justifiable pour les actionnaires ne pouvant souscrire par manque de trésorerie ou manque d'attention.

Proxinvest a depuis plusieurs années alerté en vain sur ce problème législatif. **Proxinvest refusera les résolutions autorisant l'option pour le dividende en actions tant que le législateur n'aura pas rendu son cadre réglementaire plus juste et en ligne avec les meilleurs standards étrangers.**

- **Dividende majoré**

La fidélisation des actionnaires et le développement de l'actionnariat individuel sont souhaitables : le régime de dividende majoré légal français limité à 10% de majoration et réservé aux actionnaires détenant moins de 0,5% du capital, est un instrument de fidélisation acceptable car respectueux du principe « une action, une voix ». Il serait souhaitable qu'il fût fondé non sur l'inscription au nominatif depuis deux ans mais sur la participation effective au vote par l'actionnaire depuis deux ans.

3.2 Rachat d'actions et réduction de capital

Les sociétés dont la stratégie ne présente pas assez de lisibilité ou dont le titre n'a pas assez de liquidité créant les conditions d'une faible valorisation sur le marché, doivent remédier d'abord à ces défauts de communication avant de procéder au rachat en bourse en régularisation du cours de leurs actions.

Sauf justification particulière, l'utilisation de la trésorerie à des fins de rachat d'actions par un émetteur présentant un endettement significatif n'est pas souhaitable.

L'intervention sur le capital par rachat en période d'offre publique ne doit pas être autorisée, car elle constitue une manœuvre destinée à contrer la gestion des actionnaires, décourager le lancement d'offres publiques ou à biaiser le résultat d'une telle offre. Elle implique que la société aurait dû racheter avant l'offre à un prix inférieur et crée le risque qu'en l'absence de surenchère, la société ne se trouve alourdie par une auto-détention constituée à un prix supérieur au prix que le marché accepte d'offrir. Elle introduit également le risque de réserver un bloc significatif de titres pour un investisseur protecteur en cas d'offre publique hostile. Toutefois, la résolution peut autoriser le rachat en période d'offre publique si celui-ci a exclusivement pour objet de poursuivre l'exécution d'un plan d'achat engagé pour la livraison de titres autorisée par ailleurs (ex : satisfaire à l'exercice d'options d'achat consenties, à la conversion d'OCEANES, etc) ou s'il permet de rémunérer l'acquisition d'un actif par échange de titres lors d'une opération stratégique annoncée au marché avant le lancement de l'offre publique.

Certaines sociétés souhaitent recourir aux produits dérivés dans le cadre du programme de rachat d'actions, l'utilisation d'options d'achat à des fins de couverture (par exemple la couverture des plans d'options d'achat aux salariés), semble acceptable mais toute autre utilisation semble devoir être découragée. A ce sujet, Proxinvest rejoint en effet la position de l'AMF qui mentionne que *" s'agissant de la vente d'options de vente par un émetteur dans le cadre d'un programme de rachat, l'AMF considère que la cession de « puts » ne constitue pas une opération de couverture, l'exercice de*

L'option étant à la main de la contrepartie ayant acheté l'option, et qu'en outre une telle opération consiste en une spéculation sur la volatilité anticipée du titre ce qui, de la part d'un émetteur, représente un risque qui ne semble pas correspondre aux objectifs d'un programme de rachat. Un émetteur mettant en œuvre un programme de rachat d'actions ne doit donc pas être conduit à utiliser ce type de produit dérivé.¹¹

Dans tous les cas, le rachat des titres en régularisation à un certain cours de bourse, ne justifie pas nécessairement la réduction du capital à ce même cours, la réduction du capital ayant des conséquences sur la capacité bénéficiaire et sur le potentiel stratégique de la société. De même, la liquidité du titre demeure une question primordiale. Pour des raisons de cohérence dans la politique de distribution, les sociétés ne devraient pas envisager de réduire leur capital lorsqu'elles ne sont pas en mesure d'offrir un dividende à leurs actionnaires, sauf réduction de capital pour poursuite de l'exploitation lorsque les fonds propres atteignent un niveau inférieur à la moitié du capital.

3.3 Division du titre

Un prix unitaire de l'action inférieur à 50 euros semble la condition d'un accès élargi du grand public à l'actionariat et à l'adhésion au projet de l'entreprise.

Au regard des bienfaits potentiels sur la liquidité et l'accessibilité du titre au plus grand monde, Proxinvest est favorable aux opérations de division du nominal.

3.4 Endettement

L'ordonnance de 2004 a retiré à l'assemblée générale le contrôle des émissions obligataires. A l'exclusion des banques et institutions financières, les sociétés devraient, sauf activité spécifique, limiter leur endettement financier net. Un contrôle de l'endettement s'opérera lors des demandes d'utilisation de la trésorerie à des fins de rachat d'actions.

