

Le vote des actionnaires du flottant devient un critère d'investissement

En 2018, le flottant a voté majoritairement contre le Say-on-Pay dans 26 cas sur 120, selon l'étude Kienbaum

Le sujet de la rémunération des dirigeants fait, cette année 2019 encore, l'actualité des AG. A cause des valeurs absolues de certains « packages », mais aussi parce qu'un nouveau critère s'impose dans le jeu : le vote des actionnaires du flottant. Certaines études, comme celle du cabinet Kienbaum, leader d'Europe continentale en conseil en rémunération des dirigeants, démontrent que les entreprises françaises n'en tiennent pas assez compte. Qu'en est-il ? Quelles conséquences possibles ? L'Hebdo des AG confronte les analyses du cabinet Kienbaum avec les premiers enseignements de la saison d'AG 2019.

1. La nouveauté 2019 : le vote des actionnaires du flottant devient un critère d'investissement
2. D'après le cabinet Kienbaum, le « flottant » représentent en moyenne 50% seulement des droits de vote – mais c'est lui qui fait les cours de bourse
3. Enseignements de l'étude Kienbaum : « Flottant » et actionnaires de référence ont des vues divergentes principalement sur le bonus des dirigeants exécutifs
4. Premières observations de la saison d'AG 2019 : les entreprises ont écouté

1 La nouveauté 2019 : le vote des actionnaires du flottant devient un critère d'investissement

En octobre 2018, Amundi, premier gestionnaire d'actifs français, a annoncé qu'il passerait en trois ans au « tout ESG », emboitant le pas à plusieurs grands investisseurs mondiaux, dont Blackrock aux Etats-Unis. Parmi les critères de ce « tout ESG » figure la façon dont les entreprises prennent en compte les votes du flottant, et plus particulièrement comment elles réagissent en cas de vote du flottant inférieur à 80% sur le sujet éminemment sensible de la rémunération des dirigeants. Dans cette démarche, Amundi et les autres grands investisseurs mondiaux rejoignent le régulateur : l'AMF, dans son dernier rapport sur les assemblées générales, a souhaité que les entreprises publient le vote du flottant et réagissent en cas de vote du flottant inférieur à 80% - souhait qui pour l'instant n'a pas été réalisé. La nouveauté 2019 est qu'à présent, une absence de réaction peut avoir un impact direct sur le cours de bourse.

Au-delà se confirme une tendance dans les pays anglo-saxons : les investisseurs voteront contre le renouvellement de mandat d'un administrateur, dans quelle que société que ce soit, si cet administrateur a été membre d'un Comité de Rémunération d'une entreprise qui n'a pas tenu compte d'un vote du flottant contestataire. Bien entendu, le statut d'un administrateur anglo-saxon (responsable personnellement) n'est pas comparable à celui d'un administrateur français (responsable collégialement avec tous les autres administrateurs du même conseil). La pression n'est pas la même. Mais demeure la vague de fond des investisseurs qui veulent se faire entendre : pour être dans les portefeuilles des grands investisseurs mondiaux, les entreprises devront leur démontrer qu'elles prennent en compte leur vote.

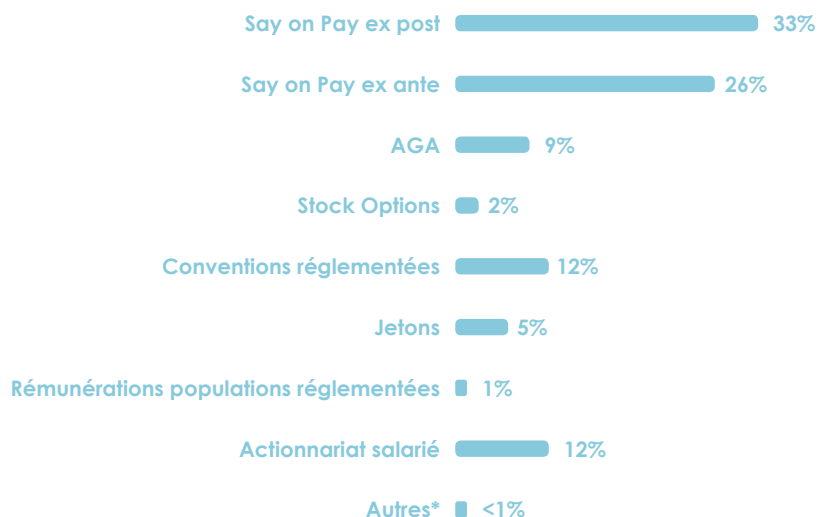
2 D'après le cabinet Kienbaum, le « flottant » représentent en moyenne 50% seulement des droits de vote – mais c'est lui qui fait les cours de bourse

