

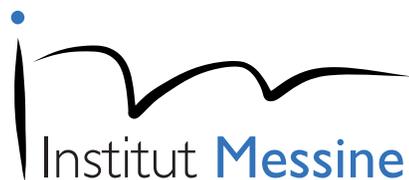
NOTE



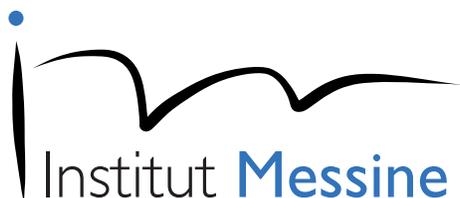
# Gouvernance des entreprises cotées : vertus et limites des *proxy advisors*

Carole Rozen

Mai 2025



[www.institutmessine.fr](http://www.institutmessine.fr)



## Présentation

*Think tank* fondé en 2014 avec le soutien de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes, l'Institut Messine rassemble des représentants de la société civile et de la profession qui se sont donnés pour mission de réfléchir aux grands enjeux économiques et sociétaux. S'attachant plus particulièrement aux questions de transparence et de confiance, il formule puis soumet au débat des idées et des solutions susceptibles de nourrir la réflexion et l'action des décideurs publics.

L'Institut Messine s'efforce de créer les conditions de travail les plus propices au traitement d'un sujet, notamment par la composition de groupes de travail qui réunissent les meilleures compétences pour chacun des thèmes abordés, la diversité du recrutement garantissant une réelle diversité d'analyses. Dès lors, les opinions exprimées dans les *Rapports* sont celles de la collectivité du groupe, mais elles ne sauraient engager chacun de ses membres en particulier. *A fortiori*, les *Notes*, *Recueils* et *Rapports* publiés sous l'égide de l'Institut ne l'engagent ni lui-même, ni ses organes de gouvernance, ni la CNCC.

**Institut Messine**  
Confiance et transparence  
au service de la société

---

---

## Remerciements

Charles Pinel, Directeur Général Proxinvest et Cédric Lavérie, Directeur de la Recherche chez ISS pour nous avoir rencontrés lors d'entretiens individuels.

L'ensemble des émetteurs et investisseurs institutionnels qui ont accepté de répondre à nos sollicitations.

L'Institut Messine,

Vae Solis Communications.

## L'auteure

**Carole Rozen**, est analyste financier, experte des valeurs moyennes européennes. Diplômée de l'École Alsacienne, elle a poursuivi ses études avec un Master en économie à l'Université de Tel-Aviv avant d'obtenir le diplôme de la SFAF (Société Française des Analystes Financiers).

Elle a effectué l'essentiel de sa carrière au sein de sociétés de bourse (*brokers*) où elle a occupé des postes de haut niveau. Elle a notamment été Directrice de la Recherche Europe Small & Mid Cap et membre du Comité Exécutif chez Cheuvreux (devenu Kepler Cheuvreux), puis Directrice de la Recherche Europe et responsable du bureau parisien de MainFirst AG Bank (devenu Stifel).

Plus récemment, Carole Rozen a rejoint une société de gestion en tant que dirigeante avant de fonder Theia Recherche, une structure indépendante spécialisée dans l'analyse financière et les relations investisseurs.

Tout au long de son parcours, elle a été régulièrement distinguée par des investisseurs institutionnels français et internationaux, recevant de nombreux prix décernés par Reuters, L'Agefi et Extel pour ses analyses et performances en finance de marché.



---

## Avant-Propos

La gouvernance des entreprises cotées est souvent abordée sous l'angle des grands équilibres socio-économiques, des performances boursières de chaque société ou encore des tribulations des figures les plus médiatiques du capitalisme. Mais, dans un monde saturé d'informations et souvent privé d'explications, il est aussi, dans ce domaine, des mécanismes de pouvoir qui se déploient à l'abri du regard du grand public malgré leur importance fondamentale pour notre économie, nos entreprises, et *in fine*, notre vision du monde.

Les *proxy advisors* (ou *proxies*), ces agences qui guident les décisions de vote des plus grands actionnaires lors des assemblées générales, sont un acteur clé de cet « autre théâtre », plus feutré, plus technique, qui se joue dans la coulisse. Leur influence croissante n'est ni anecdotique, ni marginale et si, en apparence, leur activité semble ne concerner qu'une poignée de spécialistes, imaginer que leur influence se limite au cercle restreint des conseils d'administration des grands groupes et de leurs actionnaires institutionnels serait succomber à une confortable illusion.

D'abord parce que, dans un capitalisme où l'épargne collective (c'est-à-dire la nôtre à tous, *via* l'assurance-vie par exemple) irrigue les marchés, les choix des *proxies* sont, *in fine* faits en notre nom. Ensuite, parce que les recommandations des *proxies* rejaillissent sur nous tous *via* les choix des entreprises, qu'elles modèlent, entre autres en matière sociale et environnementale ou dans leurs schémas de rémunération. En tant qu'épargnants, citoyens, salariés, nous sommes donc toutes et tous concernés.

La présente Note propose d'éclairer ce phénomène. Car les *proxy advisors*, s'ils remplissent une fonction utile – structurer, professionnaliser, homogénéiser les processus de gouvernance – participent aussi, par leur action, à la production d'un système normatif d'ordre privé qui pèse de plus en plus dans la régulation des entreprises. Un tel pouvoir, informel mais structurant, suppose des garanties claires de légitimité, de transparence et de proportionnalité.

Nous sommes entrés dans une ère où les entreprises ne sont plus seulement attendues sur leurs résultats, mais aussi sur leur « impact ». La montée en puissance des dispositifs de *reporting* extra-financier (CSRD, taxonomie européenne, directive

CS3D...) traduit une volonté légitime et bienvenue de mieux mesurer, pour mieux piloter. Mais cette logique peut aussi engendrer des effets pervers lorsque le souci de comparabilité devient une fin en soi, au risque d'une uniformisation qui nie les singularités géographiques, ou quand le crible auquel sont passées les décisions des entreprises est aligné sur une sorte de « morale » puritaine venue d'ailleurs – en fait, les États-Unis.

Il serait aisé de faire porter la responsabilité de ces changements à l'un ou l'autre des acteurs. La réalité est plus contrastée. Elle est le fruit d'un jeu de ping-pong entre la loi et la pratique qui se répondent depuis plusieurs décennies de part et d'autre de l'Atlantique. Les professions du chiffre – au premier rang desquelles les commissaires aux comptes – le savent mieux que quiconque : en matière de normes et de régulation, le diable se loge souvent dans les détails... mais il peut aussi revêtir les habits d'une vertu excessive. C'est pourquoi il est fondamental d'interroger ceux qui, sous couvert de rationalité, produisent des standards sans toujours répondre des principes qui les fondent.

Comme le rappelle la Note de l'Institut Messine, nul ne saurait s'exonérer de la question de la redevabilité et de l'autocritique – pas même les *proxies*, quelque incontestable que soit leur apport à la communauté des investisseurs. En posant les termes du débat de manière rigoureuse, documentée et dépassionnée, l'Institut Messine entend contribuer à cette nécessaire exigence démocratique.

Cette Note ne plaide évidemment ni pour l'effacement des *proxy advisors*, ni pour un encadrement tatillon. Mais, se voulant d'abord pédagogique et analytique, elle appelle à un débat éclairé. Au nom d'une gouvernance qui conjugue exigence, transparence, et discernement.

L'Institut Messine, fidèle à sa vocation, entend ainsi contribuer à faire émerger une culture du débat économique où la complexité n'est pas un obstacle, mais un devoir d'intelligence collective.

**Yannick Ollivier**

Président de l'Institut Messine

# Sommaire

<b>Remerciements</b> .....	1
L'auteure .....	1
<b>Avant-Propos</b> .....	3
<b>Introduction</b> .....	7
<b>Partie I – Genèse et rôle des agences de vote : des arbitres discrets mais puissants des assemblées générales</b> .....	11
<b>A. Pourquoi des <i>proxies</i> ?</b> .....	11
<b>B. De la nécessité à l'hégémonie : histoire et typologie des acteurs</b> .....	14
<b>C. Comment fonctionnent les <i>proxies</i>, et comment ils sont utilisés</b> .....	16
<b>D. Un rôle parfois plus stratégique, des ambitions éthiques, voire militantes.</b>	19
<b>Partie II – Un pouvoir considérable, mais contesté : les agences de vote sous le feu des critiques</b> .....	23
<b>A. Une influence (trop ?) forte sur les décisions des entreprises</b> .....	23
1. Influence sur la rémunération des dirigeants « Say on Pay ».....	25
2. Influence sur les décisions stratégiques sensibles .....	27
3. Influence sur la politique ESG.....	30
<b>B. Critiques et limites du système : le procès en standardisation des recommandations... et des pratiques</b> .....	32
1. Le risque de panurgisme, ou d'une « pensée unique » de vote inspirée par les <i>proxies</i> .....	33
2. Le risque de contagion d'une vision moralisatrice très américaine.....	35
3. Le risque de conflits d'intérêts.....	38
4. La frustration liée à l'« impossibilité d'un dialogue ».....	40

<b>Partie III - Quelles perspectives pour l'avenir des <i>proxies</i> ?</b> .....	45
<b>A. Un encadrement plus strict des <i>proxies</i> par le biais des régulations</b> .....	46
<b>B. L'évolution des attentes des investisseurs : vers une personnalisation du vote accrue</b> .....	49
<b>C. L'émergence de nouveaux acteurs boostés à l'IA</b> .....	51
<b>Conclusion</b> .....	53
<b>Bibliographie</b> .....	55

---

# Introduction

Il n'est pas rare que le grand public, et même une bonne partie des professionnels d'un secteur directement concerné, ignorent l'existence, en tout cas l'importance, d'un acteur pourtant essentiel de leur propre écosystème. Cependant, il est rare que le décalage entre réalité et perception soit aussi frappant que dans le cas des « *proxy advisors* », ou agences de conseil en vote.

**Chaque printemps, à l'approche des assemblées générales (AG), les secrétaires généraux, les directeurs juridiques, les directeurs financiers et les « IR » (responsables des relations investisseurs) des grandes sociétés cotées font, souvent fiévreusement, le décompte des voix qui, selon leurs informations, s'exprimeront pour ou contre chacune des résolutions** (fréquemment plusieurs dizaines)<sup>1</sup>. Le fait est qu'elles ne soulèvent pas le même niveau d'attention, ni les mêmes enjeux de gouvernance.

On peut schématiquement en distinguer deux grands types. D'une part, les résolutions dites « routinières », d'ordre administratif, juridique ou financier, qui portent par exemple sur l'approbation des comptes, l'affectation du résultat ou la délégation de pouvoirs techniques à la direction. Elles relèvent du fonctionnement courant de l'entreprise et sont généralement adoptées à une très large majorité. D'autre part, **les résolutions dites « sensibles » ou « politiques », qui concernent notamment la rémunération des dirigeants, la composition du conseil, les engagements environnementaux ou les grandes orientations stratégiques.**

Celles-ci sont plus sensibles et, si une ou deux d'entre elles sont rejetées, cela pose de graves problèmes à la société, par exemple lorsqu'il s'agit d'élire un nouvel administrateur ou de valider la rémunération du dirigeant. En outre, l'approbation par un score faible (entre 50 % et 70 %<sup>2</sup>) d'une ou plusieurs résolutions importantes **peut mettre le management en situation de faiblesse** car elle manifeste la distance, voire le désaccord d'une proportion importante des actionnaires, qui sont ses mandants.

---

1. Lesaffaires.com, 2024, [Entreprises : les résolutions sur le climat plébiscitées dans le monde en 2024](#).

2. AFP, Les Affaires.com, [Entreprises : les résolutions sur le climat plébiscitées dans le monde en 2024, Septembre 2024](#).

Aujourd'hui, le rôle des petits actionnaires directs, s'il reste déterminant pour un petit nombre d'entreprises, est généralement devenu secondaire en raison de leur poids limité au capital des très grandes entreprises cotées (inférieur à 5 % en France<sup>3</sup>). **Le « pointage » effectué par « l'IR », le plus souvent avec le directeur financier** (surtout lorsqu'existe le risque d'un vote serré ou d'un rejet en assemblée), s'appuie donc **principalement sur le vote présumé des investisseurs institutionnels** – sociétés de gestion, assureurs etc. – qui contrôlent l'essentiel du capital. Pour ce pronostic, on s'autorise bien sûr en partie des échanges bilatéraux qui ont lieu durant les mois qui précèdent l'assemblée – et, normalement, toute l'année – avec les grands investisseurs eux-mêmes (BlackRock, Vanguard, Amundi, CNP-Assurances, etc.) Mais **le comptage se fonde aussi sur les recommandations des fameux *proxies***.

Car si de rares gérants s'en tiennent à la stricte déclinaison de leur politique de vote « maison » lors du vote aux AG des entreprises dont ils sont actionnaires, la grande majorité s'en remet aussi – voire, pour certains, intégralement – aux recommandations de ces agences. Dans son enquête annuelle de 2025 sur l'exercice des droits de vote par les sociétés de gestion en 2024, l'Association Française de la Gestion financière (AFG) évalue le recours à des prestataires d'analyses et de conseil pour l'aide à l'analyse des résolutions. Sur l'échantillon étudié<sup>4</sup> ce sont **les trois-quarts des sociétés de gestion qui font appel à ces prestataires**, et ce taux monte à 100 % pour celles qui participent à plus de cent assemblées générales.

Le rôle des *proxies*, dont les plus importants sont ISS et Glass Lewis – plus, en France, Proxinvest – est en effet d'**instruire, pour le compte des investisseurs (qui les rémunèrent bien sûr pour ce service) la problématique qui se cache derrière chaque résolution de chaque société cotée**, et de **formuler, pour chacune, une recommandation de vote** (pour, ou contre). Ce service a incontestablement une valeur, et pour chaque client, et pour la collectivité qu'ils constituent. D'abord, parce que, sauf à disposer d'une importante et coûteuse équipe de « *stewardship* » (telle est l'appellation des salariés des gestionnaires qui se concentrent sur ce sujet), aucun grand investisseur ne peut se permettre d'étudier attentivement les dizaines de milliers de résolutions soumises à son vote à peu près au même moment : la plupart des assemblées générales (AG) se tiennent entre avril et juin. Ensuite, parce qu'il serait absurde – et inutilement coûteux pour l'investisseur final, l'épargnant – que ce travail soit fait par chacun d'entre eux en parallèle.

---

3. Euronext, 2023, Compilation bases de données FactSet et Morningtar.

4. Les résultats de l'enquête 2024 sont basés sur les questionnaires reçus de 52 sociétés de gestion sur un échantillon représentatif de la taille et de la diversité des acteurs. AFG, Exercice des droits de vote par les sociétés de gestion en 2024 – Enquête annuelle.

La **pertinence économique de ce dispositif**, qui a pris une importance majeure dans la détermination des votes aux AG, **n'est donc pas contestable**. La délégation aux *proxies* **n'en présente pas moins un certain nombre d'inconvénients** – risque de panurgisme, alignement des votes sur une seule « vision du monde », celle des *proxies*, soumission des assemblées des entreprises européennes à une interprétation très américaine teintée de « *virtue signalling* » (voire de wokisme, affirment les critiques les plus virulents) etc. – **dont se plaignent volontiers les émetteurs** et qui méritent d'être explorés.

La question des *proxies*, de leur fonctionnement et de leur influence peut, au premier abord, ne sembler d'intérêt que pour les seules sociétés cotées et leurs mandataires. La réalité est tout autre. D'abord, indirectement, tous les sous-traitants et parties-prenantes de ces grands groupes ressentent en cascade les effets des recommandations des agences de vote. Ensuite, chacun d'entre nous est concerné comme épargnant : *via* leur contrat d'assurance vie, leur Sicav ou Fonds commun de placement, la plupart des Français sont actionnaires des entreprises cotées que scrutent les *proxies*. On est donc loin d'un sujet purement technique. Par les interrogations qu'il soulève, on pourrait même presque dire qu'il est politique.