3.5 Apports et fusions

Toute opération stratégique nouvelle portant sur les activités du groupe ou modifiant sensiblement le capital de la maison mère est analysée en fonction de l'équilibre de trois critères :

- l'intérêt stratégique à long terme de l'opération en conformité avec l'objet social : cohérence et complémentarités stratégiques, appréciation des bénéfices attendus (synergies technologiques, industrielles, commerciales...);
- les conditions financières: valorisation des actifs reçus ou apportés et valorisation des passifs créés ou concédés au regard des valeurs de marché ;
- l'impact éventuel de l'opération sur la gouvernance : évolution du flottant et du contrôle, modification de statuts, modification de composition du conseil.

¹¹ Position de l'AMF relative à la mise en œuvre du régime de rachat d'actions, 19 novembre 2009 (http://www.amf-france.org/documents/general/9178_1.pdf)

La consultation et l'appréciation des avis d'experts, attestations d'équité et de toutes opinions externes indépendantes ou non s'imposent à l'analyste. L'absence de mise à disposition d'analyses externes plusieurs semaines avant l'assemblée justifie un refus des projets par les actionnaires.

3.6 Autorisations préalables et droit préférentiel de souscription

Le respect du droit préférentiel de souscription des actionnaires est fondamental lors des opérations d'augmentation de capital, puisqu'il permet d'indemniser éventuellement tout actionnaire n'ayant pas les moyens ou le loisir de suivre une augmentation de capital bien acceptée par le marché. Le respect de ce droit a évidemment un coût pour l'entreprise : la mobilisation des services titres des banques et l'intervention des banquiers garants, laquelle se trouve allongée par le délai d'exercice du DPS.

Il est souvent argumenté que la rapidité d'action et un refinancement optimal pour la société supposent de pouvoir émettre à tout moment sans DPS. On oppose quatre observations :

1. Certaines grandes sociétés n'ont jamais eu recours à la privation du DPS des actionnaires et ceci ne les a nullement empêchées lors d'acquisitions de se refinancer rapidement auprès de tous leurs actionnaires.
2. Une opération de refinancement exceptionnelle peut être lancée avec DPS, le prix de placement se trouvant au-dessus du prix de marché, le DPS n'aura pas de valeur et le souscripteur pressenti pourra souscrire l'intégralité de l'émission sans léser les autres actionnaires.
3. L'accord pour une opération exceptionnelle réalisée sans DPS (ex : OPE, apports) reste toujours possible sous condition suspensive d'approbation ultérieure par l'AGE des actionnaires (réalisation de l'augmentation de capital une fois l'opération autorisée par l'assemblée générale).
4. Lors d'une émission sans DPS, les banquiers garants prennent un risque non négligeable bien supérieur à celui d'une émission avec DPS avec forte décote. Le coût de la commission de garantie impacte donc plus fortement les comptes pour une émission sans DPS avec décote de 5% que pour une émission avec DPS avec une plus forte décote.

Rappelons que toute opération spécifique bien expliquée est regardée avec faveur par les actionnaires toujours capables de faire primer l'intérêt stratégique d'une opération sur les conditions financières éventuellement dilutives qui leur sont proposées.

Les **opérations en capital réservées**, proposées aux actionnaires, doivent être justifiées et équilibrées. Toute opération sur le capital (fusions, apports, scissions...) doit être appréciée en fonction de sa conformité avec l'intérêt à long terme de tous les actionnaires. Elle doit être cohérente avec l'objet social et les objectifs stratégiques de la société, ses conditions financières doivent être équitables et ne mettre en cause ni la liquidité, ni la valorisation du titre, ni le principe « Une action, une voix ».

Toute offre publique ou opération d'apports significative doit être expliquée et soumise à l'assemblée générale des actionnaires. Ceci implique par voie de conséquence le rejet des résolutions d'autorisations générales permettant au conseil de réaliser des apports en nature augmentant le capital de plus de 5% sans approbation des actionnaires.

Afin de rassurer actionnaires et investisseurs quant au risque de dilution potentiel, il ressort de la responsabilité des administrateurs d'éviter de demander des autorisations d'émissions sans droit préférentiel de souscription. Si cet objectif ne peut être atteint, il convient de définir un

plafond strict limitant l'ensemble des autorisations d'augmentations demandées à 10% du capital.

3.7 Ecritures diverses

Chaque transfert de compte à compte affectant les fonds propres doit être analysé au regard de son bien-fondé juridique et économique. En particulier, les opérations créditant le report à nouveau négatif par prélèvement sur les réserves ne sont généralement pas jugées opportunes car elles dénaturent la présentation des fonds propres.

4. Rémunération et association des dirigeants et salariés au capital

Un principe : Association des salariés, Cohérence, Transparence et Equité des rémunérations

4.1 Actionnariat des salariés

La législation française offre la double particularité d'associer aux travaux du Conseil des représentants du comité d'entreprise, qui ont une voix consultative, et de prévoir la désignation d'un ou plusieurs administrateurs parmi les actionnaires salariés dès lors que la participation des salariés dépasse le seuil de 3% du capital social ou la possibilité d'une pleine participation au Conseil d'élus des salariés¹².

