



# **Principes de gouvernement d'entreprise**

## **Politique de vote 2012**



# SOMMAIRE

|  |           |
|--|-----------|
| <b>SOMMAIRE</b> .....  | <b>3</b>  |
| <b>INTRODUCTION</b> .....  | <b>6</b>  |
| <b>PRINCIPES DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE</b> .....  | <b>9</b>  |
| 1. L'APPROBATION DES COMPTES ET DE LA GESTION .....  | 10        |
| 1.1 <i>Information financière et approbation des comptes</i> .....   | 10        |
| 1.2 <i>Commissaires aux comptes</i> .....  | 10        |
| 1.3 <i>Conventions réglementées</i> .....  | 11        |
| 1.4 <i>Quitus</i> .....  | 11        |
| 2. LE CONSEIL D'ADMINISTRATION OU DE SURVEILLANCE.....   | 12        |
| 2.1 <i>Séparation des pouvoirs, élection des présidents de conseil et des administrateurs dirigeants</i> ..        | 12        |
| 2.2 <i>Compétence des membres du conseil</i> .....   | 13        |
| 2.3 <i>Définition de l'administrateur libre d'intérêts</i> .....   | 13        |
| 2.4 <i>Disponibilité</i> .....   | 15        |
| 2.5 <i>Composition équilibrée du conseil</i> .....   | 15        |
| 2.6 <i>Engagement et rémunération des administrateurs</i> .....  | 16        |
| 2.7 <i>Processus de succession</i> .....   | 17        |
| 2.8 <i>Comités spécialisés</i> .....   | 17        |
| 3. L'AFFECTATION DU RESULTAT, LA GESTION DES FONDS PROPRES ET LES OPERATIONS EN CAPITAL ..                         | 18        |
| 3.1 <i>Distribution</i> .....  | 18        |
| 3.2 <i>Rachat d'actions et réduction de capital</i> .....  | 19        |
| 3.3 <i>Division du titre</i> .....   | 20        |
| 3.4 <i>Endettement</i> .....   | 20        |
| 3.5 <i>Apports et fusions</i> .....  | 20        |
| 3.6 <i>Autorisations préalables et droit préférentiel de souscription</i> .....                                    | 21        |
| 3.7 <i>Ecritures diverses</i> .....  | 22        |
| 4. REMUNERATION ET ASSOCIATION DES DIRIGEANTS ET SALARIES AU CAPITAL .....   | 22        |
| 4.1 <i>Actionnariat des salariés</i> .....   | 22        |
| 4.2 <i>Les BSARs managers</i> .....  | 22        |
| 4.3 <i>Transparence des rémunérations des dirigeants</i> .....   | 23        |
| 4.4 <i>Vote sur la politique de rémunération</i> .....   | 23        |
| 4.5 <i>Cohésion sociale, exemplarité et maximum socialement acceptable de la rémunération des dirigeants</i> ..... | 24        |
| 4.6 <i>La rémunération fixe</i> .....  | 24        |
| 4.7 <i>Le bonus annuel</i> .....   | 25        |
| 4.8 <i>Plans de rémunération en actions à long terme</i> .....   | 25        |
| 4.9 <i>Plans d'encouragement à long terme dénouables en numéraire</i> .....  | 26        |
| 4.10 <i>Qualité des conditions de performance sur plans de rémunération à long terme</i> .....                     | 26        |
| 4.11 <i>Les régimes de retraites « sur-complémentaires »</i> .....   | 26        |
| 4.12 <i>Les indemnités de départ et primes de bienvenue</i> .....  | 27        |
| 4.13 <i>La rémunération de la présidence non-exécutive</i> .....   | 28        |
| 5. LES DROITS DES ACTIONNAIRES .....   | 28        |
| 5.1 <i>Droit de vote simple</i> .....  | 28        |
| 5.2 <i>Droit de vote non limité</i> .....  | 29        |
| 5.3 <i>Libre accès au capital</i> .....  | 29        |
| 5.4 <i>Identification des actions et seuils de déclaration</i> .....   | 30        |
| 5.5 <i>Tenue équitable de l'assemblée générale</i> .....   | 31        |
| 5.6 <i>Maintien des droits des actionnaires</i> .....  | 31        |
| <b>POLITIQUE DE VOTE 2012</b> .....  | <b>33</b> |
| 1. L'APPROBATION DES COMPTES ET DE LA GESTION .....  | 34        |