Le cabinet Kienbaum vient de publier le « Baromètre Say on Pay du SBF120 - 2018 », analyse détaillée des taux d'approbation du flottant des résolutions relatives aux rémunérations des dirigeants présentées aux AG de 2018. Cette publication constitue une étude inédite en France. Il met en évidence qu'en 2018, les actionnaires du flottant du SBF120 n'ont approuvé les rémunérations des dirigeants qu'à 74% ; ils ont voté majoritairement contre dans x cas sur 120. D'après le cabinet Kienbaum, les actionnaires présents au Conseil représentent en moyenne 30% du capital et 50% des droits de vote des entreprises du SBF120 prises dans leur ensemble; pour un quart des entreprises du SBF 120, actionnaires de référence exercent plus de 75% des droits de vote. Dans ces conditions, si les administrateurs veulent apprécier le soutien aux résolutions d'AG des investisseurs, il faut retraiter les taux d'approbation publiés pour isoler les taux d'approbation du « flottant », constitué majoritairement d'investisseurs institutionnels (fonds d'investissement, fonds de pension, assureurs,...). Ils révèlent l'appréciation par ces investisseurs sur plusieurs points de gouvernance : le degré de compétence du Conseil dans la conception et la mise en oeuvre de mécanismes de rémunération des dirigeants qui alignent ces derniers sur la création de valeur durable et la stratégie de l'entreprise validée par le Conseil ; et la capacité des administrateurs indépendants au sein du Conseil à faire prendre en compte l'intérêt de l'ensemble des actionnaires, le Code AFEP MEDEF précise que le Comité des rémunérations doit être composé d'une majorité d'administrateurs indépendants et recommande en particulier que son président le soit.

3 Enseignements de l'étude Kienbaum : « Flottant » et actionnaires de référence ont des vues divergentes principalement sur le bonus des dirigeants exécutifs

Méthodologie : 764 résolutions d'AG 2018 relatives aux rémunérations étudiées par le cabinet Kienbaum

Les taux d'approbation du flottant de 764 résolutions relatives aux rémunérations présentées par les entreprises du SBF120 aux AG de 2018 ont été estimés par le cabinet Kienbaum. Les résolutions de type Say on Pay (ex post et ex ante) représentaient un peu moins de 60% d'entre elles. Loin derrière le Say on Pay, les catégories de résolutions relatives à la rémunération en capital (attribution d'actions et de stock options), aux conventions réglementées et à l'actionnariat salarié totalisaient chacune près de 12% des résolutions.

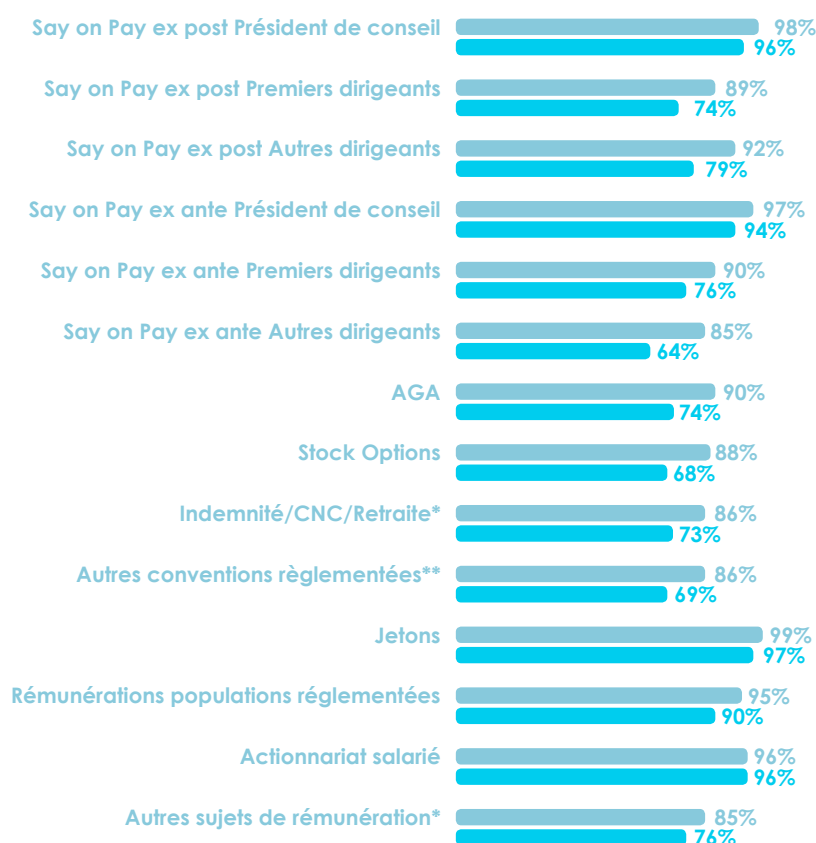


Typologie des 764 résolutions analysées par le cabinet Kienbaum

*Par exemple: BSA, Activation contrat de travail

Pour identifier les sujets susceptibles de rencontrer une adhésion faible du flottant, il faut examiner l'écart entre les taux d'approbation publiés par les entreprises (agrégation du vote des actionnaires représentés au Conseil et du vote du flottant) et les taux d'approbation du flottant. Si l'écart est faible, c'est que le flottant adhère massivement aux propositions du Conseil ; si l'écart est important, c'est qu'il y a divergence de vues entre les actionnaires représentés au Conseil et les actionnaires du flottant.