Proxinvest considère que l'actionnariat des salariés est très souhaitable et que les sociétés doivent maximiser les possibilités d'abondement autorisées. Les salariés bénéficient d'un régime fiscal favorable et sont en parallèle soumis à une obligation de détention.

Toute restitution de la décote sous forme d'actions gratuites pour les salariés doit être spécifiquement référencée au texte correspondant du code du travail dans la résolution.

Les procédés de garanties et d'effet de levier souvent associés aux plans d'actionnariat salarié ne sont pas souhaitables, et moins encore si la structure d'émission adoptée (holding luxembourgeoise ou autre) n'offre pas de garantie en matière d'intégrité d'exercice du droit de vote par les ayants droit.

Condition de ces autorisations : il convient en effet que l'expression du vote des salariés dans le cadre de ces mécanismes d'actionnariat soit véritablement indépendante du management. On déplore dans ce domaine l'anomalie légale apportée au pouvoir des salariés actionnaires par la participation à parité, dans les conseils de FCPE, des représentants de la direction à l'exercice du droit de vote des actions des salariés actionnaires.

4.2 Les BSARs managers

Les bons de souscription en actions remboursables sont généralement détachés après une émission d'OBSARs ou ABSARS. Ces BSARs doivent être analysés comme des options souscrites par les

¹² Rapport AFEP & MEDEF Déc. 2008 « Gouvernement d'entreprise des sociétés cotées ».

principaux dirigeants avec généralement une clause de forçage de l'exercice dans les mains de l'émetteur et un prix d'exercice supérieur au cours de bourse à la date de l'émission. Après observation d'émissions à un prix inférieur à 10% de la valeur faciale de l'action sous-jacente malgré les travaux d'experts externes, il apparaît nécessaire que les actionnaires puissent mieux contrôler la valeur de ces bons au moment de l'assemblée générale les autorisant. Il est donc nécessaire que les émetteurs incluent dans la résolution les conditions générales des futurs bons : prix d'acquisition par les bénéficiaires, prix d'exercice ou clause de forçage de l'exercice. A défaut, ceux-ci seront analysés comme toute demande d'émission d'options au profit des managers.

4.3 Transparence des rémunérations des dirigeants

Pour Proxinvest les rémunérations des dirigeants doivent donner lieu annuellement à une communication détaillée et individualisée par mandataire social et reprendre tous les éléments fixes, variables, en espèces et en nature, en France et à l'étranger, ainsi que tout élément actionnarial octroyé ainsi que la valeur comptable pour l'exercice de l'avantage postérieur à l'emploi que représente les régimes additifs de retraite. L'utilisation d'une société *ad hoc* implique notamment une totale transparence des opérations menées par cette société pour permettre la mesure précise de la rémunération des dirigeants concernés. Par ailleurs, l'information collective et cohérente sur un groupe d'une dizaine de dirigeants les mieux rémunérés est indispensable à un suivi comparatif des diverses sociétés cotées.

La politique de rémunération des dirigeants doit être communiquée de façon précise et en amont de l'assemblée générale. Elle doit inclure ses principes et mécanismes, détailler la politique sur les différentes composantes de la rémunération des dirigeants et ne pas se contenter des seules informations sur l'exercice passé.

Le coût pour l'exercice comptable de chaque composante de rémunération (fixe, bonus, jetons, avantages en nature, options, droits potentiels à actions, régime de retraite additif) doit être communiqué pour chaque mandataire social dirigeant mais aussi de façon agrégée pour l'ensemble du comité de direction ou comité exécutif ou pour les dix dirigeants les mieux rémunérés.

Lorsque des mandataires sociaux dirigeants ou un Président du Conseil ont été nommés en cours d'exercice ou en début du nouvel exercice, l'information sur la nouvelle rémunération attachée à leur fonction doit être communiquée en base annuelle aux actionnaires.

4.4 Vote sur la politique de rémunération

Le vote sur la politique de rémunération des dirigeants se généralise au sein des grands pays occidentaux et la France apparaît désormais comme une exception. **Proxinvest considère qu'un vote annuel d'approbation de la politique de rémunération des mandataires sociaux est souhaitable et que les émetteurs ne devraient pas attendre la contrainte législative pour adopter les meilleures pratiques européennes.** Proxinvest estime en effet que les propriétaires de l'entreprise sont les mieux à même de contrôler les quelques abus ou dérives en matière de rémunération. De préférence, le vote sur la politique de rémunération des mandataires sociaux dirigeants ne devrait pas être consultatif mais avoir un véritable pouvoir impératif (« binding vote ») comme on l'observe aux Pays-Bas.

Les rémunérations des dirigeants et leur évolution, à la hausse comme à la baisse, doivent être en ligne avec la stratégie et liées à la performance et à l'évolution de la valeur du titre de la société sur le long terme.