|      |  |    |
|------|--|----|
| 1.1  | Approbation des comptes sociaux.....   | 34 |
| 1.2  | Approbation des comptes consolidés .....   | 34 |
| 1.3  | Quitus.....  | 34 |
| 1.4  | Approbation des dépenses non déductibles.....  | 35 |
| 1.5  | Conventions réglementées.....  | 35 |
| 1.6  | Nomination des commissaires aux comptes titulaires.....  | 35 |
| 1.7  | Renouvellement des commissaires aux comptes titulaires.....  | 36 |
| 1.8  | Commissaires aux comptes suppléants .....  | 36 |
| 2.   | LE CONSEIL D'ADMINISTRATION OU DE SURVEILLANCE.....  | 37 |
| 2.1  | Nomination d'un administrateur ou membre du conseil de surveillance .....  | 37 |
| 2.2  | Renouvellement d'un administrateur ou membre du conseil de surveillance.....   | 37 |
| 2.3  | Election ou réélection d'un administrateur dirigeant.....  | 38 |
| 2.4  | Election ou réélection d'un administrateur Directeur Général.....  | 38 |
| 2.5  | Election ou réélection d'un candidat Président du Conseil.....   | 39 |
| 2.6  | Election ou réélection d'un censeur.....   | 39 |
| 2.7  | Election en concurrence d'un administrateur représentant les salariés actionnaires.....  | 39 |
| 2.8  | Rémunération des membres du conseil d'administration ou de surveillance .....  | 40 |
| 2.9  | Modification statutaire touchant le conseil d'administration ou de surveillance.....   | 41 |
| 3.   | L'AFFECTATION DU RESULTAT, LA GESTION DES FONDS PROPRES ET LES OPERATIONS EN CAPITAL.....  | 42 |
| 3.1  | Affectation du résultat - Dividende .....  | 42 |
| 3.2  | Option pour le paiement du dividende en actions ou modification statutaire l'autorisant.....   | 42 |
| 3.3  | Dividende majoré.....  | 43 |
| 3.4  | Opérations de rachats de ses propres titres.....   | 43 |
| 3.5  | Réduction de capital.....  | 43 |
| 3.6  | Division du titre.....   | 43 |
| 3.7  | Autorisations d'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription ..   | 43 |
| 3.8  | Autorisations d'augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription mais avec délai de priorité garanti ..... | 44 |
| 3.9  | Autorisations d'augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription et délai de priorité non garanti .....    | 44 |
| 3.10 | Autorisations d'augmentation de capital en rémunération d'une offre publique d'échange....   | 44 |
| 3.11 | Autorisations d'augmentation de capital en rémunération d'apports en nature .....  | 44 |
| 3.12 | Option de sur-allocation (« Greenshoe ») .....   | 45 |
| 3.13 | Opérations stratégiques spécifiques (émission réservée, apports, fusions, offres, scissions)...  | 45 |
| 4.   | REMUNERATION ET ASSOCIATION DES DIRIGEANTS ET SALARIES AU CAPITAL.....   | 46 |
| 4.1  | Augmentations de capital réservées aux salariés .....  | 46 |
| 4.2  | Régimes de retraite supplémentaires à prestations définies pour les mandataires sociaux dirigeants .....                                 | 46 |
| 4.3  | Régimes de retraite supplémentaires à cotisations définies pour les mandataires sociaux dirigeants .....                                 | 47 |
| 4.4  | Indemnités de départ (y compris clauses de non-concurrence).....   | 47 |
| 4.5  | Attribution d'options incluant des mandataires sociaux.....  | 47 |
| 4.6  | Attribution d'options au bénéfice des seuls salariés (mandataires sociaux exclus) .....  | 48 |
| 4.7  | Emission de BSA ou BSARs Managers .....  | 49 |
| 4.8  | Attribution d'actions gratuites ou de performance incluant des mandataires sociaux.....  | 49 |
| 4.9  | Attribution d'actions gratuites au bénéfice des seuls salariés (mandataires sociaux exclus) ....   | 50 |
| 4.10 | Approbation d'une politique de rémunération ou d'un rapport sur les rémunérations des dirigeants .....                                   | 50 |
| 5.   | MODIFICATIONS STATUTAIRES ET DROITS DES ACTIONNAIRES .....   | 51 |
| 5.1  | Introduction d'un droit de vote double .....   | 51 |
| 5.2  | Introduction d'une limitation de droits de vote.....   | 51 |
| 5.3  | Suppression du droit de vote double .....  | 51 |
| 5.4  | Suppression ou relèvement de la limitation de droits de vote.....  | 51 |
| 5.5  | Améliorations des droits des actionnaires ou de la gouvernance.....  | 51 |