Comment sont nés les *proxies* ? Qui sont-ils ? Sont-ils réellement tout-puissants ? Les investisseurs peuvent-ils, et devraient-ils se passer des *proxies* ? Les *proxies* contribuent-ils, en particulier sur le sujet de la gouvernance, sur lequel ils sont très focalisés, à des comportements des émetteurs plus respectueux de l'investisseur et de ses intérêts ? Leur travail est-il suffisamment sérieux ? Est-il contrôlé, et devrait-il l'être plus ? En somme, **les *proxy advisors*, en centralisant l'analyse des résolutions soumises aux assemblées générales des grandes entreprises cotées et en influençant fortement le vote des investisseurs institutionnels, sont-ils devenus des acteurs utiles ou problématiques de la gouvernance d'entreprise ?** Cette Note propose d'explorer ces questions à partir d'une analyse documentée et nourrie d'entretiens avec les principaux acteurs concernés – émetteurs, investisseurs et représentants des *proxies* eux-mêmes.

NB : Le sujet traité dans cette Note est sensible. Aussi avons-nous choisi de citer nommément les représentants des *proxies* qui ont accepté de nous répondre (ISS et Proxinvest), mais pas la dizaine de représentants des émetteurs que nous avons rencontrés – cela afin de leur permettre de nous parler librement.



---

# Partie I – Genèse et rôle des agences de vote : des arbitres discrets mais puissants des assemblées générales

Trois grandes catégories d'acteurs interagissent au sein des assemblées générales des entreprises cotées : les émetteurs (c'est-à-dire les sociétés cotées), les investisseurs institutionnels et les *proxy advisors*. Les premiers, c'est-à-dire les entreprises elles-mêmes, soumettent chaque année à leurs actionnaires un certain nombre de résolutions portant sur des sujets aussi variés que la stratégie, la gouvernance, la rémunération des dirigeants, les orientations ESG ou les opérations financières. Les deuxièmes – sociétés de gestion, fonds de pension, compagnies d'assurance – détiennent collectivement l'essentiel du capital des grandes entreprises, et disposent donc d'un pouvoir décisif sur l'issue des votes. Les derniers, enfin, les agences de conseil en vote, formulent pour ces investisseurs des recommandations sur la manière de voter, en analysant, pour chaque résolution, sa conformité avec les bonnes pratiques ou les engagements annoncés.

Apparues à la fin du xx<sup>e</sup> siècle, les agences de vote se sont imposées comme des intermédiaires structurants dans le fonctionnement des marchés financiers contemporains. Leur rôle, longtemps resté discret, est devenu central dans le pilotage des assemblées générales. En concentrant l'analyse des milliers de résolutions soumises chaque année au vote des investisseurs, elles **influencent désormais de manière déterminante non seulement les pratiques de gouvernance des sociétés, mais aussi leurs choix stratégiques et parfois leur positionnement sur des enjeux sociétaux**. Comment sont-elles apparues ? Qu'est-ce qui a favorisé leur essor ? Et comment fonctionne ce maillon désormais incontournable du capitalisme actionnarial ?

## A. Pourquoi des *proxies* ?

Dans les années 1980, une révolution silencieuse a transformé les marchés financiers et le monde feutré de la gouvernance d'entreprise. Une vague d'investisseurs institutionnels – fonds de pension, compagnies d'assurance, sociétés de gestion d'actifs – s'impose alors rapidement comme une force incontournable, bouleversant la structure de l'actionnariat des grandes entreprises à l'échelle mondiale jusqu'alors

principalement composée d'actionnaires individuels détenant leurs titres en direct<sup>5</sup>. La **croissance des actifs gérés par ces actionnaires professionnels a été foudroyante**. Elle tient pour partie à la prise de conscience, de la part des épargnants, de l'intérêt qu'il y a pour eux à voir gérer leur épargne par des investisseurs professionnels (en France, Sicav, FCP...) plutôt qu'en achetant eux-mêmes des titres de sociétés dont il est difficile de suivre l'actualité au jour le jour. Elle s'inscrit aussi, aux États-Unis (plus grand marché d'épargne et plus grand marché d'actions au monde à l'époque) dans le formidable développement de l'épargne-retraite liée à l'adoption de la loi ERISA.

Adoptée en 1974, loi dite ERISA (*Employment Retirement Income Security Act*) a institué l'obligation pour les entreprises américaines – du moins les plus importantes –, d'assurer une retraite décente à leurs employés. **Peu à peu devaient alors naître** (ou se développer là où ils existaient, dès avant la loi, sur la base du volontariat) **d'énormes fonds de pension d'entreprise. Les actifs gérés par les investisseurs institutionnels américains ont ainsi presque triplé entre 1970 et 1980 et quadruplé entre 1980 et 1998**. Ils étaient propriétaires dès 1998 de près de 50 % des actions du marché américain (contre 6 % en 1946) et de 60 % de celles des plus grosses entreprises cotées qu'ils privilégient largement dans leurs investissements<sup>6</sup>.

“ La SEC impose aux investisseurs d'exercer leur droit de vote lors des assemblées générales. ”

Au tournant des années 1990-2000, aux États-Unis, un changement décisif se produit. La Securities and Exchange Commission (SEC) impose aux investisseurs institutionnels une règle nouvelle : au titre de leur devoir fiduciaire, ils devront désormais, dit la SEC, non-seulement *gérer* au mieux l'épargne qui leur est confiée, mais aussi *exercer* leurs droits de vote dans l'intérêt supérieur (« *the best interest* ») de leurs clients<sup>7</sup> – ce qui n'était alors pas vraiment d'usage. Cela explique pour partie la naissance des agences de conseil en vote.

5. Jeffers Esther, Plihon Dominique, Ponssard Jean-Pierre, Zarlowski Philippe, Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises, *Revue d'économie financière*, Chapitre 2, mars 2001.

6. Brabet Julienne. La main visible des investisseurs institutionnels, *Revue française de gestion*, 2003/5, n° 141, p. 203 - 224.

7. [U.S. Securities and Exchange Commission, Securities and Exchange Commission Requires Proxy Voting Policies, Disclosure by Investment Companies and Investment Advisers, 2003.](#)

Extrait de la décision de la SEC du 23 janvier 2003 :

*« La Securities and Exchange Commission a voté aujourd'hui l'adoption de modifications réglementaires qui obligeront les fonds communs de placement et autres sociétés de gestion d'investissement enregistrées à divulguer leurs politiques et procédures de vote par procuration, ainsi que les votes effectifs qu'ils ont exprimés.*

*Ces amendements visent à permettre aux actionnaires des fonds de surveiller l'implication de leurs fonds dans la gouvernance des entreprises en portefeuille, et à encourager les fonds à exercer leurs droits de vote dans l'intérêt supérieur des actionnaires. Ces modifications ont été adoptées par quatre voix contre une, le commissaire Paul Atkins ayant voté contre. »*

Dans le même temps, l'**activisme actionnarial** – qui consiste, pour un actionnaire, à essayer de peser sur les décisions de l'entreprise où il a investi et de les infléchir – **prend de l'ampleur, remettant en cause la gouvernance des entreprises**, mais aussi leurs stratégies. Le bras de fer entre investisseurs et dirigeants devient plus intense, plus structuré<sup>8</sup>. Les assemblées générales peuvent, dans certains cas, devenir plus agitées, le management défendant sa vision face à celle des activistes, les uns et les autres prenant les actionnaires à témoin dans l'espoir de recevoir leur voix...

Face à cette double nouvelle donne – obligation de vote d'une part, et importance très visible de ce vote dans certains cas d'hystérisation du débat entre management et activistes –, **une question cruciale émerge pour les grands investisseurs, aux participations multiples et dispersées à travers le globe : comment assurer un suivi rigoureux des décisions stratégiques qu'ils doivent ou non approuver en assemblée générale ?**

Les *proxies* apportent la réponse et deviennent pour ces investisseurs des guides de plus en plus indispensables.

---

8. Richard Chrystelle, Lambert Damien, Une brève histoire des agences en conseil de vote, Paris, L'Harmattan, 2017, p. 201 - 212.

## B. De la nécessité à l'hégémonie : histoire et typologie des acteurs

**Deux groupes mondiaux, ISS et Glass Lewis, dominent aujourd'hui le marché des *proxies*.** Leur essor les a amenés, au fil des quarante années passées, à dicter peu à peu les nouvelles règles du jeu de la gouvernance actionnariale...

La genèse du premier d'entre eux, *Institutional Shareholder Services* (ISS), et l'histoire de son fondateur, Robert Monks, expliquent bien l'articulation entre réglementation, activisme et « *business* » qui a présidé à leur naissance. Et aussi, les tensions qui peuvent parfois aujourd'hui apparaître entre *proxies* et management des émetteurs... En 1981, le jeune Robert A. G. Monks accepte les fonctions de responsable du programme « ERISA » au Department of Labor (DoL), le ministère du Travail américain. Concrètement, il s'agit de développer des réflexes d'actionnaires actifs auprès des gestionnaires de fonds chargés de la retraite de dizaines de millions d'américains.

Mais ce « simple » costume de fonctionnaire semble vite étroit à Bob Monks, financier averti qui a précédemment dirigé une banque d'affaires et suit avec grand intérêt le boom des fonds de pension<sup>9</sup>. Dès lors que les entreprises étaient de moins en moins contrôlées par un actionnaire majoritaire et de plus en plus entre les mains d'une myriade d'institutionnels comme, justement, les fonds de pension ERISA, **la direction des entreprises se trouvait dépourvue de tout contre-pouvoir. Sauf si, justement, les fonds de pension, qui avaient l'habitude de ne même pas voter aux assemblées générales des entreprises où elles avaient investi, se réveillaient enfin** et cessaient de se comporter en actionnaires obligés et dormants ! Ce serait le projet de Monks.

Pendant quatre ans, au DoL, Bob Monks œuvrera activement dans ce sens. Malgré les oppositions, il fait successivement reconnaître par les autorités que les fonds de pension sont dans l'obligation de ne pas laisser en jachère cet « actif » que constitue le droit de vote attaché aux actions qu'ils contrôlent, qu'ils doivent rendre des comptes à leurs mandants sur ce sujet et justifier de leurs votes, et enfin que les investisseurs peuvent, sans enfreindre les règles de la loi antitrust, s'allier pour faire triompher leur point de vue en assemblée générale. Cela change radicalement le cadre dans lequel des fonds se comportent vis-à-vis des entreprises cotées où ils avaient investi.

---

9. Robert Monks fut précédemment dirigeant d'une banque d'affaire sur la côte Est dans ses précédentes fonctions et avait observé le boom des fonds de pension.

Fin 1985, Bob Monks quitte le Department of Labor pour créer ISS (*Institutional Shareholder Services*). Objectif d'ISS : permettre aux actionnaires d'**être informés des enjeux de pouvoir apparaissant aux assemblées générales** des milliers d'entreprises américaines cotées, et les aider à se coordonner pour passer à l'action. **Jusqu'alors, les quelques organismes de conseil aux actionnaires institutionnels qui existaient étaient soit d'obédience religieuse**, comme ICCR (*Interfaith Center for Corporate Responsibility*), **soit cantonnées à l'examen neutre des résolutions soumises aux actionnaires**, comme IRRC (*Investor Responsibility Research Center*). Avec ISS, Monks inventait le conseil engagé : non seulement ISS allait identifier les problèmes « *corporate* » (errements stratégiques, désalignement de l'intérêt des managers avec celui de l'entreprise, administrateurs insuffisamment exigeants etc.), mais il allait aussi suggérer des solutions en donnant à ses clients des consignes de vote explicites et en préparant pour leur compte tout l'énorme travail administratif et juridique permettant aux actionnaires de faire valoir leurs droits – voire, le cas échéant, d'attaquer en justice.

“ Les *proxies* ont émergé sur la base d'une vision engagée et critique de la gouvernance d'entreprise. ”

Bob Monks devient un peu la bête noire des « *boards* », poursuivant de sa vindicte, au nom des actionnaires, des entreprises aussi réputées que General Motors, Gillette, Texaco ou encore Sears. Il permet à l'activisme actionnarial de prendre son envol et... à ISS d'asseoir sa réputation. ISS a depuis beaucoup « normalisé » son approche et se donne pour mission plus générale d'**aider « les investisseurs et les entreprises à construire une croissance durable et à long terme en fournissant des données, des analyses et des informations de haute qualité (...) [en s'appuyant] sur des services objectifs et impartiaux (...) pour les aider à prendre des décisions d'investissement éclairées »**<sup>10</sup>.

Au-delà d'une logique fonctionnelle visant à répondre aux besoins des investisseurs, les *proxies* ont en tout cas émergé sur la base d'une vision engagée et intrinsèquement critique de la gouvernance d'entreprise. Rapidement, d'autres acteurs qu'ISS émergent. En 2003, Glass Lewis voit le jour à San Francisco, se positionnant comme l'option de substitution principale à ISS en affirmant mettre l'accent sur la transpa-

---

10. [Issgovernance.com](https://www.issgovernance.com), 2025.

rence et l'indépendance des recommandations<sup>11</sup>. En Europe, et notamment en France, Proxinvest, fondée en 1995, se distingue en se spécialisant dans les spécificités du marché français et en défendant une vision spécialement critique des rémunérations des dirigeants<sup>12</sup>. Cependant, en décembre 2022, un tournant majeur s'opère lors de l'acquisition de Proxinvest par Glass Lewis qui consolide ainsi sa présence sur le marché européen<sup>13</sup>, mais en conservant Proxinvest et en maintenant son identité spécifique. Proxinvest « *a gardé son indépendance et son autonomie*, affirme Charles Pinel, son dirigeant. *Nous conservons notre politique de vote et nos méthodes. Nous sommes autonomes en matière de recherche* ».

Pour les investisseurs institutionnels, cette consolidation offre la promesse d'une expertise locale combinée à une vision globale, garantissant des décisions éclairées lors des assemblées générales. Néanmoins, cette acquisition ouvre des **interrogations relatives à l'avenir de l'indépendance des analyses locales face à la puissance des géants internationaux, et notamment de l'influence américaine** sur les pratiques de gouvernance européennes – nous y reviendrons.

“ Évaluer chaque proposition de résolution soumise au vote des actionnaires est un travail très lourd. ”

Aujourd'hui, ISS et Glass Lewis dominent largement le marché, captant respectivement environ 48 % et 42 % du marché mondial, tandis que Proxinvest continue à jouer un rôle clé en France et en Europe continentale<sup>14</sup>. Quel est le mode de fonctionnement de ces agences et comment leur rôle influence-t-il la gouvernance d'entreprise ?

## C. Comment fonctionnent les *proxies*, et comment ils sont utilisés

La montée en puissance des *proxy advisors* répond, on l'a vu, à l'accroissement de la taille des portefeuilles des investisseurs institutionnels, mais aussi à l'essor de la « gestion passive » (dans le cadre de laquelle le gérant se contente de « répliquer »

---

11. [Glasslewis.com](https://www.glasslewis.com), 2025.

12. [Proxinvest.com](https://www.proxinvest.com), 2025.

13. [Glasslewis.com](https://www.glasslewis.com), 2022.

14. [Shu Chong, The Proxy Advisory Industry : Influencing and Being Influenced, Journal of Financial Economics, Forthcoming, Février 2024.](#)

la composition de tel ou tel indice – à la différence de la gestion traditionnelle, ou de conviction, où le portefeuille est limité à un nombre raisonnable de titres choisis par le gérant pour les performances qu’il en attend spécifiquement). La gestion passive représente désormais plus de 45 % des actifs sous gestion aux États-Unis (contre 15 % au début des années 2000) et près de 30 % en Europe<sup>15 16</sup>. Les indices généraux ou sectoriels étant nombreux, les **portefeuilles des gérants « passifs » comptent couramment des milliers de titres, ce qui les amène à devoir voter sur des dizaines de milliers de résolutions chaque année.**

La mise en commun du travail d’instruction des résolutions a donc un grand sens économique, d’ailleurs volontiers reconnu par les acteurs du marché. Comme le note un émetteur : « *la mutualisation du travail effectué par les proxies semble efficace* ». Ce qu’atteste également un grand industriel français soulignant « *leur utilité incontestable en raison de la multitude de participations à gérer* ».