En règle générale, l'équilibre des différentes composantes de rémunération devrait se situer autour de la **règle des trois tiers**, c'est à dire un tiers pour le fixe, un tiers pour le bonus annuel, un tiers pour la valeur cible des stock-options ou actions de performance. Cette règle permet d'aligner la rémunération avec la performance, laissant au conseil le devoir de fixer les objectifs annuels à atteindre pour le bonus ainsi que les critères de performance à long terme.

4.5 Cohésion sociale, exemplarité et maximum socialement acceptable de la rémunération des dirigeants

La rémunération des principaux dirigeants se doit d'être exemplaire afin d'assurer une forte cohésion sociale au sein du groupe. Ainsi lorsque les augmentations de salaire annuelles sont limitées pour les salariés ou que l'entreprise doit mettre en oeuvre un plan de licenciement, la rémunération des dirigeants se doit d'être exemplaire (pas d'augmentation du fixe, pas de bonus annuel).

Proxinvest pense que chaque investisseur et administrateur devrait s'interroger sur le plafond raisonnable de rémunération d'un dirigeant exécutif. Proxinvest considère qu'un maximum de 240 fois le SMIC brut, soit 4,5M€ par an¹³, devrait constituer le maximum socialement tolérable de la rémunération globale annuelle (salaire, avantage, options, actions gratuites et contribution de retraite chapeau). Ce type de plafond devrait permettre de maintenir les écarts de rémunération entre dirigeants et salariés à des niveaux raisonnables n'impactant pas négativement l'économie de l'entreprise et la motivation des équipes. Chaque conseil d'administration pourrait également définir un écart maximal entre la rémunération du premier dirigeant et la rémunération minimale, moyenne ou médiane du groupe.

En l'absence d'un vote spécifique sur la rémunération des mandataires sociaux dirigeants, l'appréciation de la rémunération individuelle d'un mandataire social se fera lors de l'approbation d'avantages différés (retraite sur-complémentaire ou indemnité de départ) sur la base du total annuel des rémunérations perçues par chaque mandataire, dotations d'options ou d'actions gratuites incluses. Un dépassement de la rémunération maximale socialement acceptable correspond au premier motif d'opposition pour rémunération excessive. Autre élément d'appréciation à suivre, l'écart entre la rémunération du premier dirigeant et celle de la moyenne du comité exécutif.

Elément non négligeable de cohésion sociale, le nombre de bénéficiaires des plans collectifs d'options ou d'actions gratuites peut constituer un critère de meilleure acceptabilité de ces résolutions.

4.6 La rémunération fixe

Première composante de la rémunération du dirigeant, le salaire fixe, établi dans le contrat du dirigeant, se doit par définition de rester inchangé d'une année sur l'autre, sauf éventuelle réévaluation limitée à l'inflation.

¹³ Sur la base du SMIC mensuel brut pour 169h de 1559,99€.

Ce salaire fixe doit servir de base à la fixation des autres rémunérations (bonus cible annuel, bonus maximum annuel, valeur des plans de rémunération à long terme à la date d'attribution).

Le salaire fixe doit être en ligne avec la pratique du secteur et du pays et le conseil d'administration doit veiller à ne pas le fixer au-delà de la médiane du groupe de comparaison, mécanique de complaisance aux conséquences inflationnistes qu'il convient d'éviter.

Les politiques de fixation d'un salaire fixe trop minime visant à légitimer des rémunérations variables extravagantes sont à proscrire (ex : « one dollar salary »).

4.7 Le bonus annuel

La part variable de la rémunération salariale des dirigeants doit reposer pour la majeure partie sur des critères complémentaires et non alternatifs, pour l'essentiel des critères financiers par action, et vérifiables. La transparence et la permanence des méthodes de calcul utilisées sont requises.

Proxinvest encourage aussi les sociétés à recourir à des critères extra-financiers (par exemple les créations d'emplois), précis et vérifiables, qu'elles jugeront cohérents avec leurs objectifs de développement durable. Les critères qualitatifs non quantifiables ou vérifiables (restructuration, désendettement, cessions, qualité, image...) ne sauraient pour leur part représenter plus de 20% de l'indexation de la rémunération variable annuelle cible.

L'articulation de ce bonus annuel (bonus cible, bonus maximum, bonus minimum, critères de performance) doit être totalement transparente. Si la société ne peut rendre compte a priori des objectifs à atteindre définis par le conseil pour l'exercice, celle-ci devra néanmoins rendre compte dans le rapport annuel suivant de façon précise sur la performance atteinte permettant de calculer le bonus.

Le bonus annuel cible ne devrait pas excéder le salaire fixe et le bonus maximum ne devrait jamais excéder deux fois le salaire fixe. Cette rémunération variable salariale devrait être réellement variable et la règle de fixation du bonus devrait conduire à une absence de bonus lors des exercices décevants ou difficiles.