|      |  |    |
|------|--|----|
| 5.6  | <i>Passage à la structure de société en commandite par action</i>  | 51 |
| 5.7  | <i>Création d'actions de préférence (modification des statuts ou émission)</i>   | 51 |
| 5.8  | <i>Obligations de déclaration de franchissement de seuil statutaire</i>  | 52 |
| 5.9  | <i>Minimum statutaire d'actions à détenir par administrateur</i>   | 52 |
| 5.10 | <i>Inscription statutaire de règles de bonne gouvernance</i>   | 52 |
| 5.11 | <i>Modification statutaire : transfert du siège social ou transfert sur un autre marché de cotation</i>                                      | 52 |
| 5.12 | <i>Modification statutaire mineure ou de mise en conformité</i>  | 52 |
| 6.   | <b>RESOLUTIONS EXTERNES</b>  | 53 |
| 6.1  | <i>Candidatures externes</i>   | 53 |
| 6.2  | <i>Résolution améliorant les droits des actionnaires, la gouvernance, la responsabilité sociale, sociétale ou environnementale du groupe</i> | 53 |

# Introduction

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

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

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

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

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

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

Cette brochure, fruit d'années d'expérience, vise à offrir aux investisseurs une base de réflexion quant à la définition de leur propre politique de vote pour éclairer les émetteurs soucieux du plus grand respect de leurs actionnaires et désirant préparer leurs résolutions en conformité avec leurs attentes. La brochure est divisée en deux parties, tout d'abord les principes généraux, puis les lignes directrices de manière plus précise.

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

## I. Approbation des comptes et de la gestion

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

## II. Conseil d'administration ou de surveillance

- Principe : **Séparation des pouvoirs et indépendance du conseil**  
III. Affectation du résultat, Gestion des fonds propres et Opérations en capital
- Principe : **Gestion raisonnée des fonds propres sur le long terme et respect absolu des actionnaires**  
IV. Association des dirigeants et des salariés au capital
- Principe : **Association des salariés, cohérence, transparence et équité des rémunérations**  
V. Droits des actionnaires
- Principe : **« Une action, une voix »**

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



# **PRINCIPES DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE**

# 1. L'approbation des comptes et de la gestion

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

### 1.1 Information financière et approbation des comptes

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

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

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

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

### 1.2 Commissaires aux comptes

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

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

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

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

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

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

### 1.3 Conventions réglementées

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

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

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

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

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

### 1.4 Quitus

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

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

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

## 2. Le conseil d'administration ou de surveillance

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

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

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

*Selon le rapport AFEP-MEDEF<sup>1</sup>, le droit français est le seul à offrir la possibilité de choix entre la formule moniste (Conseil d'administration) et la structure duale (Conseil de surveillance et Directoire) à toutes les sociétés, y compris cotées.*

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

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

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

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

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

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

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

---

<sup>1</sup> Rapport AFEP & MEDEF Déc. 2008 révisé en avril 2010 « Gouvernement d'entreprise des sociétés cotées ».

## 2.2 Compétence des membres du conseil

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

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

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

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

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

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

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

## 2.3 Définition de l'administrateur libre d'intérêts

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

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

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

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

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

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

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

- aux dirigeants et anciens dirigeants (y compris les dirigeants des entités acquises ou des filiales);
- salariés et anciens salariés depuis moins de 5 ans ;
- aux actionnaires détenant une part minimum de 3% des droits de vote et à leurs représentants<sup>2</sup> (ce qui inclut toute personne ayant un lien avec cet actionnaire) ;
- aux parents et apparentés des dirigeants;
- aux représentants ou anciens représentants depuis moins de 3 ans des clients, fournisseurs, prestataires (avocats, consultants,...), créanciers, partenaires, ou tout autre contractant du groupe ;
- aux administrateurs ou anciens administrateurs depuis moins de 3 ans de la société ou des filiales percevant une rémunération spécifique significative annuelle de 100 000 € ou plus au titre des services fournis aux sociétés du groupe, son actionnaire de contrôle ou ses dirigeants ;
- aux personnes appartenant à un groupe administré par l'un des dirigeants de la société (croisement de mandats direct ou indirect) ;
- aux personnes ayant été impliquées depuis moins de 3 ans dans une transaction stratégique majeure (apport d'actifs, fusion) ;
- aux banquiers d'affaires, dirigeants de grandes institutions financières et aux anciens dirigeants de banques depuis moins de 3 ans ou disposant encore d'avantages accordés par l'établissement dont ils étaient dirigeants ;
- aux personnes disposant d'un mandat politique (conflit d'intérêt entre l'intérêt général et les intérêts privés)<sup>3</sup> ;
- aux administrateurs dont le mandat ou la présence au sein de la société ou du groupe excède 11 ans ;