C’est à partir de l’ordre du jour communiqué par l’émetteur que le **proxy advisor évalue chaque proposition de résolution soumise au vote des actionnaires – rémunération des dirigeants, nomination d’un administrateur, projet de fusion, choix d’un objectif ESG etc. – et émet un avis motivé destiné à ses clients.** Ces recommandations, qu’elles soient favorables ou défavorables, s’appuient sur un socle de références multiples : bien sûr la réglementation en vigueur (loi PACTE, SRD II...) mais aussi cette « *soft law* » que constituent codes de gouvernance nationaux (AFEP-MEDEF en France, *UK Corporate Governance Code*...) et recommandations des autorités de marché (comme l’AMF), et enfin la politique de vote propre à chaque investisseur, lorsqu’elle a été définie. Les échanges avec l’émetteur ont bien sûr un rôle important dans l’instruction de chaque résolution.

Ce travail est très lourd. Les agences de vote passent au crible l’ensemble des résolutions soumises aux AG et, pour chacune d’entre elles, **formulent une recommandation de vote sur la base de méthodologies propriétaires et de politiques de gouvernance élaborées en amont.**

Leur analyse croise généralement trois grandes catégories de critères :

- Des critères de gouvernance : indépendance des administrateurs, transparence financière, séparation des pouvoirs, équilibre des droits de vote, structure du capital, etc.

---

15. Kerzerho Raymond, [La gestion passive poursuit sa lancée, Finance et Investissement, 2023.](#)

16. Coggan Philip, [Passive funds leave active languishing, Financial Times, mars 2024.](#)

- Des critères de performance : trajectoire de rentabilité, stratégie à long terme, soutenabilité des modèles d'affaires, etc.
- Des critères ESG : engagement climatique, diversité des conseils d'administration ou des organes de direction, équité salariale, éthique des rémunérations, etc.

Cette minutieuse analyse des agences de votes et de leurs recommandations lors des assemblées générales révèle l'ampleur du défi pour les actionnaires en particulier dans des contextes juridiques, culturels et économiques souvent divers. Face à cette complexité et aux coûts qu'elle engendre, **la délégation de cette mission par de nombreux investisseurs institutionnels (surtout les plus petits) est donc une condition de viabilité de leur engagement actionnarial. Elle leur permet d'exercer leurs droits de vote de manière structurée, tout en optimisant leur charge opérationnelle et financière** en les dispensant d'un travail complexe, coûteux et chronophage – cela entièrement, ou partiellement.

**Deux modèles coexistent en effet. Le premier**, adopté principalement par **les petites sociétés de gestion aux moyens limités, repose sur une sous-traitance quasiment intégrale de l'analyse des résolutions aux proxies** qui balayent un grand volume d'informations et fournissent des recommandations de vote « clé en main » dans les délais serrés qui séparent la publication des résolutions soumises au vote du scrutin lui-même. **Le second, privilégié par les grands investisseurs institutionnels, consiste à mettre en place en interne des équipes dédiées** (dites de « *stewardship* ») chargées d'examiner en profondeur chaque résolution d'AG de chaque société détenue en portefeuille. Un tel dispositif « maison » requiert des millions, voire des dizaines de millions d'euros par an en salaires, formations et outils de veille<sup>17</sup>, ce qui explique que les plus petits gérants s'en dispensent fréquemment, se reposant sur les *proxies* dans le cadre d'une délégation tout à fait rationnelle.

**Tous les « panachages » sont possibles entre ces deux options.** Un investisseur anglo-saxon majeur explique ainsi avoir développé une structure interne en parallèle du recours aux *proxies*, qu'il consulte cependant. « *Les gestionnaires de grande taille se sont tous équipés en équipes de gouvernance interne (« stewardship ») afin de bénéficier d'un « buffer », c'est-à-dire d'une sorte de tampon entre les gestionnaires d'actifs, qui décident in fine, et les proxies, qui émettent des recommandations générales pour tous* ». Cette couche intermédiaire permet de « filtrer » les analyses des agences et de les combiner à la stratégie maison, tout en bénéficiant de leur puissance de traitement.

---

<sup>17</sup> Pochard Laurence, *Le stewardship, une pratique appelée à se muscler chez les investisseurs institutionnels*, L'Agefi, mai 2024.

Au total, en produisant au service de tous leurs clients des analyses structurées et en objectivant les enjeux associés à chaque résolution, **les proxys réduisent les asymétries d'information et contribuent indéniablement à rendre les assemblées générales plus lisibles, tant pour les investisseurs que pour les émetteurs.** Ce rôle de « tiers analyste » contribue, *in fine*, à renforcer la transparence du processus décisionnel et à faciliter un exercice éclairé de leur droit de vote par les actionnaires.

## D. Un rôle parfois plus stratégique, des ambitions éthiques, voire militantes

Outre leurs missions d'analyse et de recommandation sur les résolutions classiques (approbation des comptes etc.), les agences de vote remplissent un rôle d'accompagnement plus détaillé s'agissant des résolutions à caractère stratégique ou potentiellement polémique. En tant que prestataires de services en matière de gouvernance d'entreprise, elles proposent à leurs clients des grilles de lecture sur les meilleures pratiques en vigueur. Elles interviennent notamment sur la composition des conseils, les politiques de rémunération, les critères ESG intégrés aux objectifs managériaux, ou encore sur la conformité des dispositifs de contrôle interne. Cette dimension de leur action structure fortement tant leur action quasi-normative que les reproches qui leur sont parfois adressés à ce titre.

“ Les *proxy advisors* façonnent les termes du débat actionnarial et les rapports de force. ”

Certaines résolutions débattues dans des assemblées générales récentes illustrent bien le poids croissant de l'avis des *proxys*, et leurs interventions dans le champ extra-financier sur un mode quasi-moral. **En 2022, Glass Lewis et ISS ont tous deux recommandé de voter contre la rémunération de Carlos Tavares, alors PDG de Stellantis**, qu'ils jugeaient excessive malgré des performances financières solides. Résultat : la résolution a été adoptée à une courte majorité (70,2 %), suscitant une vive controverse dans la presse<sup>18</sup>. En 2023, TotalEnergies a été la cible de plusieurs

---

18. En 2025, le rapport sur les rémunérations 2024 de Stellantis a été adopté mais contesté, avec 66,92 % seulement d'approbation. Proxinvest avait annoncé en amont de l'AG qu'il recommanderait de voter contre.

résolutions climatiques déposées par des ONG et actionnaires minoritaires, que les *proxies* ont globalement recommandé de rejeter, provoquant des débats sur la légitimité de ces filtres d'analyse.

Ces cas, parmi d'autres, montrent que **les *proxy advisors* ne se contentent pas de traduire un consensus** : ils façonnent les termes du débat actionnarial, en influençant les seuils de tolérance, les priorités d'analyse et, *in fine*, les rapports de force au sein des assemblées. Leur rôle ne se limite donc pas à l'exécution technique d'un mandat : ils participent pleinement à la reconfiguration du capitalisme de surveillance qui s'exerce désormais par le vote et sont devenus à ce titre des acteurs structurants du « bon gouvernement » des entreprises cotées.

“ Ce rôle soulève des interrogations légitimes sur la pluralité des décisions des émetteurs. ”

Toutes les agences de vote revendiquent plus ou moins fort, mais **jouent en tout cas chacune à leur manière, un rôle « d'aiguillon démocratique » de la gouvernance et, indirectement, de police des marchés financiers.** Proxinvest assume pleinement cette posture. Interrogée à ce sujet, l'agence se décrit comme un « *acteur impliqué, faisant bouger les lignes* », voire comme « *un lanceur d'alerte* ». Elle se regarde comme « *avant-gardiste* » dans son action. « *Nous l'avons été sur l'incorporation de critères ESG pour la rémunération variable des dirigeants. Nous avons également demandé parmi les premiers que l'attribution de stock-options soit effectuée sans décote et dotée de conditions de performances, alors que cela ne se faisait pas à l'époque* ». Proxinvest insiste aussi régulièrement pour que la rémunération des dirigeants ne dépasse pas un certain multiple de la rémunération moyenne des salariés de l'entreprise, cela au nom d'un principe d'« équité ».

Mais Proxinvest, d'ailleurs surtout actif en France, est notoirement le plus « militant » des *proxies*. Les autres, **sans dénier qu'ils jouent un rôle dans les débats plus sociétaux entourant les assemblées générales, jugent qu'ils ne font que les éclairer au service de leurs clients.** Cédric Lavérie, Directeur de la Recherche France chez le géant ISS, insiste ainsi sur la fonction de prestataire de service des agences de vote : « *Ce sont nos clients qui sont investis dans les entreprises émettrices, et ce sont eux qui cherchent à améliorer la gouvernance. Les proxies n'ont pas à s'accaparer le travail des investisseurs institutionnels et des sociétés de gestion. Nous ne sommes qu'un prestataire. Nous restons dans notre rôle !* ».

Il n'empêche que, en offrant une analyse détaillée des enjeux, impacts et critères d'évaluation en matière de rémunération des dirigeants, de nomination de nouveaux administrateurs ou encore s'agissant des démarches environnementales et sociétales (ESG) dans lesquelles s'engagent les entreprises, mais aussi en formulant des recommandations de vote sur cette base, les *proxies* facilitent le travail d'analyse qui contribue fortement à la responsabilisation des entreprises sur tous ces sujets puisqu'elles doivent justifier de leurs orientations auprès des investisseurs lors des votes en AG. **C'est donc à juste titre qu'elles sont perçues comme des contre-pouvoirs face aux dirigeants, permettant d'alerter sur des pratiques jugées contestables, notamment en matière de rémunérations abusives ou de conflits d'intérêts**<sup>19</sup>. Un émetteur interrogé par nos soins admet lui-même que les *proxies* demeurent « des garde-fous pour encadrer les décisions actionnariales ».

Fût-il positif, ce rôle soulève des interrogations légitimes : jusqu'où l'influence des *proxies*, et leur grille d'analyse, sont-elles compatibles avec la diversité des situations, des contextes et des stratégies d'entreprise ? Quels risques font-ils peser sur l'autonomie des actionnaires, sur la pluralité des décisions, sur le dialogue entre émetteurs et investisseurs ? **Cette tension entre incontestable utilité et risque de biais de lecture, entre efficacité et standardisation - voire dépendance -, structure aujourd'hui un passionnant débat.** La suite de cette Note s'attache à en explorer les principales dimensions, les controverses qui le caractérisent et les critiques formulées à l'endroit des agences de vote.

---

19. [Del Pozo Anne, Les proxy advisors, influenceurs des assemblées générales, Option Finance, avril 2022.](#)



## Partie II – Un pouvoir considérable, mais contesté : les agences de vote sous le feu des critiques

C'est un peu la rançon de la gloire : les agences de vote, précisément parce qu'elles ont désormais un rôle central dans la gouvernance d'entreprise, ont aujourd'hui leurs détracteurs, certains très résolus. Leur influence indirecte sur les décisions stratégiques des entreprises au regard des effets quasi-normatifs de leurs recommandations ne peut qu'amener leurs parties prenantes à s'interroger sur leurs conditions d'exercice et leur pouvoir réel. **Transparence insuffisante, standardisation excessive, logique d'uniformisation des votes, influence croissante de critères extra-financiers sont les principaux griefs** auxquels elles sont en butte.

### A. Une influence (trop ?) forte sur les décisions des entreprises

Le premier d'entre eux est celui d'exercer une influence excessive. Derrière chaque décision stratégique prise en assemblée générale, on observe en effet la répétition d'un même schéma : nombre d'investisseurs institutionnels, souvent débordés par l'ampleur des votes à traiter, s'en remettent aux recommandations des principaux *proxy advisors*, à savoir, ISS et Glass Lewis, qui concentrent à eux seuls près de 90 % du marché mondial<sup>20</sup>, et Proxinvest, plus local, sur le marché français.

Les agences de vote, en analysant méticuleusement les résolutions d'AG et en offrant des recommandations argumentées, sont fatalement perçues comme les pourvoyeurs d'une expertise objective et fiable à laquelle il est naturel de s'en remettre. **Leurs méthodologies tendent, de facto, à fixer les standards de ce qui devrait être considéré comme « une bonne gouvernance »**. Par exemple, lorsque ISS renforce ses critères sur la diversité des conseils d'administration ou la rémunération des dirigeants, les entreprises s'adaptent pour éviter une recommandation

---

20. Dey Aiyasha, Starkweather Austin, White Joshua T, *Proxy Advisory Firms and Corporate Shareholder Engagement*, *The Review of Financial Studies*, Volume 37, Issue 12, Décembre 2024, p. 3877-3931.

négative. **En 2021, Blackrock, l'un des plus grands investisseurs institutionnels au monde, confiait au Financial Times suivre systématiquement les recommandations d'ISS pour des questions liées à la rémunération des dirigeants**<sup>21</sup> – illustration de l'intégration croissante de ces standards dans les politiques de vote d'acteurs systémiques<sup>22</sup>.

“ La rémunération des dirigeants constitue un enjeu complexe à évaluer. ”

Visant la délégation croissante du pouvoir des actionnaires aux agences de vote, le patron d'un groupe de service français résume la vision critique qui en ressort : « *Les investisseurs n'ont plus, ou ne prennent plus, le temps d'analyser les résolutions : ce travail, essentiel, est désormais externalisé. Les actionnaires ont abdiqué leur pouvoir de décision sur les grandes orientations de la société au profit des proxy advisors* ».

**L'influence des agences de vote est en tout cas particulièrement marquée** dans certains domaines :

- **La rémunération des dirigeants**, dite « Say on Pay », sujet central dans les débats sur l'alignement entre performance et incitation ;
- **La nomination des administrateurs et le contrôle de critères comme l'indépendance**, les compétences ou l'assiduité aux réunions ;
- **Les politiques ESG**, de plus en plus scrutées par les investisseurs institutionnels ;
- **Certaines décisions stratégiques sensibles** – opérations de fusions-acquisitions, émissions d'actions, rachats, etc. – en particulier lorsqu'elles ont donné lieu à une démarche d'activisme actionnarial.

---

21. [Dey Aiysha, Starkweather Austin, White Joshua T, Proxy Advisory Firms and Corporate Shareholder Engagement, The Review of Financial Studies, Volume 37, Issue 12, Décembre 2024, p. 3877-3931.](#)

22. BlackRock et Vanguard, un autre très grand gérant d'actifs, ont cependant annoncé fin 2024, dans la foulée de la réélection du Président Trump, qu'ils renonçaient à donner des recommandations de vote s'agissant de la diversité ethnique et de genre des conseils d'administration des sociétés cotées américaines. Cette fois, c'est le *proxy* qui a suivi les investisseurs puisque ISS a annoncé la même inflexion en février 2025...

## 1. Influence sur la rémunération des dirigeants « Say on Pay »

Depuis sa mise en œuvre en France, en 2014, le vote consultatif sur les rémunérations, dit « *Say-on-Pay* » est devenu un sujet de prédilection pour les agences de votes. Cela ne signifie pas que les *proxies* le fassent souvent échouer : en 2020, 92 % des sociétés américaines de l'indice Russell 3000 aux États-Unis ont obtenu un vote favorable (à hauteur de 70 % au moins) sur le sujet de la rémunération des dirigeants<sup>23</sup>. Mais, comme on l'a vu, un **vote acquis à une majorité « faible »** (moins de 80 %) **pose des problèmes politiques au management qui se voit ainsi critiqué par les actionnaires sur un sujet sensible auquel ils sont personnellement intéressés.**

Dans les faits, la rémunération constitue un enjeu complexe à évaluer. Les packages incluent des éléments variables, différés, indexés sur des critères financiers ou extra-financiers, difficilement comparables d'une entreprise à l'autre. De nombreux investisseurs institutionnels, dépourvus d'expertise technique en interne sur ces questions, s'en remettent donc aux grilles d'analyse des *proxy advisors*. Mais, **pour certains émetteurs, ceux-ci appliqueraient des méthodologies internes et des algorithmes trop standardisés et purement quantitatifs, au détriment d'une appréciation du contexte propre à chaque entreprise** – en particulier du contexte local, qu'ils ne connaissent souvent pas très bien.