L'ensemble des rémunérations variables d'objectif (bonus annuel, options et actions de performance) ne devrait pas excéder deux fois le salaire fixe. Cependant, en principe, le bonus annuel cible devrait être significativement inférieur à la rémunération variable reposant sur les plans de rémunération en actions à long terme. Un bonus annuel représentant la part principale de la rémunération totale ne pourrait être acceptable selon la politique ECGS que si une grande partie de celui-ci est investi en actions sur plusieurs années (« deferred bonus »).

Il est souhaitable que les sociétés soumettent tout versement de bonus annuel à une clause de récupération (« clawback »), notamment pour prévoir l'éventualité de corrections de bonus suite à rectification comptable ou remboursement de bonus (malversations comptables, pratiques déloyales entraînant des amendes ou pénalités a posteriori, ...)

4.8 Plans de rémunération en actions à long terme

S'alignant sur les standards de bonnes pratiques observées au niveau européen, il convient d'isoler au sein des résolutions d'autorisations d'émissions d'options ou d'actions de performance la part qui peut en être attribuée aux mandataires sociaux dirigeants.

De même, sauf pour les résolutions ne concernant que les salariés, les plans à long terme dont peuvent bénéficier les mandataires sociaux dirigeants doivent **inclure des conditions de performance**. Ces conditions annoncées doivent constituer une réelle exigence de performance et être mesurées sur une période de moyen ou long terme.

En principe, la valeur cible des plans de rémunération à long terme en actions (options, actions de performance) ne devrait pas excéder deux fois le salaire fixe et l'attribution maximale totale ne devrait jamais excéder deux fois la valeur cible des attributions.

L'ensemble des rémunérations variables (bonus annuel, options et actions de performance) ne devrait pas excéder deux fois le salaire fixe. Cependant, la philosophie de la rémunération des dirigeants devant être liée à la création de valeur durable pour toutes les parties prenantes et en particulier les actionnaires, il est alors normal que le niveau des rémunérations à long terme excède le niveau de la rémunération variable annuelle.

Enfin, comme suggéré plus haut, il convient de veiller à ce que les plans d'options et d'actions gratuites ne soient pas concentrés sur un nombre trop restreint de bénéficiaires.

4.9 Plans d'encouragement à long terme dénouables en numéraire

Certaines sociétés adoptent des modalités de rémunération indexées sur l'action ou d'autres critères de performance et versées en numéraires à l'échéance de certaines conditions. Il convient que la société communique aux actionnaires leurs modalités essentielles et la valorisation à la date d'attribution.

Il est souhaitable que ces formes de rémunérations respectent les plafonds et conditions applicables aux mandataires sociaux et, soumises à un vote annuel sur la politique de rémunération, n'échappent pas au contrôle légitime de l'assemblée générale.

4.10 Qualité des conditions de performance sur plans de rémunération à long terme

Les conditions de performance doivent assurer le lien entre rémunération des dirigeants et performance à long terme.

Les critères choisis peuvent être multiples et doivent être suffisamment exigeants.

La mesure de la performance doit se faire sur le long terme (minimum de trois années pleines) et ne pas reposer sur un contrôle sur plusieurs années de l'atteinte des objectifs annuels fixés pour le bonus.

En principe, tout plan doit comprendre un niveau de performance minimal à atteindre pour commencer à bénéficier d'une attribution partielle ainsi qu'un niveau de performance à atteindre pour bénéficier de l'intégralité de la dotation. Ces niveaux d'objectifs de performance doivent être communiqués aux actionnaires et en cas de sous-performance le plan ne doit donner lieu à aucune attribution.

Ainsi une performance inférieure à la médiane de l'échantillon de comparaison des pairs ne devrait pas donner lieu à attribution.

4.11 Les régimes de retraites « sur-complémentaires »

Les compléments divers de rémunération comme les avantages en nature ou les régimes de retraite « sur-complémentaires » doivent être ajoutés pour évaluer le coût complet du dirigeant pour l'entreprise. La

provision de l'année correspondant aux engagements de l'entreprise au titre des retraites dites sur-complémentaires doit être estimée, ce montant restant généralement à la charge de l'entreprise pendant des années après le départ du dirigeant bénéficiaire. Le montant de la cotisation annuelle pour les régimes à cotisations définies ou l'estimation de la charge annuelle pour les régimes à prestations définies est ainsi ajouté à la rémunération totale, dont le caractère excessif sera évité.

L'acquisition des droits à pension au titre de ces régimes devra être proportionnelle à la durée de présence dans le groupe.

Ces compléments de retraite étant par nature non liés à la performance, il convient d'en limiter le montant à un pourcentage restreint de la rémunération salariale. De même, il convient d'encourager les dirigeants, dont la rémunération doit être justement fixée, à épargner par leurs propres moyens pour leur retraite et à ne pas en faire supporter le seul coût à l'entreprise et ses actionnaires.