---

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

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

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

## 2.4 Disponibilité

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

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

## 2.5 Composition équilibrée du conseil

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

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

*La législation française offre la double particularité d'associer aux travaux du conseil des représentants du comité d'entreprise qui ont une voix consultative, et de prévoir également la désignation d'un ou plusieurs administrateurs parmi les actionnaires salariés dès lors que la participation des salariés dépasse le seuil de 3% du capital social ou la possibilité d'une pleine participation au conseil d'élus des salariés<sup>4</sup>.*

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

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

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

---

<sup>4</sup> AFEP-MEDEF « Gouvernement d'entreprise des Sociétés cotées » Déc. 2008 révisé en avril 2010.

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

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

Proxinvest et l'*ECGS* retiennent donc une règle plus stricte que celles de l'*AFG*<sup>5</sup> et de l'*AFEP-MEDEF*<sup>6</sup> : **le conseil doit être majoritairement composé de membres compétents et indépendants, c'est-à-dire libres de tout risque de conflit d'intérêts potentiels.** Proxinvest analyse l'incidence de chaque résolution portant sur la nomination ou le renouvellement d'administrateurs sous l'hypothèse de l'adoption de toutes les résolutions relatives à la composition du conseil et présentées par ce dernier à une assemblée générale.

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

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

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

## 2.6 Engagement et rémunération des administrateurs

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

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

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

---

<sup>5</sup> AFG « Recommandations sur le Gouvernement d'entreprise – (Janvier 2011) ».

<sup>6</sup> Rapport AFEP & MEDEF Déc. 2008 révisé en avril 2010 « Gouvernement d'entreprise des sociétés cotées » : La part des administrateurs indépendants doit être de la moitié des membres du Conseil dans les sociétés au capital dispersé et dépourvues d'actionnaires de contrôle. Dans les sociétés contrôlées, la part des administrateurs indépendants doit être d'au moins un tiers.

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

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

## 2.7 Processus de succession

La planification et la réussite du processus de succession est l'une des principales responsabilités du conseil. Cette question sera d'autant plus primordiale que la société est dirigée par son fondateur. Sauf justification particulière, les statuts doivent donner au conseil un cadre et un calendrier pour la mise en œuvre de cette succession. Ainsi Proxinvest recommande que la limite d'âge fixée dans les statuts n'excède pas 65 ans pour le directeur général et 70 ans pour le président du conseil<sup>7</sup>.

## 2.8 Comités spécialisés

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

*Selon l'AFG, ne peuvent être membres du comité d'audit et du comité de rémunération les personnes exerçant des fonctions de direction générale ou salariées dans l'entreprise. Les membres de ces deux comités ont bien entendu toute liberté de convoquer et d'auditionner le personnel de la société<sup>8</sup>.*

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

---

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

<sup>8</sup> AFG « Recommandations sur le Gouvernement d'entreprise – (Janvier 2011) »: S'agissant du comité de sélection et du comité d'audit, il est recommandé qu'au minimum un tiers des membres soit libre d'intérêt. Pour le comité des rémunérations, il est souhaitable que son président ainsi qu'une majorité de ses membres soit libre d'intérêts. Ne peuvent être membres du comité d'audit et du comité de rémunération les personnes exerçant des fonctions de direction générale ou salariées dans l'entreprise.

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

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

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

#### 3.1 Distribution

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

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

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

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

- **Date de paiement du dividende**

L'émetteur devra veiller à ne pas encourager la pratique du prêt de titres en période d'assemblées générales pour raison fiscale qui conduit certains investisseurs à ne pas voter ou à ne pas vraiment savoir comment sont votées leurs actions prêtées. Ainsi **convient-il que les émetteurs respectent le code de bonne pratique sur le prêt-emprunt de titres de l'ICGN (International Corporate Governance Network) en décalant à plus de quinze jours après la date d'enregistrement des titres la date de paiement du dividende**<sup>10</sup>.

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

---

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

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

- **Dividende en actions**

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

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

- **Dividende majoré**

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

### 3.2 Rachat d'actions et réduction de capital

Les sociétés dont la stratégie ne présente pas assez de lisibilité ou dont le titre n'a pas assez de liquidité créant les conditions d'une faible valorisation sur le marché, doivent remédier d'abord à ces défauts de communication avant de procéder au rachat en bourse en régularisation du cours de leurs actions.

Sauf justification particulière, l'utilisation de la trésorerie à des fins de rachat d'actions par un émetteur présentant un endettement significatif n'est pas souhaitable.