Cette critique est reprise par un dirigeant de groupe financier interrogé, pour qui la méthodologie employée est « *trop rigide et essentiellement quantitative* ». Il renchérit : « *les proxies ne font que cocher des cases, sans chercher à comprendre finement les spécificités des rémunérations pour chaque émetteur* ». Cette **approche mécanique soulève des doutes croissants sur leur légitimité à trancher sur des dispositifs aussi sensibles que la rémunération des dirigeants.**

Au-delà du cas de Carlos Tavares déjà cité, d'autres exemples récents illustrent la portée mais aussi les limites du « *Say on pay* » :

- En 2022, la rémunération de Bernard Charlès, PDG de Dassault Systèmes, a suscité des critiques de la part des principales agences de conseil en vote. Proxinvest a estimé que son *package* de 33 millions d'euros, principalement en actions de performance, était excessif. Pour Glass Lewis, ces émoluments étaient « *significativement supérieurs à celles de sociétés comparables* ». En particulier, la rémunération de 1,5 million d'actions gratuites est « *amplement supérieure à ce que l'on observe habituellement sur le marché français* ». En outre, cette rémuné-

---

23. Allaire Yvan, Dauphin François, [Le vote consultatif sur la rémunération des dirigeants \(Say-on-Pay\) : Quoi de neuf ? Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques, décembre 2020.](#)

ration n'aurait pas été « alignée de manière adéquate sur la performance de l'entreprise ». ISS allait dans le même sens : « le montant de la rémunération du directeur général est élevé, et en hausse significative par rapport à l'an dernier. À l'assemblée générale de l'an dernier, plus de la moitié du flottant avait voté contre. Une contestation substantielle avait déjà eu lieu les années précédentes. Cette contestation peut s'expliquer principalement par l'attribution d'un très grand nombre d'actions, qui se traduit par une rémunération perçue comme excessive. La société n'a hélas pas répondu à cette contestation significative »<sup>24</sup>. **Bien que cette rémunération ait été approuvée par les actionnaires, elle a soulevé des débats sur l'alignement entre performance et rémunération.** Malgré ces recommandations négatives, la résolution a été adoptée en assemblée générale, faisant de Bernard Charlès le dirigeant le mieux rémunéré du CAC 40 cette année-là.

- Plus récemment, en 2025, Glass Lewis s'est à nouveau<sup>25</sup> positionné contre le *package* financier du PDG de Goldman Sachs, David Solomon et de son président John Waldron (*i.e.* Un total de \$160M octroyé en actions aux deux dirigeants), que le *proxy* a qualifié « d'excessive et insuffisamment justifiée ». En réponse, **un porte-parole de la banque a défendu ces primes en déclarant que « la concurrence pour attirer et retenir les talents est intense, ces bonus étant alignés sur la création de valeur à long terme pour les actionnaires »**<sup>26</sup>. La résolution a toutefois été adoptée, mais avec un taux d'approbation faible de l'ordre de 66 %. Cette divergence souligne à nouveau les tensions croissantes entre les institutions financières et les agences de votes concernant la transparence et la justification des rémunérations élevées des dirigeants.

Ces exemples montrent que les *proxies* peuvent structurer un débat, mais pas forcément imposer un résultat.

De manière plus générale, le « **Say on pay** » contribue indéniablement à élever les standards de transparence et à introduire des contre-pouvoirs dans la gouvernance d'entreprise. Il offre aux actionnaires un regard externe sur des sujets complexes par nature (comme la structuration des packages en actions gratuites, stock-options, bonus différés etc.). Mais les critiques récurrentes sur la rigidité des approches, la déconnexion des réalités sectorielles ou les méthodologies peu lisibles amènent une partie de l'écosystème à contester l'approche des *proxies* sur ce terrain.

---

24. [Henni Jamal, Le jackpot du patron de Dassault Systèmes, Capital, mai 2022.](#)

25. En 2024, Glass Lewis avait déjà formulé une recommandation similaire sur ce sujet.

26. [Reuters Glass Lewis recommends voting against CEO pay at Goldman Sachs, Investing.com, mars 2025.](#)

Des pistes d'amélioration, que nous développerons en fin d'analyse, sont évoquées par certains : renforcement du caractère contraignant des votes des actionnaires, meilleure communication des critères (de rémunération) votés ou encore incorporation de nouveaux critères de performances (en lien avec les enjeux ESG et de diversité par exemple). On voit bien en tout cas que, sur ce sujet sensible, la meilleure arme des émetteurs demeure la **capacité à conjuguer légitimité démocratique, compréhension des réalités économiques et exigence de transparence**.

## 2. Influence sur les décisions stratégiques sensibles

Initialement positionnés comme prestataires techniques et neutres, les *proxy advisors* jouent, de fait, un rôle de plus en plus visible dans les « *proxy fights* » – ces affrontements d'influence entre actionnaires et équipes dirigeantes, souvent autour de décisions stratégiques majeures.

“ Les *proxies* ne sont pas eux-mêmes à l'origine de ces batailles mais pèsent lourdement sur leur issue. ”

Les campagnes d'actionnaires activistes dans ces *proxy fights* se sont très fortement développées ces dernières années. En 2017, 606 campagnes activistes se sont déroulées dans le monde (dont 327 sur le seul marché américain), contre 389 en 2012<sup>27</sup>.

**Dans ces contextes de tension, un ou plusieurs actionnaires cherchent à rassembler des procurations suffisantes pour influencer une résolution, bloquer une opération ou imposer des changements de gouvernance.** Bien que les *proxies* ne soient pas eux-mêmes à l'initiative de ces batailles, leurs recommandations pèsent lourdement sur leur issue, car elles servent de référentiel décisionnel pour une grande partie des investisseurs institutionnels. Dans certains cas, des agences de vote et de conseil spécialisées, comme DF King, agissent en défense aux côtés du management qui les a recrutées.

---

27. J.-P. Morgan, The 2017 Proxy Season Globalization and a new normal for shareholder activism, juillet 2017.

### **Le cas P&G / Nelson Peltz : quand les *proxies* décident de l'issue des *proxy fights***

Le *proxy fight* qui a opposé en 2017 Nelson Peltz, *via* son fonds activiste Trian Partners, au géant américain Procter & Gamble (P&G), est l'une des plus emblématiques de ces dernières années – et illustre de manière saisissante le pouvoir d'influence des agences de conseil en vote.

Après avoir acquis 3,5 milliards de dollars d'actions P&G (environ 1,5 % du capital), Peltz lance une campagne pour obtenir un siège au conseil d'administration, dénonçant la lenteur de la transformation stratégique de l'entreprise et son incapacité à s'adapter aux nouvelles attentes des consommateurs. En réponse, P&G engage une bataille féroce pour contrer sa candidature, mobilisant plusieurs dizaines de millions de dollars en frais de communication et en conseils (Goldman Sachs, Lazard, Morgan Stanley, DF King...).

Mais tout bascule lorsque ISS et Glass Lewis, les deux plus grandes agences de vote, recommandent à leurs clients institutionnels de voter en faveur de Peltz. ISS évoque « une candidature crédible qui pourrait améliorer la gouvernance sans déstabiliser l'entreprise », tandis que Glass Lewis pointe un risque de « complaisance face aux inefficacités structurelles ».

Malgré un premier résultat annoncé comme défavorable à Peltz, un recomptage indépendant révèle qu'il l'emporte avec une avance infime de 0,0016 % des voix (soit 42 780 actions sur 2,6 milliards votées). Ce basculement, largement attribué à la prise de position des *proxies*, contraint finalement P&G à lui accorder un siège.

“ Même une entreprise très puissante ne peut inverser  
la dynamique une fois les *proxies* alignés  
sur un activiste. ”

L'affaire illustre une véritable asymétrie d'influence : même une entreprise aussi puissante que P&G, soutenue par une large partie de ses actionnaires individuels, ne peut inverser une dynamique une fois les *proxies* alignés sur un activiste.

Ce cas soulève également la question du *robovoting* : une pratique par laquelle certains investisseurs institutionnels délèguent automatiquement leur vote aux recommandations des *proxies*, sans réexamen interne. Longtemps toléré, ce

mécanisme a fait l'objet de lignes directrices de la SEC en 2020, visant à renforcer la transparence des votes et à encourager les gestionnaires d'actifs à reprendre la main sur leurs décisions, notamment *via* un examen préalable systématique des recommandations et la possibilité de réponse de l'émetteur.

Bien que partiellement assouplies en 2022, ces mesures traduisent une préoccupation persistante : le pouvoir d'influence des *proxy advisors*. Ce dernier explique sûrement en partie la raison pour laquelle, souhaitant éviter que ce type de schéma se reproduise, les émetteurs ne prennent plus de risques et n'hésitent pas à faire appel aux *proxy solicitors* pour contrer les *proxy advisors*.

**En 2021, les investisseurs activistes Bluebell Capital Partners et Artisan ont critiqué la gouvernance de Danone<sup>28</sup>**, remettant en question la double casquette de président-directeur général d'Emmanuel Faber. Cette pression a conduit à la séparation des pouvoirs. Danone s'est fait épauler par le *proxy* DF King pour l'accompagner dans cette situation.

Dans le cadre de **l'offre publique d'achat lancée par Veolia sur Suez en 2020, le fonds activiste Amber Capital, actionnaire minoritaire de Suez, a activement soutenu l'opération**. Le fonds estimait que ce rapprochement permettrait la création d'un « champion européen » des services à l'environnement, et s'inscrivait dans la continuité du plan stratégique d'Engie, annoncé en juillet 2020, visant à se recentrer sur les infrastructures et les énergies renouvelables. Alors que Veolia annonçait être prêt à améliorer son offre pour lever les réserves d'Engie sur le prix proposé, la direction de Suez adoptait une posture résolument défensive, s'opposant frontalement à l'opération. Dans ce climat conflictuel, Suez a fait appel au *proxy solicitor* DF King afin d'organiser une campagne de sensibilisation et de fidélisation de ses actionnaires. Cette démarche visait à contrecarrer la dynamique impulsée par Veolia en consolidant le soutien du capital flottant à la stratégie défensive du groupe.

Plus récemment, en 2024, un acteur des services pétroliers est revenu sur un défi lié à l'évolution de son actionnariat. Interrogé à ce sujet, un de ses dirigeants nous a expliqué que « *l'entrée au capital d'actionnaires dépassant le seuil des 5 % du capital avait provoqué une réelle remise en cause de la gouvernance et des choix*

28. [Radio France, Danone : les fonds activistes, salutaires ou délétères ? Le Journal de l'eco, mars 2021.](#)

*stratégiques* », les qualifiant « *d'archaïques* ». Notre enquête nous laisse penser que ces nouveaux actionnaires ont eu recours aux *proxies* pour tenter d'engranger plus de votes en leur faveur. L'issue de cette confrontation n'a, pour le moment, rien modifié car les décisions prises lors de l'AG ont rejeté les demandes de ces nouveaux actionnaires. Les votes traduisent néanmoins l'émergence d'un bloc d'opposition dont la direction devra nécessairement tenir compte.

Ces quelques cas parmi d'autres cas illustrent une réalité complexe : **les *proxies* ne sont jamais les initiateurs des affrontements, mais leur avis « technique » est de plus en plus instrumentalisé par les parties prenantes, notamment les activistes. Leur intervention structure les coalitions de vote** et oriente la perception que les actionnaires se font de la légitimité des initiatives proposées. Un expert du secteur financier corrobore ce point en expliquant que ces agences restent vulnérables face aux stratégies des actionnaires activistes, les qualifiant « *d'assez subtilement manipulées par les investisseurs activistes* ». Un autre observateur averti souligne que « *parfois, il existe une convergence d'intérêt entre les proxy advisors et les actionnaires activistes* ».

Ce phénomène d'alignement partiel entre recommandations techniques et stratégies activistes s'étend désormais aux enjeux ESG. Sous la pression croissante d'actionnaires engagés, les *proxies* intègrent en effet davantage ces dimensions dans leurs méthodologies, participant ainsi à redéfinir les priorités stratégiques des grandes entreprises cotées.

### 3. Influence sur la politique ESG

L'influence croissante des *proxy advisors* se manifeste de manière particulièrement visible sur les résolutions liées aux enjeux ESG (Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance). Suivant la pression exercée par une partie des investisseurs institutionnels, **ces agences jouent un rôle actif dans la diffusion de standards de responsabilité auxquels les entreprises cotées sont incitées à se conformer**. L'un des terrains sur lesquels cette pression est la plus manifeste est celui de la structure de rémunération des dirigeants et des incitations à un « bon comportement ESG » qu'on y trouve. De plus en plus d'actionnaires demandent que les bonus soient conditionnés à l'atteinte d'objectifs extra-financiers comme **la réduction de l'empreinte carbone, la diversité (homme-femme ou ethnique) des instances dirigeantes, ou encore la qualité du dialogue social**. Et les *proxies* y sont, sans doute par effet miroir, de plus en plus attachés, « imposant » des critères plus sévères que ceux que fixe la réglementation en vigueur.

Mais cela pose la question de savoir... qui « fait la loi » : le Parlement souverain du pays de résidence de l'émetteur, ou les agences de votes qui ne représentent que leurs clients et sont généralement sises hors de France ? **Les entreprises européennes ont, par exemple, été pointées du doigt par le proxy ISS pour ne pas respecter certains critères de diversité, alors même que la législation locale ne les impose pas**<sup>29</sup>. Cette logique méta-normative s'ancre en fait dans une dynamique déjà ancienne. En 2011 déjà, le Président du Conseil de Surveillance de Vivendi, avait présenté la conformité de la gouvernance du groupe au regard des recommandations de Proxinvest et ISS. Cet exemple a amené certains chercheurs à affirmer que ces dernières s'imposent ainsi avec la même « *vigueur qu'un texte de loi* »<sup>30</sup>.

“ Une société peut avoir un mauvais score sans faire preuve de pratiques contestables par tous. ”

Les critiques portent aussi sur la méthodologie employée par les *proxies*. Un outil comme le « *Governance QualityScore* »<sup>31</sup>, développé par ISS, illustre l'ambivalence de leur rôle. Initialement, il permet aux investisseurs d'identifier les entreprises « à risque » en matière de gouvernance. Mais, sur les sujets ESG, cette pratique dite « *governance rating* » présente un double visage. D'un côté, elle constitue un puissant levier de transparence et de responsabilisation des entreprises en orientant les actionnaires vers des décisions éclairées sur des enjeux ESG. En attribuant des scores et en émettant des recommandations, ces agences incitent les entreprises, sur une base objectivée, à adopter des pratiques considérées comme plus vertueuses et alignées avec les attentes des investisseurs responsables. D'un autre côté, **cette approche tend fatalement à une uniformisation des pratiques qu'on peut juger excessive, et elle manque de prise en compte des spécificités sectorielles ou géographiques.**

Un mauvais score peut ainsi pénaliser une société qui ne coche pas toutes les cases d'un modèle prédéfini, sans pour autant qu'elle fasse preuve de pratiques contestables de certains points de vue (même engagés dans l'ESG), ni *a fortiori* de pratiques illégales. Cette mécanique de notation risque de transformer un outil de

---

29. Dey Aiysha, Starkweather Austin, White Joshua T, *Proxy Advisory Firms and Corporate Shareholder Engagement, The Review of Financial Studies, Volume 37, Issue 12, Décembre 2024, p. 3877-3931.*

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

31. [lssgovernance.com](https://lssgovernance.com), 2025

responsabilisation en système de sanction automatique, potentiellement discrétionnaire, en tout cas exogène et déconnecté des réalités économiques ou sociales locales<sup>32</sup>.