4.12 Les indemnités de départ et primes de bienvenue

Il convient de ne pas attribuer d'indemnités de départ ou toute autre forme d'indemnisation assimilable à un « parachute doré ».

Dans certaines circonstances de performance exceptionnelle ou pour indemniser l'engagement de non-concurrence, un montant d'indemnisation modéré pourra être toutefois accepté. La politique de l'ECGS est d'accepter les indemnités inférieures ou égales à une année de salaire fixe. En France où les pratiques sont beaucoup plus généreuses, l'indemnité totale ne devrait jamais excéder l'équivalent d'une année de plein salaire sauf cas d'ancienneté significative (sans excéder deux années de salaire pour vingt-quatre ans d'ancienneté).

La Loi TEPA a soumis ces indemnités de départ au respect de conditions de performance préétablies. Il convient donc que les conditions fixées soient de réelles conditions de performance à long terme.

Les éventuelles indemnités de départ, en cas de désaccord avec le conseil ou en cas de prise de contrôle de l'entreprise, de préférence sous forme d'engagement de non-concurrence du bénéficiaire, doivent être fixées dès l'engagement des dirigeants comme élément de leur contrat.

Proxinvest inclut dans l'indemnité de départ l'éventuel préavis, clause de non-concurrence, les avantages dus au titre du contrat de travail, etc. De telles indemnités de départ doivent être conditionnées à la présence du bénéficiaire au moins trois ans dans l'entreprise.

Bien que non assujettie aux conditions de performance, l'indemnisation pour engagement de non-concurrence du dirigeant semble une meilleure protection pour l'entreprise que la simple indemnité de départ.

Proxinvest est défavorable à toute indemnisation du départ à la retraite d'un mandataire social dirigeant, le préjudice supporté par l'intéressé n'étant pas démontré. En revanche, une prime de bienvenue peut être acceptée si celle-ci est bien documentée et justifiée, c'est à dire si la société explique clairement aux actionnaires les éléments de rémunération abandonnés par le nouvel arrivant en quittant ses précédentes fonctions que cette prime de bienvenue vient compenser. Cette prime de bienvenue devra toutefois demeurer dans la limite du raisonnable pour être acceptée.

Quel que soit son montant, les conditions de performance, l'ancienneté ou le mérite du bénéficiaire, aucune indemnité ne sera soutenue si la rémunération totale du bénéficiaire excède le plafond maximum acceptable par Proxinvest.

4.13 La rémunération de la présidence non-exécutive

La rémunération de la seule présidence non exécutive de la société, présidence du conseil d'administration ou de surveillance, ne comportant que peu de responsabilité opérationnelle directe, ne devrait pas donner lieu à une rémunération par trop éloignée du jeton de présence individuel des autres administrateurs.

La France est un des rares pays européens où la rémunération du président non-exécutif échappe à l'approbation préalable des actionnaires alors même que ces Présidents non-exécutifs sont parmi les plus rémunérés. Il convient donc d'y remédier en adoptant une politique stricte sur le sujet demandant aux entreprises de rémunérer son président sous la forme de jetons de présence majorés ou de soumettre sa rémunération au vote des conventions réglementées.

5. Les droits des actionnaires

En cas de vote sur l'ensemble des statuts et à défaut d'amélioration sensible du régime des droits des actionnaires de la société, les actionnaires doivent s'opposer à la reconduction de statuts incluant des clauses réductrices de la démocratie actionnariale.

Un principe : Une action, une voix

5.1 Droit de vote simple

Le principe de proportionnalité des droits de vote est indissociable du principe d'égalité des actionnaires devant le risque, l'information, le dividende et l'éventuel boni de liquidation.

La démocratie actionnariale est une valeur de long terme pour l'entreprise qui ne saurait être sacrifiée à d'autres valeurs de long terme légitimes comme la qualité du projet stratégique ou la préférence nationale.

Etant favorable au principe « une action, une voix », l'AFG estime que la pratique des droits de vote doubles et/ou multiples peut permettre avec une détention minoritaire de titres d'accéder au contrôle d'une société, et peut dès lors être susceptible d'entraîner des abus provenant de la dichotomie entre le pouvoir actionnarial et le risque économique. L'AFG souhaite donc que cette pratique soit abandonnée¹⁴.

L'ECGS¹⁵ soutient fortement le principe « une action, une voix ». Si l'ECGS apprécie l'intention d'encourager l'investissement de long terme, dans de trop nombreux cas, l'effet est simplement de bénéficier à un groupe d'actionnaire au dépend et au coût des autres actionnaires et d'agir comme

¹⁴ AFG « Recommandations sur le Gouvernement d'entreprise - (Janvier 2010) ». http://www.afg.asso.fr/index.php?option=com_docman&task=doc_download&gid=1411&lang=fr

¹⁵ Expert Corporate Governance Service Ltd.

obstacle aux offres publiques en protégeant la direction. L'ECGS considère que les droits de vote des actionnaires doivent être proportionnels à la propriété.¹⁶

Proxinvest, comme la grande majorité des investisseurs, partage cette analyse : le **principe d'équité « Une action, une voix »** s'oppose nettement au **droit de vote double** attribué sous réserve d'inscription au nominatif pendant une période de deux ou plusieurs années. La fidélisation des actionnaires et le développement de l'actionariat individuel sont souhaitables mais ne sauraient donner lieu à une faveur pour l'ancienneté.