L'intervention sur le capital par rachat en période d'offre publique ne doit pas être autorisée, car elle constitue une manœuvre destinée à contrer la gestion des actionnaires, décourager le lancement d'offres publiques ou à biaiser le résultat d'une telle offre. Elle implique que la société aurait dû racheter avant l'offre à un prix inférieur et crée le risque qu'en l'absence de surenchère, la société ne se trouve alourdie par une auto-détention constituée à un prix supérieur au prix que le marché accepte d'offrir. Elle introduit également le risque de réserver un bloc significatif de titres pour un investisseur protecteur en cas d'offre publique hostile. Toutefois, la résolution peut autoriser le rachat en période d'offre publique si celui-ci a exclusivement pour objet de poursuivre l'exécution d'un plan d'achat engagé pour la livraison de titres autorisée par ailleurs (ex : satisfaire à l'exercice d'options d'achat consenties, à la conversion d'OCEANES, etc) ou s'il permet de rémunérer l'acquisition d'un actif par échange de titres lors d'une opération stratégique annoncée au marché avant le lancement de l'offre publique.

Certaines sociétés souhaitent recourir aux produits dérivés dans le cadre du programme de rachat d'actions, l'utilisation d'options d'achat à des fins de couverture (par exemple la couverture des plans d'options d'achat aux salariés), semble acceptable mais toute autre utilisation semble devoir être découragée. A ce sujet, Proxinvest rejoint en effet la position de l'AMF qui mentionne que " *s'agissant de la vente d'options de vente par un émetteur dans le cadre d'un programme de rachat, l'AMF considère que la cession de « puts » ne constitue pas une opération de couverture, l'exercice de*

*l'option étant à la main de la contrepartie ayant acheté l'option, et qu'en outre une telle opération consiste en une spéculation sur la volatilité anticipée du titre ce qui, de la part d'un émetteur, représente un risque qui ne semble pas correspondre aux objectifs d'un programme de rachat. Un émetteur mettant en œuvre un programme de rachat d'actions ne doit donc pas être conduit à utiliser ce type de produit dérivé.*"<sup>11</sup>

Dans tous les cas, le rachat des titres en régularisation à un certain cours de bourse, ne justifie pas nécessairement la réduction du capital à ce même cours, la réduction du capital ayant des conséquences sur la capacité bénéficiaire et sur le potentiel stratégique de la société. De même, la liquidité du titre demeure une question primordiale. Pour des raisons de cohérence dans la politique de distribution, les sociétés ne devraient pas envisager de réduire leur capital lorsqu'elles ne sont pas en mesure d'offrir un dividende à leurs actionnaires, sauf réduction de capital pour poursuite de l'exploitation lorsque les fonds propres atteignent un niveau inférieur à la moitié du capital.

### 3.3 Division du titre

Un prix unitaire de l'action inférieur à 50 euros semble la condition d'un accès élargi du grand public à l'actionariat et à l'adhésion au projet de l'entreprise.

Au regard des bienfaits potentiels sur la liquidité et l'accessibilité du titre au plus grand monde, Proxinvest est favorable aux opérations de division du nominal.

### 3.4 Endettement

L'ordonnance de 2004 a retiré à l'assemblée générale le contrôle des émissions obligataires. A l'exclusion des banques et institutions financières, les sociétés devraient, sauf activité spécifique, limiter leur endettement financier net. Un contrôle de l'endettement s'opérera lors des demandes d'utilisation de la trésorerie à des fins de rachat d'actions.

### 3.5 Apports et fusions

Toute opération stratégique nouvelle portant sur les activités du groupe ou modifiant sensiblement le capital de la maison mère est analysée en fonction de l'équilibre de trois critères :

- l'intérêt stratégique à long terme de l'opération en conformité avec l'objet social : cohérence et complémentarités stratégiques, appréciation des bénéfices attendus (synergies technologiques, industrielles, commerciales...);
- les conditions financières: valorisation des actifs reçus ou apportés et valorisation des passifs créés ou concédés au regard des valeurs de marché ;
- l'impact éventuel de l'opération sur la gouvernance : évolution du flottant et du contrôle, modification de statuts, modification de composition du conseil.

---

<sup>11</sup> Position de l'AMF relative à la mise en œuvre du régime de rachat d'actions, 19 novembre 2009 ([http://www.amf-france.org/documents/general/9178\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/9178_1.pdf))

La consultation et l'appréciation des avis d'experts, attestations d'équité et de toutes opinions externes indépendantes ou non s'imposent à l'analyste. L'absence de mise à disposition d'analyses externes plusieurs semaines avant l'assemblée justifie un refus des projets par les actionnaires.