## B. Critiques et limites du système : le procès en standardisation des recommandations... et des pratiques

Les critiques les plus récurrentes, et parfois les plus pertinentes, s'agissant des *proxies* visent à la fois leurs méthodologies et process de traitement des informations ainsi que la standardisation des recommandations qui en découlent. En appliquant des grilles d'analyse uniformes à des contextes hétérogènes, les *proxies* ignoreraient les spécificités locales – culturelles, juridiques ou sectorielles – au profit d'une approche globalisée, souvent influencée par les standards américains. Ce biais serait d'autant plus problématique qu'il réduit la diversité des approches en matière de gouvernance et la capacité d'adaptation des entreprises aux attentes réelles de leurs actionnaires ou de leurs parties prenantes.

“ On observe un certain mimétisme dans les recommandations, et donc dans les comportements des entreprises, qui s'adaptent. ”

Un administrateur que nous avons interrogé résume bien la problématique : « *L'investisseur n'est pas assez diligent, et le proxy advisor n'est pas assez clair sur son monde idéal. Il en résulte, dans son analyse, un certain dogmatisme, et un effet de mimétisme dans ses recommandations puis dans les comportements des entreprises qui s'y adaptent* ».

---

32. Tchotourian Ivan, Shirley Lebel Anne, Paradis Francis, *Agences de conseil en vote : réflexion comparative et critique sur leur encadrement réglementaire*, *Revue générale de droit*, Volume 48, numéro 1, 2018, p. 5-63.

## 1. Le risque de panurgisme, ou d'une « pensée unique » de vote inspirée par les *proxies*

En proposant des recommandations standardisées sur des sujets complexes, **les *proxies* nourrissent-ils une forme de suivisme généralisé ?** Selon certains émetteurs, les investisseurs s'alignent en tout cas sans discernement sur leur position – poussant d'ailleurs à leur tour les émetteurs à aligner leurs pratiques sur ces recommandations.

Un directeur juridique d'un groupe du CAC 40 nous confie que « *nous avons parfois l'impression que les recommandations des *proxies* relèvent plus de l'application mécanique de principes génériques que d'une analyse fine de notre situation* ».

Proxinvest, pourtant lui-même un *proxy*, semblait déjà corroborer ces propos dans son rapport paru en 2022<sup>33</sup>, soulignant que **certains fonds d'investissement suivent mécaniquement les recommandations des agences de vote**. Sans doute critiquait-il d'abord les autres *proxies*...

Charles Pinel précise en tout cas aujourd'hui la vision de Proxinvest en posant le problème d'une autre manière : « *Les *proxies* seraient, nous dit-on, des suiveurs des bonnes pratiques recommandées, dépourvus de conviction. Je ne le pense pas. Nous avons par exemple toujours été fortement contestés par nos clients, par la Place et beaucoup d'émetteurs lors de nos tentatives d'instauration d'une limite aux rémunérations des dirigeants. On est donc loin d'un comportement moutonnier fondé sur une vision unique* ». De fait, **sur les résolutions les plus sensibles, les divergences de vote témoignent le plus souvent d'une relative dispersion des analyses**. Cédric Lavérie, au titre de ses précédentes responsabilités chez Amundi, observait lui aussi que, « *sur les résolutions sensibles, la corrélation entre les recommandations des *proxies* et le vote de leurs clients, généralement élevée sur les résolutions classiques, chute à 50 %, ce qui montre une vraie autonomie des investisseurs par rapport aux *proxies** ».

Au surplus, dans bien des domaines, **la relative convergence spontanée des attentes des actionnaires peut à elle seule expliquer la convergence des recommandations**, et des votes. Pour Cédric Lavérie, « *s'il existe effectivement aujourd'hui des principes communs aux principaux *proxies*, ce n'est pas du tout du "panurgisme" de leur part mais le simple reflet, dans les approches de chacun d'entre eux, de ce qui est désormais largement considéré comme des bonnes pratiques par les différents*

---

33. [Proxinvest, Principes de gouvernement d'entreprise et Politique de vote en 2022, Décembre 2021.](#)

*codes de bonne conduite, par le marché et, donc, par les clients des proxies* ». Ajoutons que **les principaux proxies proposent plusieurs « politiques de vote » à leurs clients, avec des degrés variés de tolérance vis-à-vis du management de l'émetteur en matière de gouvernance, de rémunération ou encore d'ESG**. Parmi les options, une politique « benchmark » fondée sur les standards de marché d'une zone géographique donnée, des politiques « *specialty* » intégrant des priorités thématiques (ESG, religieuses, développement durable...) ou une approche « custom », construite sur-mesure à partir des convictions affichées par un investisseur particulier. **Cela aboutit nécessairement de la part du proxy à des recommandations différenciées sur une même résolution, ce qui exclurait, affirment-ils, tout panurgisme imputable aux proxies** : dès lors que leurs recommandations sont diverses, comment leur reprocher de favoriser un comportement uniforme ?

La frustration des émetteurs n'en est pas moins grande. D'abord, parce que, affirmant certains, cette « variété » des recommandations invoquée par les *proxies* ne se déploie qu'à l'intérieur d'un spectre assez étroit. Ensuite, parce que trop d'investisseurs s'en remettraient à leurs avis, en particulier quand il est négatif. **Un dirigeant de grande entreprise cotée se plaint ainsi amèrement que, « trop souvent, les proxy advisors (soient) suivis par les investisseurs de manière servile... surtout quand il s'agit de voter contre une résolution** ». Un autre dirigeant appelle les institutionnels à « *une approche plus critique et indépendante* » dans l'exercice de leurs droits de vote. « *S'appuyer exclusivement sur les recommandations des proxy advisors sans une analyse propre peut mener à des décisions qui ne reflètent pas nécessairement les intérêts spécifiques de chaque émetteur* », ajoute-t-il. Mais quelle est la prévalence de ce comportement paresseux ? Ce point fait l'objet d'avis variables parmi les émetteurs. **« Les investisseurs les plus pointus sont en réalité très autonomes vis-à-vis des proxies »,** affirme l'un d'entre eux. « *Les proxies n'ont qu'un pistolet à bouchon, ce ne sont pas les shérifs de la ville !* », assure-t-il. **Mais tous les investisseurs, même les grands, ne sont pas, justement « pointus »...**

ISS fournit des recommandations de vote et, comme évoqué par Cédric Lavérie, le vote final du client peut ou non s'aligner avec la recommandation « *la décision du vote et sa gestion ne sont pas de la responsabilité du proxy. Cela dépend des investisseurs. Par ailleurs, de plus en plus d'investisseurs ont des équipes de stewardship pour analyser en détail les résolutions, en sus des recommandations reçues par les proxies et prendre leurs décisions finales* ». Certes. Mais **ne pas s'aligner sur les proxies est... coûteux, et pas seulement financièrement**. Le responsable d'une grande société de gestion explique ainsi que, dans sa maison, « *si un gérant veut s'écarter, pour son vote, de la ligne suggérée par ISS ou Glass Lewis, il le peut évidemment mais il doit alors convoquer un comité interne pour*

que soit prise une décision collégiale après instruction de la problématique ». Cela prend du temps et expose le récalcitrant à des risques d'image en interne, en particulier s'il est identifié comme coutumier du fait. Entre passer pour un fâcheux et suivre les *proxies*, beaucoup optent pour le confort du conformisme. **Une sorte de contrainte tacite ferait donc inévitablement du suivi des recommandations des *proxies*, la règle, et leur contournement, l'exception, rendant de fait l'opinion des *proxies* extrêmement influente, si ce n'est littéralement incontournable.**

S'agissant du reproche d'un process d'instruction « sec » et mécanique débouchant sur des recommandations simplistes de la part des *proxies*, ceux-ci appellent pour leur défense à une compréhension plus fine de leurs démarches : « *Les recommandations de vote, fatalement binaires (« pour » ou « contre »), cachent une vraie complexité sous-jacente de l'analyse* », précise Cédric Lavérie. **Mais cela n'empêche pas certains détracteurs des *proxies* de douter, voire de mettre en cause la qualité du travail et la pertinence des recommandations des *proxies*** qui, devant traiter dans un temps limité (les quelques semaines qui précèdent les AG) un nombre énorme de résolutions en saison, feraient inévitablement appel à des recrues supplémentaires pas forcément toutes expérimentées. « *Ça fait tout de même mal de penser que nous sommes jugés par des stagiaires qui cochent des cases sur un formulaire !* » ironise, sans craindre d'exagérer, un responsable d'entreprise...

“ Entre passer pour un fâcheux et suivre les recommandations des *proxies*, beaucoup optent pour le confort du conformisme. ”

## 2. Le risque de contagion d'une vision moralisatrice très américaine

Une autre série de questions se pose à propos des *proxies* : la dimension culturelle des standards qu'ils appliquent. **Certains émetteurs, notamment en Europe, dénoncent l'imposition implicite de référentiels anglo-saxons, mal adaptés à leur environnement.** Ils soupçonnent explicitement les *proxies* de succomber à un « *virtue signalling* » outrancier. (Le « *virtue signalling* », ou « *signalement vertueux* », consiste à afficher avec ostentation des positions morales ou éthiques en vue d'améliorer sa propre image ou se conformer aux normes sociales dominantes<sup>34</sup>). D'aucuns ont même pu y voir une des modalités d'un « capitalisme woke »<sup>35</sup>.

34. [Laculturegenerale.com](https://laculturegenerale.com), 2022.

35. De Guigne Anne, Le capitalisme woke – quand l'entreprise dit le bien et le mal, La Cité, 2022.

De fait, les **attentes d'aujourd'hui des *proxies* en matière extra-financière ont, historiquement, presque toutes d'abord été exprimées aux États-Unis, et elles peuvent souvent apparaître comme moralisatrices, voire castratrices** (à la fois en termes de rémunération des dirigeants, de respect de la planète ou encore d'organisation des pouvoirs à l'intérieur de l'entreprise) **sur un mode qu'il n'est pas caricatural de décrire comme « puritain »**. Cela n'a rien d'étonnant, d'une part parce que, comme on l'a vu, les origines-mêmes des *proxies* s'ancrent dans une vision du monde qui se voulait correctrice des « excès du capitalisme », d'autre part parce que la place financière de New-York domine le monde de l'investissement en raison de l'importance de l'épargne constituée aux États-Unis. L'exportation des « valeurs » qui y prévalent était donc inévitable. Au surplus, le terrain politique européen, sur lequel les voix anti-capitalistes sont beaucoup plus nombreuses qu'aux États-Unis, était favorable à leur importation.

Paradoxalement, **ISS et Glass Lewis font face à une pression politique croissante, depuis 2023 au moins et encore plus depuis la réélection de Donald Trump, en particulier s'agissant des résolutions ESG, de la part de conservateurs qui les accusent de promouvoir un « agenda libéral »<sup>36</sup> au détriment, selon eux, de la performance des entreprises<sup>37</sup>**. À ce stade, les gestionnaires européens, n'essuient pas de critique comparable et continuent en grand nombre à vouloir infléchir le comportement des entreprises sur un mode puritain d'origine américaine.

“ OÙ est la poule, et où est l'œuf, entre les attentes des investisseurs et les critères des *proxies* ? ”

Né aux États-Unis, le combat pour la « morale corporate » *via* le vote en assemblée générale prospère donc aujourd'hui au moins autant sur notre rive de l'Atlantique que sur l'autre... ce qui est facteur de ressentiment chez beaucoup d'émetteurs se sentant mis en demeure, en particulier sous la pression des *proxies*, d'endosser des valeurs d'importation, au surplus sans grand rapport avec les attentes réelles des actionnaires, jugent certains.

36. « Libéral » au sens américain, c'est-à-dire progressiste.

37. [Esteval.fr](https://www.esteval.fr), 2024.

Un dirigeant d'un groupe industriel français coté souligne ainsi le « *pouvoir considérable* » des *proxies* sur ce terrain en regrettant « *une tendance au* virtue signalling, notamment en matière d'ESG, plutôt qu'à une véritable objectivité ». Un acteur du monde bancaire juge de son côté leur influence « *excessive, et notamment entretenue par une posture dogmatique, fondée davantage sur une quête de* virtue signalling que sur une analyse approfondie des enjeux ESG ». **Certaines entreprises dénoncent une « dictature des critères extra-financiers » venue d'ailleurs.** Et plusieurs groupes du CAC 40 ont reproché à ISS et Glass Lewis d'adopter une approche trop « *dogmatique, influencée par les standards américains et déconnectée des réalités locales* »<sup>38</sup>. D'ailleurs, **même aux États-Unis, les critiques sont parfois vives : Tesla et ExxonMobil ont l'un et l'autre accusé les *proxies* d'exercer une forme de « pression idéologique »** en imposant des choix guidés par des considérations « *politiques plutôt qu'économiques* »<sup>39</sup>...

Là encore, les *proxies* invoquent pour leur défense la demande de leurs clients. De fait, **un nombre important de fonds « vendent » aujourd'hui en France à leurs souscripteurs un souci particulier pour les critères extra-financiers**, dont certains peuvent sembler assez décorrélés de la performance financière – diversité ethnique des conseils, rémunération « raisonnable » des mandataires, sortie de certaines activités jugées mauvaises pour la planète etc. Mais où est la poule, et où est l'œuf ? Dans quelle mesure les *proxies* formulent-ils leurs recommandations dans le but d'aligner leur image avec les attentes dominantes ? Ne peut-on plaider qu'ils contribuent, par leur offre, leur propre engagement (voire la simple qualité de leur travail de « peignage » des résolutions), à propager ces attentes ? Surtout, ne devraient-ils pas se contenter d'évaluer de manière rigoureuse la pertinence des résolutions soumises au vote, sans se référer plus ou moins explicitement à une « morale corporate » objectivement venue d'ailleurs même si elle est désormais bien installée chez nous ? Ce sont ces **questions que posent aujourd'hui un nombre croissant d'émetteurs.**

**Deux caractéristiques de l'action des *proxies* les irritent particulièrement. D'abord, le maximalisme** – lui-même assez typique du puritanisme et du formalisme anglo-saxons – de certaines approches, qu'elles soient, d'ailleurs, celles des agences de vote, celles d'autres acteurs du marché de l'épargne (comme les organisations qui décernent des « labels ESG ») ou celles de certains investisseurs eux-

---

38. [Johnson Lamar, ESG encountering widening 'gulf' between US and European investors : Morningstar, ESG Dive, février 2025.](#)

39. [Prang Allison, Elon Musk Calls ESG 'An Outrageous Scam' After Tesla Was Removed From Index, The Wall Street Journal, mai 2022.](#)

mêmes. Un dirigeant d'une grande entreprise française actif dans le service aux collectivités se plaint ainsi d'avoir perdu un label (avec, comme conséquence, la vente de leurs titres de cette entreprise par certains investisseurs ESG) à raison d'une opération d'entretien très banale réalisée au service de l'armée, contrat minuscule en pourcentage du chiffre d'affaires de son entreprise. Malgré ses efforts, ce dirigeant n'a pas pu convaincre ses interlocuteurs du caractère absolument bénin de cette exception à la réalité d'un groupe presque exclusivement dédié à des activités civiles. D'autres exemples comparables nous ont été donnés, illustrant le manichéisme qu'on trouve trop fréquemment dans un univers ESG très empreint d'esprit de pureté.

**Ensuite, nombre d'émetteurs s'étonnent, et s'irritent, que les *proxies* soient aussi inflexibles dans leurs analyses, comme si leur exigence ressortissait à l'évidence... alors même que le même sujet peut être traité par eux différemment selon qu'une entreprise est installée dans tel ou tel endroit du globe.** Cela est particulièrement spectaculaire **sur le terrain de la gouvernance où, par exemple, les *proxies* poussent généralement, en Europe, à la dissociation des fonctions président/directeur général, alors qu'ils tolèrent parfaitement le cumul aux États-Unis.** Les agences de vote invoquent, pour leur défense, des attentes différenciées d'un continent à l'autre chez les investisseurs. Mais, outre la bizarrerie intellectuelle de ce deux-poids deux-mesures, cela peut s'avérer poser un réel problème de cohérence pour les grands groupes présents sur plusieurs continents. « *Comment expliquer que la même résolution soit adoptée aux États-Unis, et rejetée en Europe sur les recommandations du même proxy ?* » interroge un émetteur. Depuis 2023<sup>40</sup>, une certaine harmonisation des politiques de vote des *proxies* tend à apparaître, sur ce sujet comme sur d'autres, notamment chez ISS et Glass Lewis. Mais **la probabilité que la convergence se fasse dans une direction qui les éloigne des canons de la « morale anglo-saxonne » semble faible.**

### 3. Le risque de conflits d'intérêts

Les détracteurs des agences de vote font également valoir la possibilité de conflits d'intérêt dans leur pratique à raison des activités qu'ils ont développées, au fil du temps, en marge de celle de conseil des investisseurs. Les *proxies* sont en effet aujourd'hui rémunérés à la fois par les investisseurs pour l'élaboration de recommandations de vote, et par les émetteurs, à qui ils proposent des prestations de

---

40. Ragshan Tuba, Thiebaut Jean-Loup, *ESG : Approche mondiale, barrières locales*, L'Agefi, mai 2023.

conseil – notamment, justement, en matière de gouvernance, de *compliance* en matière d’environnement ou encore de conception de plans de rémunération.