Avant de mettre en œuvre de tels mécanismes inégalitaires, les sociétés françaises devraient prendre conscience du coût bancaire devenu exorbitant de la mise au nominatif laissé à la charge de l'actionnaire français ou étranger.

5.2 Droit de vote non limité

Le principe d'égalité des actionnaires interdit de même toute limitation du droit de vote. L'AFG est aussi défavorable aux limitations de droit de vote¹⁷.

Il est souvent exposé pour justifier de telles limitations que la faible participation des actionnaires à l'assemblée générale expose la majorité de celle-ci à être constituée d'actionnaires ne représentant qu'une faible partie du capital. Les dirigeants en place qualifient souvent ce processus de « prise de contrôle rampante ». Pour Proxinvest comme pour l'ECGS, l'actionnaire qui vote ne saurait être qualifié de « rampant » puisque son identité est en principe connue des autres actionnaires et qu'il exprime sa différence. Les dirigeants en place doivent veiller à assurer la meilleure participation de tous : limiter les votes des actionnaires actifs et responsables exposerait au contraire l'entreprise au risque d'abus d'une caste irrévocable.

5.3 Libre accès au capital

L'AFG n'est pas favorable, et ce dans l'intérêt des minoritaires, à l'existence de dispositifs anti-OPA.

Il n'est en particulier pas souhaitable qu'une assemblée générale donne par avance l'autorisation d'utiliser, au cours d'une offre publique lancée postérieurement, des dispositifs tels que le rachat d'actions ou les bons de souscription d'actions institués par la loi du 31 mars 2006. L'AFG considère en effet que la tenue d'une assemblée générale intervenant pendant la période d'offre publique doit permettre aux actionnaires de se prononcer au cas par cas en disposant des éléments d'appréciation voulus sur des résolutions autorisant, en période d'offre publique, le rachat d'actions ou l'octroi de bons de souscription d'actions tels qu'institués par la loi du 31 mars 2006.¹⁸

L'ECGS est opposée aux instruments anti-offre publique qui ne protègent que les dirigeants et qui menacent donc les intérêts des actionnaires. Les exemples d'instruments de protection inacceptables

¹⁶ ECGS, "Corporate Governance principles for listed companies".

¹⁷ AFG « Recommandations sur le Gouvernement d'entreprise – (Janvier 2010) ».

¹⁸ AFG « Recommandations sur le Gouvernement d'entreprise – (Janvier 2010) ».

incluent les droits spéciaux de nomination du conseil, les « poisons pills » ou « pilules empoisonnées » et les limitations de droit de vote.¹⁹

Proxinvest s'oppose à toute mise en place de dispositifs de protection du capital : utilisation de véhicules de type « *stichting* » néerlandais, transformation de la société anonyme en société en commandite par actions, autocontrôles plus ou moins occultes, clauses statutaires ou émissions financières pénalisant la société en cas d'offre publique ou en cas de changement de contrôle.

En ce qui concerne la société en commandite par actions (SCA), il n'est pas sain que les statuts comme le contrôle de la gestion de groupes cotés soient laissés à l'exclusivité permanente d'une famille ou d'un fondateur, fussent-ils de grand mérite. Le patrimoine du commandité apporté en garantie des dettes du groupe n'étant généralement pas révélé et le plus souvent inférieur aux passifs concernés, le dividende précipitaire prélevé sur les résultats de l'entreprise s'apparente à une rémunération de dirigeant et doit être analysé comme tel.

L'émission d'actions de préférence ou de titres sans droit de vote n'est pas non plus souhaitable car la pluralité de classes d'actions ne contribue pas à la lisibilité et à la liquidité du titre attendue par le public.

Enfin, en période d'offre publique, la possibilité d'émission de titres du capital (actions, bons, rémunération d'apports) ou de rachat d'actions doit être exclue car ils n'ont pour résultat sinon pour objet que de gêner le libre choix des actionnaires. Sur ce sujet, Proxinvest et l'AFG souhaitent que « *les résolutions proposées n'intègrent pas de dispositions ambiguës. Il est notamment souhaitable que les résolutions relatives au rachat d'actions ne se bornent pas à indiquer que ce rachat pourra être effectué « à tout moment » mais mentionnent explicitement si le rachat d'actions en période d'offre publique se trouverait ou non autorisé par la résolution.* »²⁰

5.4 Identification des actions et seuils de déclaration

Si le principe d'identification en assemblée générale de tout actionnaire souhaitant voter est primordial, le régime du titre nominatif ne fonctionne pas pour la détention lointaine des actions et sa généralisation présenterait un coût structurel permanent injustifiable.