### 3.6 Autorisations préalables et droit préférentiel de souscription

Le respect du droit préférentiel de souscription des actionnaires est fondamental lors des opérations d'augmentation de capital, puisqu'il permet d'indemniser éventuellement tout actionnaire n'ayant pas les moyens ou le loisir de suivre une augmentation de capital bien acceptée par le marché. Le respect de ce droit a évidemment un coût pour l'entreprise : la mobilisation des services titres des banques et l'intervention des banquiers garants, laquelle se trouve allongée par le délai d'exercice du DPS.

Il est souvent argumenté que la rapidité d'action et un refinancement optimal pour la société supposent de pouvoir émettre à tout moment sans DPS. On oppose quatre observations :

1. Certaines grandes sociétés n'ont jamais eu recours à la privation du DPS des actionnaires et ceci ne les a nullement empêchées lors d'acquisitions de se refinancer rapidement auprès de tous leurs actionnaires.
2. Une opération de refinancement exceptionnelle peut être lancée avec DPS, le prix de placement se trouvant au-dessus du prix de marché, le DPS n'aura pas de valeur et le souscripteur pressenti pourra souscrire l'intégralité de l'émission sans léser les autres actionnaires.
3. L'accord pour une opération exceptionnelle réalisée sans DPS (ex : OPE, apports) reste toujours possible sous condition suspensive d'approbation ultérieure par l'AGE des actionnaires (réalisation de l'augmentation de capital une fois l'opération autorisée par l'assemblée générale).
4. Lors d'une émission sans DPS, les banquiers garants prennent un risque non négligeable bien supérieur à celui d'une émission avec DPS avec forte décote. Le coût de la commission de garantie impacte donc plus fortement les comptes pour une émission sans DPS avec décote de 5% que pour une émission avec DPS avec une plus forte décote.

Rappelons que toute opération spécifique bien expliquée est regardée avec faveur par les actionnaires toujours capables de faire primer l'intérêt stratégique d'une opération sur les conditions financières éventuellement dilutives qui leur sont proposées.

Les **opérations en capital réservées**, proposées aux actionnaires, doivent être justifiées et équilibrées. Toute opération sur le capital (fusions, apports, scissions...) doit être appréciée en fonction de sa conformité avec l'intérêt à long terme de tous les actionnaires. Elle doit être cohérente avec l'objet social et les objectifs stratégiques de la société, ses conditions financières doivent être équitables et ne mettre en cause ni la liquidité, ni la valorisation du titre, ni le principe « Une action, une voix ».

Toute offre publique ou opération d'apports significative doit être expliquée et soumise à l'assemblée générale des actionnaires. Ceci implique par voie de conséquence le rejet des résolutions d'autorisations générales permettant au conseil de réaliser des apports en nature augmentant le capital de plus de 5% sans approbation des actionnaires.

**Afin de rassurer actionnaires et investisseurs quant au risque de dilution potentiel, il ressort de la responsabilité des administrateurs d'éviter de demander des autorisations d'émissions sans droit préférentiel de souscription. Si cet objectif ne peut être atteint, il convient de définir un**

**plafond strict limitant l'ensemble des autorisations d'augmentations demandées à 10% du capital.**

### 3.7 Ecritures diverses

Chaque transfert de compte à compte affectant les fonds propres doit être analysé au regard de son bien-fondé juridique et économique. En particulier, les opérations créditant le report à nouveau négatif par prélèvement sur les réserves ne sont généralement pas jugées opportunes car elles dénaturent la présentation des fonds propres.

## 4. Rémunération et association des dirigeants et salariés au capital

**Un principe : Association des salariés, Cohérence, Transparence et Equité des rémunérations**

### 4.1 Actionnariat des salariés

*La législation française offre la double particularité d'associer aux travaux du Conseil des représentants du comité d'entreprise, qui ont une voix consultative, et de prévoir la désignation d'un ou plusieurs administrateurs parmi les actionnaires salariés dès lors que la participation des salariés dépasse le seuil de 3% du capital social ou la possibilité d'une pleine participation au Conseil d'élus des salariés<sup>12</sup>.*

Proxinvest considère que l'actionnariat des salariés est très souhaitable et que les sociétés doivent maximiser les possibilités d'abondement autorisées. Les salariés bénéficient d'un régime fiscal favorable et sont en parallèle soumis à une obligation de détention.

Toute restitution de la décote sous forme d'actions gratuites pour les salariés doit être spécifiquement référencée au texte correspondant du code du travail dans la résolution.