Il y a certes pour eux une forme de logique à aider les émetteurs à ne proposer au marché que des résolutions qui « passeront » le crible des attentes des investisseurs dès lors que les *proxies*, qui recueillent leurs souhaits, les connaissent mieux que quiconque. Mais **peut-on raisonnablement conseiller les deux parties ?** Cette double relation commerciale fait planer un doute sur l’indépendance effective des analyses produites. Le risque n’est pas théorique : il concerne directement la capacité des *proxies* à formuler des recommandations objectives, sans être influencés par les intérêts de clients importants.

“ Certaines agences sont carrément propriétaires de sociétés de conseil en gouvernance. ”

ISS, Glass Lewis ou encore Proxinvest invoquent les **mesures prises en matière de prévention et de gestion des conflits d’intérêt ou de relation commerciale pouvant influencer la préparation de leurs recherches**, conseils ou recommandations de vote. Ils mettent en avant l’existence de « *conflict note* » informant leurs clients de l’existence et de la nature de conflit d’intérêts susceptible d’affecter l’indépendance et l’intégrité de leurs services. Certains produits ou services proposés par ISS peuvent ainsi porter sur des sujets analysés par ISS elle-même dans le cadre de l’élaboration de ses offres de recherche aux émetteurs – mais, dans ce cas, le *proxy* en informe systématiquement ses clients. De son côté, quand Glass Lewis propose l’élaboration de plans de rémunération des dirigeants des émetteurs, cela fait l’objet d’une mention dans sa politique de gestion des conflits d’intérêts – mention d’ailleurs exigée par l’AMF<sup>41</sup>. Proxinvest comme ISS affirment que des « *murailles de Chine* » sont mises en place pour éviter tout conflit d’intérêts.

Mais **ces garde-fous suffisent-ils ? Bien des observateurs en doutent.** Le fait que certaines agences de vote soient carrément propriétaires de sociétés de conseil en gouvernance, comme RiskMetrics pour ISS, ne peut pas ne pas nourrir les préoccupations des émetteurs concernant la neutralité des analyses des agences de vote<sup>42</sup>. C’est la dualité même de leurs activités qui est en cause, et aucune précau-

---

41. AMF, [Les conseillers en vote, juillet 2021](#).

42. AMF, [2021 Report on corporate governance and executive compensation in listed companies, décembre 2021](#).

tion affichée ne peut éviter la suspicion : on le sait, la pression commerciale est difficilement résistible, fût-on le mieux intentionné du monde. À cet égard, **il est assez cocasse que les *proxies*, vestales sourcilleuses de la vertu *corporate*, en particulier s'agissant du risque de conflit d'intérêts** pour les administrateurs des sociétés cotées, **se mettent elles-mêmes en situation d'être critiquées sous cet angle.**

Des appels sont régulièrement lancés par émetteurs et observateurs pour un renforcement du cadre réglementaire. Il s'agirait notamment de garantir :

- Une séparation effective entre les prestations de conseil aux émetteurs et les services d'analyse pour les investisseurs.
- Une transparence accrue sur les méthodologies employées.
- Une plus grande diversité d'acteurs, qui permettrait, au-delà même de la question stricte du conflit d'intérêts, d'éviter qu'un duopole ne dicte sa propre vision de la gouvernance d'entreprise.

Le Best Practice Principles Group (BPPG), regroupant plusieurs *proxies*, a annoncé une révision de ces principes<sup>43</sup>. Objectif : **améliorer la responsabilité de ses membres, formaliser leurs engagements en matière de transparence, et rappeler que la décision finale incombe toujours aux investisseurs** eux-mêmes. « Rappel » incontestablement fondé, mais qui est aussi, pour les *proxies*, une manière élégante d'échapper à leurs responsabilités, voire à leurs devoir éthique.

“ L'émetteur ne dispose souvent que d'un droit de réponse limité et tardif. ”

#### 4. La frustration liée à l'« impossibilité d'un dialogue »

On l'a vu, les *proxy advisors* fondent leurs recommandations sur un ensemble de références réglementaires, de standards de gouvernance mais aussi d'échanges informels avec les investisseurs et, en amont de leur avis, les émetteurs. Ils traitent ensuite cette information chacun selon ses critères d'analyse. Mais ni ces critères, ni l'instruction à laquelle procèdent les *proxies* ne sauraient être infaillibles, donc exempts de toute critique. On voit mal, au surplus, comment ils pourraient miracu-

43. De Meyer Bertrand, Les agences de conseil en vote plient sous la pression, L'Agefi, juillet 2019.

leusement s'appliquer, dans leur généralité, à chaque situation particulière. Cela justifierait, en théorie, un dialogue entre le *proxy* et l'émetteur une fois que l'agence de vote a pris sa décision, de manière à éviter toute erreur ou tout angle mort de la conversation qui a eu lieu en amont – quand elle a eu lieu.

Précisément, **beaucoup d'émetteurs déplorent la difficulté qu'il y a à échanger utilement avec les *proxies* pour leur faire entendre que l'application sèche d'une règle méconnaît, dans certains cas, les spécificités de telle ou telle situation.** Un familier des conseils d'administration du CAC 40 interrogé par nos soins décrit ainsi les échanges entre émetteurs et agences comme un véritable « dialogue de sourds ». Selon lui, les *proxies*, « *s'auto-proclamant experts, imposent leurs analyses aux sociétés cotées devenues leurs otages* » puis « *cherchent à éviter tout échange sur leurs oracles* » dans une mécanique qui, selon lui, « *échappe à tout contrôle* » ... à part celui des *proxies* eux-mêmes.

De fait, même si les situations sont différentes d'un *proxy* à l'autre (ISS étant souvent décrit comme plus ouvert à l'interaction), l'émetteur ne dispose souvent, entre la finalisation du rapport débouchant sur la recommandation de vote et l'assemblée générale, que d'un droit de réponse limité, tardif, voire inexistant. **Les agences de vote ont bien sûr raison de faire valoir que, fondée ou non, toute décision de recommandation qui ne va pas dans le sens souhaité par l'émetteur provoque inévitablement des réactions négatives de sa part** et qu'il n'est ni très utile, ni même techniquement faisable, d'engager à ce propos un échange avec lui alors que le vote s'approche. Il n'empêche, il existe bel et bien une asymétrie dans la relation puisque l'émetteur est mis en demeure de se « déshabiller » complètement devant le *proxy*, tandis que le *proxy* est perçu, lui, comme refusant trop souvent de se justifier, voire d'entendre les arguments de l'émetteur, avant de formuler une recommandation qui peut pourtant avoir de lourdes conséquences pour lui. **Beaucoup d'émetteurs se plaignent de cette situation, d'autant plus douloureuse et injuste à ses yeux que les investisseurs, eux, peuvent bien souvent consulter en amont, et discuter, les positions du *proxy*.**

La réalité est bien sûr un peu plus variée, et un peu moins noire que ce que disent les émetteurs. Ainsi, dans certains cas, les « mieux équipés » d'entre eux peuvent constituer un *proxy file* contestant une recommandation du *proxy*, proposant une contre-analyse argumentée qu'ils transmettent à l'agence de vote. S'engage alors un dialogue informel, qui peut aboutir à un ajustement de la recommandation initiale ou à la confirmation de la position du *proxy*. ISS nous a été présenté comme plus ouvert que ses concurrents sur ce sujet. Un émetteur interrogé indique ainsi : « *Si ISS n'est pas d'accord avec nous, on fait un "Proxy File" qui présente notre point*

de vue. *Si ça “accroche”, on négocie !* » – ce qui n'empêche évidemment pas le *proxy* de maintenir sa recommandation négative s'il juge que les arguments présentés ne sont pas de nature à la remettre en cause.

Il n'en subsiste pas moins, comme le relève un dirigeant du CAC 40, une forme de « *frustrante asymétrie d'accès aux investisseurs* » entre l'émetteur et le *proxy*. Faute d'être autorisé à commenter en marge les recommandations du *proxy*, un émetteur qui voudrait argumenter auprès des clients d'ISS n'a pas d'autre choix que de faire un communiqué de presse... apprenant ainsi à la terre entière (et pas seulement aux clients d'ISS) qu'ISS recommande de voter contre une de ses résolutions ! « *Cela est en contradiction complète avec le principe juridique essentiel « audi alteram partem » - « la voix de l'autre partie doit être entendue » -*, s'emporte notre interlocuteur. « *Dans l'hypothèse, qu'on ne peut pas exclure puisque je l'ai déjà vue, où un proxy diffuserait auprès de ses clients investisseurs une information erronée et trompeuse, l'émetteur ne peut pas rétablir une information exacte et sincère faute d'avoir accès à la liste des destinataires du rapport de vote* ».

Idéalement, ajoute-t-il, « *les émetteurs devraient être en mesure de corriger les erreurs et inexactitudes d'ISS et des autres proxies sous la même forme, et dans les mêmes caractères, sans que subsiste trace de la fausse information* ». Une possibilité à laquelle les *proxies* semblent complètement fermés. **En tout état de cause, même si elle était accessible, une telle procédure ne serait accessible qu'aux grandes sociétés cotées bien dotées, capables de formuler des contre-analyses solides et de mobiliser les ressources nécessaires à cette interaction.** Tel est d'ailleurs dès aujourd'hui le cas des rares interactions admises par les *proxies* entre la formulation de la recommandation de vote et l'AG, le processus demeurant largement unidirectionnel pour la plupart des émetteurs.

Dernier grief, et pas des moindres : **nombre de personnes que nous avons interrogées se plaignent de ne pouvoir avoir accès à l'exposé des motifs d'une recommandation négative, et a fortiori à une réelle interaction en amont de l'assemblée générale, que s'ils sont prêts à payer pour cela.** « *Si nous n'achetons pas le rapport dédié à nos résolutions, nous n'y avons pas accès* », s'emporte ainsi un administrateur de grande société. « *Peu de proxies permettent à l'émetteur d'obtenir gracieusement leur rapport, ce qui est choquant* », relève le Directeur financier d'une autre entreprise cotée. « *Personne ne le dit, mais tout le monde pense que c'est du racket* », ose même un émetteur particulièrement remonté. La possibilité-même d'une forme d'accès payant à des informations ou à des interventions inaccessibles à tous les émetteurs alimente en tout cas le procès fait en conflit d'intérêt évoqué dans la partie précédente de cette Note...

\*  
\* \*

Tous ces constats peuvent laisser à penser qu'un rééquilibrage serait bienvenu. Le fait est qu'il existe des tensions systémiques : entre autonomie des actionnaires et externalisation des choix de vote ; entre diversité des contextes et uniformité des grilles d'évaluation ; entre transparence affichée et opacité des mécanismes réels. Ces tensions appellent une réflexion de fond permettant efficacité, légitimité et responsabilité. Il est certes normal que les émetteurs aient un biais défavorable à l'endroit de *proxies* qui, ontologiquement, sont pour eux des empêcheurs. Mais il est anormal que tant d'entre eux formulent des griefs solides sur leurs process. Révélateur : dans son Bilan 2024 des assemblées générales d'actionnaires des sociétés cotées<sup>44</sup>, l'AFEP relevait que, sur 59 émetteurs interrogés, seulement 18 d'entre eux, nettement moins du tiers, donc, répondaient ne pas avoir eu de problèmes avec les *proxies*.

Davantage de transparence sur les méthodes employées, plus d'interaction de bonne foi entre émetteurs et agences, mais aussi une responsabilisation accrue des investisseurs dans l'usage qu'ils font des recommandations des *proxies* seraient souhaitables. Faut-il alors mettre en place un contrôle plus strict des *proxies* pour garantir leur neutralité et leur professionnalisme ? D'aucuns le suggèrent.

Cet enjeu sera exploré dans la dernière partie de la présente Note, consacrée aux pistes de réforme et aux évolutions possibles du modèle.

“ Faut-il alors mettre en place un contrôle plus strict des *proxies* pour garantir leur neutralité et leur professionnalisme ? D'aucuns le suggèrent. ”

---

44. AFEP, Bilan 2024 des assemblées générales d'actionnaires des sociétés cotées, Juillet 2024.



---

## Partie III – Quelles perspectives pour l’avenir des *proxies* ?

Entre pression réglementaire et montée en puissance de l’investissement ESG, et à l’heure où la gouvernance d’entreprise est plus scrutée que jamais, le rôle des agences de vote fait aujourd’hui l’objet d’un débat intense, sur la place de Paris comme ailleurs. Nul ne conteste l’apport considérable qui a été le leur, tant en termes de commodité pour leurs clients (et, donc, pour les épargnants) que de réflexion sur les bonnes pratiques *corporate*. « *Malgré les limites du système, il ne faut pas faire des proxies les boucs émissaires du système* », admet même volontiers un dirigeant d’entreprise cotée. **Beaucoup des évolutions récentes décrites par les émetteurs comme « déraisonnables », voire « castratrices », sont, de fait, à imputer aux investisseurs eux-mêmes, et pas à ces prestataires techniques, fussent-ils zélés, que sont les agences de vote.** L’« investisseur responsable » est à l’évidence soutenu dans ses démarches par les *proxies*, mais c’est de son propre chef qu’il se dit « responsable », et agit, pour le meilleur et pour le pire, sur un mode « responsable ». Il est à cet égard symptomatique que certains gestionnaires rendent compte en fin d’année de leur activité sur la base d’un « KPI » (indicateur) qui laisse songeur : la proportion de résolutions de sociétés cotées contre lesquelles ils ont voté en assemblée générale<sup>45</sup>. Comme si contredire le management était, en soi, faire le bien... Les agences de vote ne sauraient être tenues pour responsables de tels excès.

Il n’en demeure pas moins que, jusqu’alors largement livrés à eux-mêmes fautes d’un cadre réglementaire réellement contraignant, les *proxies* ont puissamment contribué à modifier le fonctionnement des assemblées générales, mais aussi à l’apparition de contraintes supplémentaires pour les entreprises dont toutes ne semblent pas nécessaires. **Cela selon des méthodes et des critères qui peuvent paraître insuffisamment transparents, si ce n’est parfois biaisés, voire teintés d’une véritable idéologie.** (La preuve en est que, depuis la réélection de Donald Trump, on voit s’infléchir, aux États-Unis, certaines attentes de *proxies* qui semblent s’adapter sans tarder à la « nouvelle idéologie » ...) Faut-il alors renforcer leur encadrement, au

---

45. Rapport de vote 2023, BNP Paribas Asset Management, p. 4-5.

risque d'entraver leur fonctionnement ? Comment préserver leur capacité d'analyse, et leur contribution à la bonne information du marché, tout en corrigeant les excès de standardisation ou la relative opacité que beaucoup leur reprochent ?

Trois facteurs d'évolution nous paraissent importants à relever à ce stade : une régulation en mouvement, une personnalisation accrue des politiques de vote et la diversification des modèles d'agence.