Si l'option pour le régime « nominatif pur » permettant une détention locale d'actions sans intermédiation bancaire est souhaitable car il assure une meilleure concurrence sur les coûts de garde des actions, la mise au nominatif obligatoire n'est donc certes pas souhaitable et devrait être illégale car totalement inéquitable pour les actionnaires lointains ainsi privés de droit de vote.

En revanche, les seuils statutaires de déclaration imposés par certaines sociétés aux actionnaires sous peine de privation de droits de vote et de dividende, même s'ils constituent une gêne pour les actionnaires sont souhaitables s'ils ne s'avèrent pas trop contraignants à respecter notamment en terme de délai de déclaration. Ce régime de déclaration de seuils participe d'une meilleure transparence sur l'actionnariat. Il convient toutefois que l'information sur les franchissements de seuils statutaires ne soit pas gardée au bénéfice exclusif de la direction de la société mais diffusée publiquement sans retard sur le site de la société.

¹⁹ ECGS, "Corporate Governance principles for listed companies".

²⁰ AFG « Recommandations sur le Gouvernement d'entreprise – (Janvier 2010) ».

5.5 Tenue équitable de l'assemblée générale

L'assemblée générale est par excellence pour l'actionnaire le lieu de l'exercice de ses droits dans l'entreprise. **L'assemblée générale est souveraine**: elle nomme et révoque les membres du conseil d'administration et délègue certains pouvoirs en plus des pouvoirs dévolus par la loi au conseil et à la direction générale.

Le fonctionnement de l'assemblée générale doit respecter les règles suivantes :

- la participation des actionnaires à l'assemblée doit être garantie par une bonne information préalable, la convocation devant être accompagnée de la mise à disposition du dossier d'information complet. Le vote par Internet gratuit doit être proposé à tous.
- l'identification préalable de tout actionnaire souhaitant exercer son droit de vote doit être neutre et transparente. Le processus de d'enregistrement simple en « record date » J-3 sur la liste de présence pour l'assemblée générale sera de préférence sécurisé par une tierce intervention (banque centralisatrice) et ne devrait reposer sur aucun régime de sanction discrétionnaire à l'encontre d'aucun actionnaire (contrairement aux dispositions de représentation agréée des actionnaires étrangers utilisées par certaines sociétés) ;
- la présence à l'assemblée générale de tous les membres du conseil d'administration ou de surveillance et des commissaires aux comptes est requise ;
- chaque élection d'administrateur ou de commissaire aux comptes, chaque modification statutaire affectant les droits des actionnaires, chaque type de convention réglementée hors groupe doivent faire l'objet d'une résolution distincte ;
- le président de l'assemblée générale doit attribuer un temps raisonnable à la réponse aux questions écrites et veiller au respect de l'équité dans l'attribution du temps de parole ;
- le vote à main levée doit être proscrit;
- le résultat des votes, résolution par résolution, doit être calculé sur la base du nombre d'actions et de droits de vote participant légitimement au vote. Ceci exclut, pour le vote des conventions réglementées, la participation au vote du bénéficiaire de la convention concernée et, pour le vote des amendements ou des résolutions présentées en séance, des personnes votant les résolutions individuellement par correspondance et n'ayant pas donné d'instruction pour ces éventualités (case spécifique du formulaire CFONB) ;
- le taux de participation et les résultats des votes détaillés (nombres de oui, contre, abstention pour chaque résolution) doivent être communiqués en assemblée, et être mis à disposition sur le site de la société dans un délai de deux jours. La liste de présence, les formulaires individuels de vote et les procès-verbaux de l'assemblée doivent être aisément accessibles pour tout actionnaire souhaitant les consulter et ceci, conformément à la loi pendant trois ans.

5.6 Maintien des droits des actionnaires

Les sociétés de droit européen ou de droit étranger faisant appel public à l'épargne en France doivent conférer par leurs statuts à leurs actionnaires les mêmes droits que ceux conférés par le droit français des sociétés et des valeurs mobilières :

- l'ordre du jour des assemblées générales de ces sociétés doit être publié au BALO dans des délais identiques à ceux des sociétés de droit français, soit 35 jours avant l'assemblée ;

- le droit d'initiative en assemblée doit être autorisé dans des conditions similaires à celles exigées par le droit français, notamment le seuil de détention requis ne doit pas être supérieur au seuil exigé par le droit français ;
- le vote à distance aux assemblées générales (par courrier postal ou Internet) doit être autorisé et facilité ;
- les données individuelles et collectives sur les rémunérations des mandataires sociaux dirigeants et non dirigeants de la société doivent être communiquées dans les mêmes conditions que pour les sociétés de droit français.