Les procédés de garanties et d'effet de levier souvent associés aux plans d'actionnariat salarié ne sont pas souhaitables, et moins encore si la structure d'émission adoptée (holding luxembourgeoise ou autre) n'offre pas de garantie en matière d'intégrité d'exercice du droit de vote par les ayants droit..

Condition de ces autorisations : il convient en effet que l'expression du vote des salariés dans le cadre de ces mécanismes d'actionnariat soit véritablement indépendante du management. On déplore dans ce domaine l'anomalie légale apportée au pouvoir des salariés actionnaires par la participation à parité, dans les conseils de FCPE, des représentants de la direction à l'exercice du droit de vote des actions des salariés actionnaires.

### 4.2 Les BSARs managers

Les bons de souscription en actions remboursables sont généralement détachés après une émission d'OBSARs ou ABSARS. Ces BSARs doivent être analysés comme des options souscrites par les

---

<sup>12</sup> Rapport AFEP & MEDEF Déc. 2008 révisé en avril 2010 « Gouvernement d'entreprise des sociétés cotées ».

principaux dirigeants avec généralement une clause de forçage de l'exercice dans les mains de l'émetteur et un prix d'exercice supérieur au cours de bourse à la date de l'émission. Après observation d'émissions à un prix inférieur à 10% de la valeur faciale de l'action sous-jacente malgré les travaux d'experts externes, il apparaît nécessaire que les actionnaires puissent mieux contrôler la valeur de ces bons au moment de l'assemblée générale les autorisant. Il est donc nécessaire que les émetteurs incluent dans la résolution les conditions générales des futurs bons : prix d'acquisition par les bénéficiaires, prix d'exercice ou clause de forçage de l'exercice. A défaut, ceux-ci seront analysés comme toute demande d'émission d'options au profit des managers.

#### 4.3 Transparence des rémunérations des dirigeants

Pour Proxinvest les rémunérations des dirigeants doivent donner lieu annuellement à une communication détaillée et individualisée par mandataire social et reprendre tous les éléments fixes, variables, en espèces et en nature, en France et à l'étranger, ainsi que tout élément actionnarial octroyé ainsi que la valeur comptable pour l'exercice de l'avantage postérieur à l'emploi que représente les régimes additifs de retraite. L'utilisation d'une société *ad hoc* implique notamment une totale transparence des opérations menées par cette société pour permettre la mesure précise de la rémunération des dirigeants concernés. Par ailleurs, l'information collective et cohérente sur un groupe d'une dizaine de dirigeants les mieux rémunérés est indispensable à un suivi comparatif des diverses sociétés cotées.

La politique de rémunération des dirigeants doit être communiquée de façon précise et en amont de l'assemblée générale. Elle doit inclure ses principes et mécanismes, détailler la politique sur les différentes composantes de la rémunération des dirigeants et ne pas se contenter des seules informations sur l'exercice passé.

Le coût pour l'exercice comptable de chaque composante de rémunération (fixe, bonus, jetons, avantages en nature, options, droits potentiels à actions, régime de retraite additif) doit être communiqué pour chaque mandataire social dirigeant mais aussi de façon agrégée pour l'ensemble du comité de direction ou comité exécutif ou pour les dix dirigeants les mieux rémunérés.

Lorsque des mandataires sociaux dirigeants ou un Président du Conseil ont été nommés en cours d'exercice ou en début du nouvel exercice, l'information sur la nouvelle rémunération attachée à leur fonction doit être communiquée en base annuelle aux actionnaires.

#### 4.4 Vote sur la politique de rémunération

Le vote sur la politique de rémunération des dirigeants se généralise au sein des grands pays occidentaux et la France apparaît désormais comme une exception. **Proxinvest considère qu'un vote annuel d'approbation de la politique de rémunération des mandataires sociaux est souhaitable et que les émetteurs ne devraient pas attendre la contrainte législative pour adopter les meilleures pratiques européennes.** Proxinvest estime en effet que les propriétaires de l'entreprise sont les mieux à même de contrôler les quelques abus ou dérives en matière de rémunération. De préférence, le vote sur la politique de rémunération des mandataires sociaux dirigeants ne devrait pas être consultatif mais avoir un véritable pouvoir impératif (« binding vote ») comme on l'observe aux Pays-Bas.

Les rémunérations des dirigeants et leur évolution, à la hausse comme à la baisse, doivent être en ligne avec la stratégie et liées à la performance et à l'évolution de la valeur du titre de la société sur le long terme.