## A. Un encadrement plus strict des *proxies* par le biais des régulations

« *Quis custodiet ipsos custodes* » ? (Mais qui gardera les gardiens ?). L'ancestrale et paradoxale interrogation de Juvénal s'applique parfaitement à la problématique de l'encadrement des *proxies*, qui se présentent comme les garants de la bonne *corporate governance* mais qui, longtemps, n'ont eu eux-mêmes de compte à rendre à personne... Aux États-Unis comme en Europe, des mesures ont cependant été adoptées au fil du temps pour mieux encadrer les pratiques des *proxies*, même si leur mise en œuvre et leur efficacité suscitent des débats<sup>46</sup>.

“ « *Quis custodiet ipsos custodes* » ? L'ancestrale et paradoxale interrogation de Juvénal s'applique parfaitement à la problématique de l'encadrement des *proxies*. ”

La Securities and Exchange Commission (SEC) a pris en 2020, sous la première administration Trump, une série de textes en ce sens. Ces règles visaient à renforcer la transparence et à garantir que les entreprises puissent corriger d'éventuelles erreurs factuelles avant que les investisseurs ne reçoivent les conseils de vote, leur offrant une sorte de droit de réponse. Elles ont été assouplies en 2022 sous l'administration Biden<sup>47</sup>, la SEC justifiant que ces modifications pouvaient « *imposer des charges aux entreprises de conseil en vote susceptibles de nuire à la rapidité et à l'indépendance de leurs conseils* ». **Cette situation a ainsi créé « un flou juridique »<sup>48</sup>, les entreprises et les investisseurs étant incertains quant aux obligations des agences de conseil en vote et aux protections disponibles** pour les entreprises

---

46. [Gez Maia, Levi Scott, Rutta Michelle, Anderson Melinda, Herrick Danielle, SEC Amends Proxy Voting Advice Rules, Rescinds Portions of 2020 Rules, White & Case, Juillet 2022.](#)

47. [Securities and Exchange Commission \(SEC\), SEC Adopts Amendments to Proxy Rules Governing Proxy Voting Advice \(Communiqué de presse\), juillet 2022.](#)

48. [Gillison Douglas, In battle over proxy rules, appeals court sides with US SEC, Reuters, septembre 2024.](#)

cotées. Les débats en cours sur la réglementation appropriée des agences continuent d'alimenter l'incertitude quant à l'avenir de la réglementation du secteur aux États-Unis<sup>49</sup>.

En Europe, le débat est tout aussi vif. **En 2017, l'Union européenne a adopté la directive SRD II (Directive (UE) 2017/828) visant à encourager l'engagement à long terme des actionnaires et à améliorer la transparence des *proxy advisors***<sup>50</sup>. Entré en vigueur à partir de 2020, ce texte impose notamment aux agences de conseil en vote de rendre publiques leurs méthodologies, de signaler les éventuels conflits d'intérêts et d'interagir de manière transparente avec les entreprises concernées par leurs recommandations de vote.

Plus tard, dans un rapport de 2021<sup>51</sup>, la Commission européenne a **imposé aux *proxy advisors* plus de transparence sur leurs méthodologies ainsi que la réduction des situations favorisant les conflits d'intérêts**. En juillet 2023, l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) et l'Autorité bancaire européenne (EBA) ont, à leur tour, publié un rapport évaluant la mise en œuvre de la SRD II<sup>52</sup>. Ce rapport souligne la nécessité d'une standardisation accrue des pratiques des *proxy advisors* et propose la mise en place d'un enregistrement au niveau européen pour ces agences, afin de renforcer la supervision et la transparence<sup>53</sup>.

**En France, la loi relative à la croissance et la transformation des entreprises, dite loi « PACTE »<sup>54</sup>, a transposé en 2019 la directive SRD II dans le code monétaire et financier**, fixant ainsi une régulation des *proxies* dans le droit positif français. En outre, l'AMF<sup>55</sup> (Autorité des Marchés Financiers) est alignée sur ses homologues européens en préconisant également une harmonisation des règles et une meilleure supervision des *proxies*<sup>56</sup>. L'AMF recommande que les agences publient leurs

---

49. Cette décision a été contestée en justice, et en juin 2024, la Cour d'appel du cinquième circuit a jugé que l'annulation de ces règles par la SEC était « arbitraire et capricieuse », rétablissant ainsi les exigences initiales.

50. [Directive \(EU\) 2017/828g](#).

51. [European Corporate Governance Institute, Annual Report, 2021](#).

52. [Edwards Anita, EBA and ESMA publish joint report on the implementation of SRD2 provisions on proxy advisors and the investment chain, Norton Rose Fulbright, Juillet 2023](#).

53. [European Banking Authority, The EBA and ESMA assess the implementation of the revised Shareholder Rights Directive and identify areas for progress \(Communiqué de presse\), 27 juillet 2023](#).

54. [Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises \(1\)](#).

55. Les conseillers en vote dans le champ de compétence de l'AMF doivent se déclarer auprès de l'AMF. Depuis la loi Pacte, l'AMF rend compte de l'information publiée par les conseillers en vote et plus précisément de l'application du code monétaire et financier. Elle peut également approuver toute recommandation qu'elle juge utile.

56. [AMF Governance, Février 2020](#).

critères d'évaluation et dialoguent davantage avec les entreprises notées<sup>57</sup>, dans le but d'assurer un processus de vote plus équilibré. **Les préconisations de l'AMF sur les agences de vote se retrouvent dans deux publications notables.** Tout d'abord dans sa recommandation publiée en 2011<sup>58</sup>, puis dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées<sup>59</sup> (2020) où une partie entière est consacrée à l'encadrement de l'activité des conseillers en vote.

Signalons également que **les principaux *proxies* adhèrent, depuis sa création en 2013, à un « code de bonne conduite » émanant du Best Practice Principals Group<sup>60</sup>**, déjà mentionné plus haut. Ce code s'articule autour de trois principes généraux :

- La qualité du service doit être conforme aux spécifications convenues avec le client. Les *proxies* doivent établir et rendre publique une méthodologie de recherche et, le cas échéant, une politique de vote maison.
- La prévention et la gestion des conflits d'intérêts se doivent d'être communiquées dans le cadre d'une politique de procédure interne.
- L'établissement d'une politique de communication multipartite entre émetteurs, actionnaires principaux, autres parties prenantes, médias et public permettant de mieux comprendre les spécificités locales.

Interrogés par nos soins, Proxinvest affirme « *respecter les préconisations de l'AMF en s'appuyant sur ce code de bonne conduite* » qui contient aussi des données sur la formation et la qualité des analystes, de même qu'ISS qui précise « *opérer dans le cadre défini par la Directive Droit des Actionnaires (SRD2)* ». L'agence de vote indique par ailleurs se référer, notamment en Europe, aux travaux de l'ESMA – qui ont abouti à la création du BPP et repris par la directive – et suivre la recommandation 2011-06 AMF. Mais **il n'est pas certain, si l'on en juge par leurs critiques, que les émetteurs jugent cette conformité affichée suffisamment rassérénante par rapport aux préoccupations qu'ils expriment.**

Encore jeune et évolutif, le cadre que constituent les différentes réglementations et obligations auto-imposées évoquées plus haut traduisent un objectif partagé : trouver un meilleur équilibre entre transparence et indépendance. Toute la question

---

57. AMF, [Rapport 2022 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées, décembre 2022](#).

58. [Recommandation AMF n° 2011-06 – Agences de conseil en vote, mars 2011](#).

59. AMF, [Rapport 2020 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées, novembre 2020](#).

60. [Bppgrp.info, 2025](#).

est d'identifier le bon niveau d'encadrement. **Trop de régulation risquerait de ralentir la production des analyses, voire d'en affaiblir l'indépendance ; trop peu, et c'est la crédibilité des recommandations qui en pâtirait.** Entre contrôle excessif et dérégulation, la clé réside sans doute dans une supervision resserrée mais mesurée, favorisant la transparence sans entraver l'indépendance des analyses, tout en « *préservant la flexibilité nécessaire pour s'adapter aux contextes locaux* »<sup>61</sup>. Comme le résume l'AMF, la régulation vise à garantir que « *le rôle des proxies reste un outil d'aide à la décision, et non une force dirigeante qui homogénéise la gouvernance des entreprises cotées* »<sup>62</sup>. On ne saurait mieux dire.

## B. L'évolution des attentes des investisseurs : vers une personnalisation du vote accrue

Si les *proxies* sont critiqués par les émetteurs pour leur influence excessive, les investisseurs eux-mêmes continuent, eux, à leur accorder une place de choix dans leurs choix stratégiques de vote et de s'appuyer sur leurs services. Comme mentionné précédemment, **cela s'explique d'abord par une logique économique bien compréhensible, surtout s'agissant des plus petits gérants qui n'ont pas les moyens financiers et humains requis pour instruire eux-mêmes des milliers de propositions de résolutions.** Mais il n'y a pas de fatalité à ce que cela se traduise par des recommandations toutes convergentes, dès lors que les *proxies* peuvent proposer, comme on l'a vu, plusieurs politiques de vote. Encore faut-il que cette « offre multiple » prospère, débouchant sur des prises de position distinctes sur une situation donnée.

“ Les *proxies* ISS et Glass Lewis ont élargi leur offre en matière de vote ESG. ”

Cela est en cours. Les *proxies* ISS et Glass Lewis ont élargi leur offre en matière de vote ESG, développant des services spécifiques pour aider les investisseurs à se positionner sur des sujets aussi variés que le climat, la diversité des conseils d'administration ou les droits humains. Ainsi, en sus des catégories de service

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

62. [Ophéle Robert, Corporate governance and shareholders engagement : the new normal conference \(Discours\), octobre 2019.](#)

« classiques » avec, d'un côté, l'analyse, la recherche et les recommandations de vote et, de l'autre, les services d'engagement et de gouvernance, **Proxinvest et ISS proposent des services complémentaires tels que l'analyse de données et la recherche assortie de notation en matière d'ESG.**

“ Les recommandations de votes devenant plus adaptées aux demandes spécifiques de chaque investisseur, elles seront moins standardisées. ”

Proxinvest se distingue des deux autres conseillers en vote en assurant, à la demande, des services supplémentaires tels que le conseil de fonds spécialisés dans le dialogue et l'activisme actionnarial, tels que la SICAV *Proxy Active Investors* gérée par Phitrust. *Via* les experts locaux du réseau ECGS, Proxinvest peut coordonner la réalisation et la déclinaison d'une campagne d'engagement auprès d'émetteurs européens aux cultures et langues variées. Il publie également un rapport sur la rémunération des dirigeants et administrateurs et, ponctuellement, des rapports sur des sujets divers. ISS se distingue en fournissant des services aux émetteurs<sup>63</sup>. Enfin, ISS, *via* sa branche ISS ESG, et Proxinvest sont membres du « Forum pour l'Investissement Responsable » (FIR) qui s'est donné pour objectif que davantage d'investissements intègrent les problématiques de cohésion sociale et de développement durable.

Si toutefois elles se multiplient, une évolution importante pourrait se dessiner sur la base de ces initiatives spécifiques : les recommandations de votes devenant plus adaptées aux demandes spécifiques de chaque investisseur, elles seront moins standardisées. Faisant écho à l'application du code de bonne conduite elles se traduiraient au total par :

- La définition d'une base commune de principes de gouvernance applicables dans toutes les régions (par exemple, transparence de la rémunération, indépendance du conseil).
- La prise en compte de politiques de vote personnalisées (particularités locales régionales, critères ESG, etc.).
- La publication de rapports détaillant les méthodologies des *proxies* pour éviter toute perception d'arbitraire.

---

[63. AMF, Rapport 2020 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées, novembre 2020.](#)

**Il n'est pas certain, cependant, que la diversité croissante des politiques de vote éteigne les critiques des émetteurs**, ne serait-ce que parce que... toutes les nouvelles politiques de vote individualisées (ou presque) vont, en fait, dans le sens d'exigences supplémentaires par rapport aux attentes de base, déjà assez élevées, des investisseurs. La surenchère permanente ne répond qu'à moitié à la question de la variété des points de vue...

Aussi critiquable qu'elle puisse être par ailleurs, la « contre-révolution » lancée par Donald Trump depuis le début 2025, et qui a une déclinaison *corporate*, est sans doute plus prometteuse à cet égard. Il est probable que, à l'instar de BlackRock et Vanguard (qui ont, après la réélection de Donald Trump, réduit leurs exigences en matière de diversité ethnique et de genre des *boards* américains), d'autres grands acteurs de la gestion d'épargne se montrent à l'avenir plus coulants sur ce type de critères, tandis que, au contraire, des fonds d'investissement plus « militants » maintiendront, voire durciront leur posture. Beaucoup verront dans cette divergence une regrettable nouvelle illustration de la polarisation de l'opinion américaine. Mais, concrètement, cela se traduira incontestablement, sur le terrain de l'investissement, par moins d'univocité.

### C. L'émergence de nouveaux acteurs boostés à l'IA

**L'une des caractéristiques frappantes du marché des *proxies* est son caractère de quasi-duopole au niveau mondial.** Si l'on excepte Proxinvest en France (malgré son rachat par Glass Lewis) et quelques petites agences de vote comparables dans quelques autres pays<sup>64</sup>, ISS et Glass Lewis se partagent un marché dont ils représentent, à eux deux, 90 %. Cette situation n'est pas favorable à la variété des recommandations de vote. Peut-on imaginer l'arrivée de nouveaux acteurs capables, si ce n'est de réinventer le rôle du *proxy*, en tout cas de contribuer utilement à la diversité des approches ?

**L'avance des deux leaders n'est pas le fait du hasard :** elle tient à leur réseau international et à leur capacité éprouvée à industrialiser l'analyse des résolutions, qui constituent pour les challengers deux très hautes barrières à l'entrée. Mais la domination d'ISS et Glass Lewis n'est pas forcément immune, **d'une part** (et comme on l'a vu plus haut), à l'apparition de nouvelles attentes et de nouvelles approches politiques et institutionnelles, ni, **d'autre part** et surtout, aux possibilités qu'offrent

---

<sup>64</sup>. Minerva, rachetée par Solactive, est ainsi assez présente sur le marché britannique tandis que, en Asie, des acteurs comme Governance Solutions se développent pour répondre aux spécificités du marché régional.

les nouvelles technologies. **L'essor du *big data* et de l'intelligence artificielle permet, d'abord, à un nombre croissant d'investisseurs de développer leurs propres outils pour analyser les résolutions soumises à leur vote en AG et, donc, de réduire leur dépendance aux *proxies* traditionnels.** Grâce à l'utilisation d'algorithmes et de bases de données unifiées, ils peuvent, par ailleurs, identifier et traiter les écarts entre les recommandations des *proxies* et, sur cette base, constituer des règles cohérentes pour déterminer leur position de vote.

Surtout, des start-ups spécialisées dans l'analyse ESG et l'agrégation de données financières, comme Arabesque, Clarity AI, SESAMm, Tumelo ou encore Say Technologies, commencent à concurrencer les grandes agences en proposant des outils basés sur l'intelligence artificielle. « *Nous sommes dans un métier qui se prête bien au développement et à l'utilisation de l'IA* », admet Charles Pinel, de Proxinvest. Sur certaines des nouvelles plateformes, les actionnaires, individuels et institutionnels, peuvent même exprimer directement leurs préférences de vote dans la perspective d'une assemblée générale à venir, contribuant ainsi à réduire la dépendance aux agences traditionnelles<sup>65</sup>. Le système de la « blockchain » révolutionne d'ailleurs, en parallèle, le vote en AG<sup>66</sup> en lui apportant davantage de transparence et de sécurité grâce au suivi en temps réel des votes et une meilleure traçabilité des décisions.

Le modèle traditionnel est donc sous pression : toutes ces innovations ne sont, à l'évidence, pas neutres pour les *proxies* dès lors qu'elles promettent une plus grande transparence, une fluidité opérationnelle accrue, une autonomisation progressive de l'actionnaire qui, au fil du temps, va pouvoir, sans recours à un tiers, traiter des informations très nombreuses en fonction de critères qu'il définit, lui, et même traduire directement en vote ses préférences individuelles. **Pour conserver leur rôle, les *proxies* traditionnels devront se transformer, et intégrer l'IA, ce qu'ils ont naturellement commencé à faire.** Mais cette évolution ne purge pas la question de la qualité de l'analyse – elle tend même à la rendre encore plus préoccupante. Nul besoin d'être spécialement hostile à l'intelligence artificielle, en effet, pour s'interroger : peut-on vraiment, en matière d'évaluation des résolutions proposées au vote des actionnaires, se passer de l'expertise humaine et confier son choix à l'expertise de la machine et des algorithmes ?