- Taux d'approbation agrégé
- Taux d'approbation du flottant



Typologie des 764 résolutions analysées par le cabinet Kienbaum

*Toute résolution qui comprend au moins une convention relative à une indemnité de départ ou une clause de non-concurrence ou un plan de retraite supplémentaire

** Toute résolution autre que celles relatives aux indemnités de départ, aux clauses de non-concurrence et aux plans de retraite supplémentaire

Concernant par exemple le Say on Pay ex post sur la rémunération des Présidents de Conseil, il n'y a pratiquement pas d'écart entre la moyenne des taux d'approbation agrégés et la moyenne des taux d'approbation du flottant : 98% versus 96%. C'est le signe que le flottant approuve massivement ces packages. En revanche, sur le vote Say on Pay ex post relatif au premier dirigeant exécutif (PDG, DG ou Président de Directoire), c'est-à-dire sur l'ensemble des éléments de rémunération versés ou attribués au CEO au titre de l'exercice écoulé, les vues divergent: 89% versus 74%, soit 15% d'écart.

Pour un quart des entreprises du SBF120 le taux d'approbation du flottant de ces résolutions atteint moins de 56%, soit au moins 44% d'opposition, alors qu'aux normes de gouvernance internationales et françaises, il est considéré qu'un taux d'opposition supérieur à entre 20 et 30% constitue un point d'alerte pour un Conseil. Un autre indicateur est le nombre d'entreprises dans lesquelles le flottant a voté majoritairement contre le Say-on-Pay ex-post (en-dessous de 50%) : elles étaient 26 en 2018.

L'opposition est encore plus virulente sur la politique de rémunération (vote Say on Pay ex ante) appliquée aux autres dirigeants exécutifs (membres du Directoire autres que le président, ou DGD pour les sociétés à conseils d'administration). Le taux d'approbation du flottant est en moyenne, selon le cabinet Kienbaum, de 63%, avec un quart des entreprises du SBF120 à moins de 46% d'approbation. Le nombre d'entreprises dans lesquelles le flottant a voté majoritairement contre le Say-on-Pay ex-ante (en-dessous de 50%) : elles étaient 22 en 2018.

Concernant les résolutions relatives à la rémunération en capital (attribution gratuite d'actions ou de stock options), les analyses du cabinet Kienbaum montrent que si seul le vote du flottant était pris en compte, plus d'un tiers des résolutions n'atteindrait pas la majorité qualifiante des deux tiers. Le taux d'approbation du flottant s'établit à 72%.

4

Premières observations de la saison d'AG 2019 : les entreprises ont écouté

A date, 40 assemblées se sont tenues, nous en sommes au tiers de la saison 2019. Les entreprises, dans leur grande majorité, ont écouté et pris en compte l'avis des actionnaires du flottant. Eiffage a fait l'actualité en ce début de saison d'AG, en faisant état, publiquement, de la façon dont le conseil avait tenu compte des remarques des actionnaires en 2018. Atos, qui avait enregistré un faible score sur le Say-on-Pay, a également corrigé le tir, et cette année enregistré un très bon score. Elixior, qui en 2017 voyait la résolution « Say-on-Pay » rejetée par l'AG, mais pour des raisons de conflit humain entre l'actionnaire de référence et le PDG parti depuis; ce conflit à présent résolu, les scores de vote ont remonté. Kering dans le CAC40, et Sartorius dans le Next 80, sont pour l'instant les seuls à avoir, comme en 2018, une forte opposition des actionnaires du flottant sur les sujets de rémunération. Malgré l'étude alarmante de Kienbaum, nous n'observons pas pour l'instant de recul des cours de bourse dans ces entreprises. Le titre Kering s'est même apprécié de près de 30% depuis octobre 2018 ... et Amundi et Blackrock figurent parmi la liste des actionnaires. Ces stratégies d'investissement ayant été annoncées en octobre, avec un déploiement programmé sur 3 ans, il est sans doute encore trop tôt. Il est trop tôt également pour analyser le comportement des investisseurs par rapport aux Présidents de Comités de Rémunération : Sophie L'Hélias chez Kering et Arnaud Picot chez Sartorius n'ont, chacun, qu'un seul mandat d'administrateur, et ils seront en renouvellement de mandat en 2020.