Il est peu probable, en tout cas, que, même si elle contribue concrètement à renforcer la diversité des acteurs, l'irruption de l'IA calme les ardeurs des contempteurs

---

65. [Brooker Matthew, How small shareholders can cause good trouble, Bloomberg, novembre 2022.](#)

66. [Spanos Achilleas, Kantzavelou Ioanna, A blockchain-based electronic voting system : EtherVote, GEC 2023, Athens University of Economics and Business, juin 2023.](#)

des *proxies*.

# Conclusion

C'est, en réalité, leur succès même qui fait que les *proxies* sont aujourd'hui à la croisée des chemins. Devenus des outils incontournables pour guider les investisseurs dans la complexité des assemblées générales, ils essuient inévitablement le feu des critiques à raison de la puissance qu'ils sont devenus. ISS, Glass Lewis et Proxinvest offrent aux investisseurs un cadre structuré pour leurs votes, apportant une expertise précieuse sur des sujets complexes comme la rémunération des dirigeants, la diversité ou la stratégie climatique. **Leur capacité à analyser des milliers de résolutions et à imposer des standards de gouvernance a permis des avancées significatives** en matière de transparence et de responsabilité des entreprises, en particulier d'alignement des pratiques avec les critères ESG.

Pourtant, leur influence massive soulève des questions sur la rigidité de leurs grilles d'évaluation, le manque de nuances dans leurs recommandations et les risques de conflits d'intérêts. **Précieux outils d'aide à la décision, les agences de vote sont aussi vectrices d'uniformisation, en particulier quand les investisseurs se reposent mécaniquement sur leurs recommandations** : une gouvernance de qualité ne saurait être dictée par un modèle unique et elle doit naître de décisions réfléchies, adaptées aux particularités locales.

On l'a vu, une réflexion s'impose, dans ce contexte, sur l'opportunité d'un meilleur encadrement, d'une transparence accrue et d'une approche plus nuancée à laquelle vont sans doute contribuer l'émergence de nouvelles agences et de méthodologies plus flexibles – ainsi qu'**une responsabilisation accrue des investisseurs, qui ne peuvent plus, aujourd'hui, s'en remettre aveuglément aux *proxies* sans se préoccuper des griefs, pas tous infondés, qui leur sont adressés.**

L'avenir des agences de vote dépendra en grande partie de leur capacité à répondre aux attentes croissantes des actionnaires, et du régulateur. À ce titre, nous avons été frappés, durant nos travaux de recherche, par la communauté de vue des *proxies* et des émetteurs qui expriment presque d'une même voix leur « besoin de dialogue ».

Espérons que cette Note aura pu y contribuer.

---

## Bibliographie

AFEP, Bilan 2024 des assemblées générales d'actionnaires des sociétés cotées, juillet 2024.

AFP, Les Affaires.com, Entreprises : les résolutions sur le climat plébiscitées dans le monde en 2024, septembre 2024.

ALLAIRE Yvan, DAUPHIN François, Le vote consultatif sur la rémunération des dirigeants (Say-on-Pay) : Quoi de neuf ? Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques, décembre 2020.

AMF, Les conseillers en vote, juillet 2021.

AMF Governance, février 2020.

AMF, Rapport 2020 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées, novembre 2020.

AMF, Rapport 2022 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées, décembre 2022.

AMF, 2021 Report on corporate governance and executive compensation in listed companies, décembre 2021.

Bppgrp.info, 2025.

BRABET Julienne, La main visible des investisseurs institutionnels, *Revue française de gestion*, 2003/5, n° 141, p. 203-224.

BROOKER Matthew, How small shareholders can cause good trouble, Bloomberg, novembre 2022.

COGGAN Philip, Passive funds leave actives languishing, Financial Times, mars 2024.

DE GUIGNE Anne, Le capitalisme woke - quand l'entreprise dit le bien et le mal, La Cité, 2022.

DEL POZO Anne, Les *proxy advisors*, influenceurs des assemblées générales, Option Finance, avril 2022.

DE MEYER Bertrand, Les agences de conseil en vote plient sous la pression, L'Agefi, juillet 2019.

DEY Aiyasha, STARKWEATHER Austin, WHITE Joshua T., *Proxy Advisory Firms and Corporate Shareholder Engagement*, The Review of Financial Studies, Volume 37, Issue 12, Décembre 2024, p. 3877-3931.

Directive (EU) 2017/828g.

EDWARDS Anita, EBA and ESMA publish joint report on the implementation of SRD2 provisions on *proxy advisors* and the investment chain, Norton Rose Fulbright, Juillet 2023.

Esteval.fr, 2024.

Euronext, 2023, Compilation bases de données FactSet et Morningstar.

European Banking Authority, The EBA and ESMA assess the implementation of the revised Shareholder Rights Directive and identify areas for progress (Communiqué de presse), 27 juillet 2023.

European Corporate Governance Institute, Annual Report, 2021.

GEZ Maia, LEVI Scott, RUTTA Michelle, ANDERSON Melinda, HERRICK Danielle, SEC Amends *Proxy Voting Advice Rules*, Rescinds Portions of 2020 Rules, White & Case, Juillet 2022.

GILLISON Douglas, In battle over *proxy* rules, appeals court sides with US SEC, Reuters, septembre 2024.

Glasslewis.com, 2022.

Glasslewis.com, 2025.

Issgovernance.com, 2025.

JEFFERS Esther, PLIHON Dominique, PONSSARD Jean-Pierre, ZARLOWSKI Philippe, Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises, *Revue d'économie financière*, Chapitre 2, mars 2001.

JOHNSON Lamar, ESG encountering widening 'gulf' between US and European investors : Morningstar, ESG Dive, février 2025.

JP Morgan, The 2017 *Proxy* Season Globalization and a new normal for shareholder activism, juillet 2017.

KERZERHO Raymond, La gestion passive poursuit sa lancée, Finance et Investissement, 2023.

Laculturegenerale.com, 2022.

Lesaffaires.com, 2024, Entreprises : les résolutions sur le climat plébiscitées dans le monde en 2024.

LOI n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises (1).

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

OPHELE Robert, Corporate governance and shareholders engagement : the new normal conference (Discours), octobre 2019.

POCHARD Laurence, Le stewardship, une pratique appelée à se muscler chez les investisseurs institutionnels, L'Agefi, mai 2024.

PRANG Allison, Elon Musk Calls ESG 'An Outrageous Scam' After Tesla Was Removed From Index, The Wall Street Journal, mai 2022.

Proxinvest.com, 2025.

PROXINVEST, Principes de gouvernement d'entreprise et Politique de vote en 2022, décembre 2021.

Radio France, Danone : les fonds activistes, salutaires ou délétères ? Le Journal de l'eco, mars 2021.

Rapport de vote 2023, BNP Paribas Asset Management, p. 4-5.

RAQSHAN Tuba, THIEBAUT Jean-Loup, ESG : Approche mondiale, barrières locales, L'Agefi, mai 2023.

Recommandation AMF n° 2011-06 – Agences de conseil en vote, mars 2011.

REUTERS, Glass Lewis recommends voting against CEO pay at Goldman Sachs, Investing.com, mars 2025.

RICHARD Chrystelle, LAMBERT Damien, Une brève histoire des agences en conseil de vote, Paris, L'Harmattan, 2017, p. 201-212.

Securities and Exchange Commission (SEC), SEC Adopts Amendments to *Proxy* Rules Governing *Proxy* Voting Advice (Communiqué de presse), juillet 2022.

SHU Chong, The *Proxy* Advisory Industry : Influencing and Being Influenced, Journal of Financial Economics, Forthcoming, février 2024.

SPANOS Achilleas, KANTZAVELOU Ioanna, A blockchain-based electronic voting system : EtherVote, GEC 2023, Athens University of Economics and Business, juin 2023.

TCHOTOURIAN Ivan, SHIRLEY LEBEL Anne, PARADIS Francis, Agences de conseil en vote : réflexion comparative et critique sur leur encadrement réglementaire, Revue générale de droit, Volume 48, numéro 1, 2018, p. 5-63.

U.S. Securities and Exchange Commission, Securities and Exchange Commission Requires *Proxy* Voting Policies, Disclosure by Investment Companies and Investment Advisers, 2003.

## Les autres publications de l'Institut Messine

- ***L'intelligence artificielle et nous : dialogue entre Gaspard Koenig et Cédric Villani***  
Juin 2024, Note
- ***Quinquennat Macron 2 : premier bilan et perspectives***  
Novembre 2023, *Contribution au débat public*
- ***La comptabilité carbone généralisée - Un décompte carbone fait au niveau des produits***  
Juin 2023, Note – par François Meunier (Économiste, auteur et chroniqueur)
- ***Aux origines de l'évaluation financière : une histoire de l'évaluation avant la finance moderne***  
Novembre 2022, Note – par David Le Bris (Enseignant chercheur en finance), Sébastien Pouget (Chercheur et professeur de Finance) et Ronan Tallec (Docteur en histoire moderne)
- ***Quelles réformes engager en priorité ?***  
Octobre 2022, *Contribution au débat public*
- ***La confiance à l'ère du numérique : cinq problématiques, six regards***  
Mars 2022, *Recueil* – sous la direction de Marianne Fougère (Maître de conférences, Plume)
- ***Éclipse ou crépuscule ? Pourquoi les Bourses n'ont plus la cote***  
Février 2021, Note – par Catherine Lubochinsky (Économiste), avec Philippe Manière
- ***Comment l'État se défait-il sur les entreprises : Neuf regards***  
Juin 2020, *Recueil* – sous la direction d'Anne de Guigné
- ***Les patrons des PME et d'ETI françaises vendent-ils trop tôt et pourquoi ?***  
Mars 2019, *Rapport* – sous la présidence de Baudouin d'Hérouville (Capital Investisseur)
- ***Le lanceur d'alerte dans tous ses états - Guide pratique et théorique***  
Novembre 2018, *Rapport* – sous la présidence de Pascale Lagesse (Avocat, spécialiste du droit social, Associée, cabinet Bredin Prat)
- ***Repenser le travail et faire converger les protections pour réconcilier tous les actifs***  
Novembre 2017, *Rapport* – sous la présidence d'Emmanuelle Barbara (Avocat, Associé-Gérant d'August Debouzy, Spécialiste en droit du travail, de la sécurité sociale et de la protection sociale)
- ***Comprendre et évaluer les entreprises du numérique***  
Octobre 2017, *Livre* co-édité avec Eyrolles – par François Meunier

---

- **Les chiffres dans le débat public : vérités et mensonges**

Décembre 2016, *Note* – par Jean-Marc Daniel (Statisticien, Professeur d'économie à ESCP-Europe-Paris)

- **Taux d'intérêt négatifs – Douze regards**

Janvier 2016, *Recueil* – sous la direction de Natacha Valla

- **Norme et Jugement sont-ils compatibles ?**

Juillet 2015, *Note* – par Sophie Chassat

- **L'excès d'information financière nuit-il à l'information financière ?**

Juin 2015, *Rapport* – sous la présidence d'Hervé Philippe (Directeur Financier et membre du Directoire de Vivendi)

- **Fiscalité et politiques publiques : Peut-on vraiment orienter le comportement des entreprises par l'impôt ?**

Mars 2015, *Rapport* – sous la présidence de Gauthier Blanluet (Avocat associé de Sullivan & Cromwell)

Retrouvez toutes nos publications sur notre site internet : [www.institutmessine.fr](http://www.institutmessine.fr)



# Gouvernance

## Président d'honneur

**Michel LÉGER**

Commissaire aux comptes, ancien Président du Conseil de surveillance de BDO France.

## Président

**Yannick OLLIVIER**

Commissaire aux comptes, Président de FITECO ; ancien Président de la CNCC.

## Comité Directeur

**Philippe AUDOUIN**

Ex-Directeur Général Finances et Ex-Membre du Directoire d'Eurazeo.

**André-Paul BAHUON**

Commissaire aux comptes, Associé fondateur de Jégard Créatis ;  
Président du Conseil de surveillance d'Interfimo.

**Sylvie BERNARD-GRANDJEAN**

Directrice Générale de REDEX Group ; Vice-Présidente du Mouvement  
des Entreprises de Taille Intermédiaire (METI).

**Pascal BOUCHIAT**

Directeur général Finance et Systèmes d'Information de Thalès ;  
Ex-Directeur Général Adjoint et Directeur Financier du Groupe Rhodia.

**Jean BOUQUOT**

Commissaire aux comptes, ancien Président de la CNCC.

**François HUREL**

Président et Fondateur de l'Union des Auto-Entrepreneurs.

**Nathalie MALICET**

Commissaire aux comptes, Expert-comptable, Associée chez Anexis ;  
Présidente de la Commission Innovation dans les outils d'audit.

**Monique MILLOT-PERNIN**

Commissaire aux comptes, Dirigeante et fondatrice du Cabinet Millot-Pernin.

**Yves NICOLAS**

Commissaire aux comptes, ancien Associé de PwC ; ancien Président de la CNCC.

**Pascale PARQUET**

Directeur au sein du Secrétariat Général du Groupe BPCE ;  
Membre de la Commission nationale des sanctions.

**Helman LE PAS DE SÉCHEVAL**

Secrétaire général et Membre du Comité exécutif de Veolia ;  
ancien Membre du Collège de l'Autorité des marchés financiers.

**Philippe VINCENT**

Commissaire aux comptes, Associé de PwC ; Président de la CNCC.

## Conseil d'Orientation

**Gauthier BLANLUET**

Avocat, Managing Partner de Sullivan & Cromwell en France ;  
Professeur de droit fiscal des affaires à l'Université de Paris II.

**Dominique CARLAC'H**

Présidente de D&C ; ancienne Vice-Présidente et Porte-parole du MEDEF.

**Francis CHARHON**

Conseil en philanthropie et en Stratégie de développement ; ancien Directeur Général  
de la Fondation de France.

**Jean-Marc ESPALIOUX**

Associé de Montefiore Investment ;  
ancien Président de Financière Agache Private Equity.

**Geneviève FÉRONE-CREUZET**

Fondatrice et Présidente de Casabee ; Cofondatrice et Associée de Prophil.

**Yves GÉRARD**

Médiateur auprès de Société Générale et du groupe Crédit du Nord ;  
ancien Président du Cercle des médiateurs bancaires.

**Anne-Marie IDRAC**

Présidente de France Logistique ; ancienne Secrétaire d'État  
au Commerce extérieur et aux Transports ; Administratrice de sociétés.

**François MEUNIER**

Professeur affilié en finance d'entreprise à l'ENSAE - Institut Polytechnique de Paris ;  
ancien cadre dirigeant d'un groupe d'assurances.

**Marie-Pierre PEILLON**

Directrice de la Recherche et de la Stratégie ESG et membre du comité  
de direction chez Groupama AM ; Présidente de la commission Finance  
durable de l'Association Française de la Gestion financière ;  
Membre du Comité du Label ISR ; Membre du Collège de l'Autorité  
des marchés financiers.

**Didier-Yves RACAPÉ**

Commissaire aux comptes, Associé fondateur du Groupe Volentis ;  
ancien Président de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Paris.

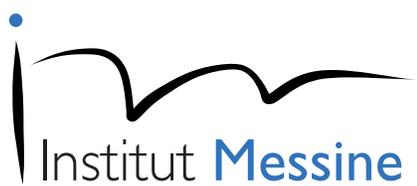
**Natacha VALLA**

Doyenne de l'École du Management et de l'Innovation des Sciences-Po ;  
ancienne Directrice Générale Adjointe de la politique monétaire  
à la Banque centrale européenne.

**Jean-Marc VITTORI**

Éditorialiste, *Les Échos*.



  
Institut **Messine**

[www.institutmessine.fr](http://www.institutmessine.fr)