En règle générale, l'équilibre des différentes composantes de rémunération devrait se situer autour de la **règle des trois tiers**, c'est à dire un tiers pour le fixe, un tiers pour le bonus annuel, un tiers pour la valeur cible des stock-options ou actions de performance. Cette règle permet d'aligner la rémunération avec la performance, laissant au conseil le devoir de fixer les objectifs annuels à atteindre pour le bonus ainsi que les critères de performance à long terme.

#### **4.5 Cohésion sociale, exemplarité et maximum socialement acceptable de la rémunération des dirigeants**

La rémunération des principaux dirigeants se doit d'être exemplaire afin d'assurer une forte cohésion sociale au sein du groupe. Ainsi lorsque les augmentations de salaire annuelles sont limitées pour les salariés ou que l'entreprise doit mettre en œuvre un plan de licenciement, la rémunération des dirigeants se doit d'être exemplaire (pas d'augmentation du fixe, pas de bonus annuel).

Proxinvest pense que chaque investisseur et administrateur devrait s'interroger sur le plafond raisonnable de rémunération d'un dirigeant exécutif. Proxinvest considère qu'un maximum de 240 fois le SMIC brut, soit 4,5M€ par an<sup>13</sup>, devrait constituer le maximum socialement tolérable de la rémunération globale annuelle (salaire, avantage, options, actions gratuites et contribution de retraite chapeau). Ce type de plafond devrait permettre de maintenir les écarts de rémunération entre dirigeants et salariés à des niveaux raisonnables n'impactant pas négativement l'économie de l'entreprise et la motivation des équipes. Chaque conseil d'administration pourrait également définir un écart maximal entre la rémunération du premier dirigeant et la rémunération minimale, moyenne ou médiane du groupe.

En l'absence d'un vote spécifique sur la rémunération des mandataires sociaux dirigeants, l'appréciation de la rémunération individuelle d'un mandataire social se fera lors de l'approbation d'avantages différés (retraite sur-complémentaire ou indemnité de départ) sur la base du total annuel des rémunérations perçues par chaque mandataire, dotations d'options ou d'actions gratuites incluses. Un dépassement de la rémunération maximale socialement acceptable correspond au premier motif d'opposition pour rémunération excessive. Autre élément d'appréciation à suivre, l'écart entre la rémunération du premier dirigeant et celle de la moyenne du comité exécutif.

***Elément non négligeable de cohésion sociale, le nombre de bénéficiaires des plans collectifs d'options ou d'actions gratuites peut constituer un critère de meilleure acceptabilité de ces résolutions.***

#### **4.6 La rémunération fixe**

Première composante de la rémunération du dirigeant, le salaire fixe, établi dans le contrat du dirigeant, se doit par définition de rester inchangé d'une année sur l'autre, sauf éventuelle réévaluation limitée à l'inflation.

---

<sup>13</sup> Sur la base du SMIC mensuel brut pour 169h de 1574,16€.

Ce salaire fixe doit servir de base à la fixation des autres rémunérations (bonus cible annuel, bonus maximum annuel, valeur des plans de rémunération à long terme à la date d'attribution).

Le salaire fixe doit être en ligne avec la pratique du secteur et du pays et le conseil d'administration doit veiller à ne pas le fixer au-delà de la médiane du groupe de comparaison, mécanique de complaisance aux conséquences inflationnistes qu'il convient d'éviter.

Les politiques de fixation d'un salaire fixe trop minime visant à légitimer des rémunérations variables extravagantes sont à proscrire (ex : « one dollar salary »).

#### 4.7 Le bonus annuel

La part variable de la rémunération salariale des dirigeants doit reposer pour la majeure partie sur des critères complémentaires et non alternatifs, pour l'essentiel des critères financiers par action, et vérifiables. La transparence et la permanence des méthodes de calcul utilisées sont requises.

Proxinvest encourage aussi les sociétés à recourir à des critères extra-financiers (par exemple les créations d'emplois), précis et vérifiables, qu'elles jugeront cohérents avec leurs objectifs de développement durable. Les critères qualitatifs non quantifiables ou vérifiables (restructuration, désendettement, cessions, qualité, image...) ne sauraient pour leur part représenter plus de 20% de l'indexation de la rémunération variable annuelle cible.

L'articulation de ce bonus annuel (bonus cible, bonus maximum, bonus minimum, critères de performance) doit être totalement transparente. Si la société ne peut rendre compte a priori des objectifs à atteindre définis par le conseil pour l'exercice, celle-ci devra néanmoins rendre compte dans le rapport annuel suivant de façon précise sur la performance atteinte permettant de calculer le bonus.

Le bonus annuel cible ne devrait pas excéder le salaire fixe et le bonus maximum ne devrait jamais excéder deux fois le salaire fixe. Cette rémunération variable salariale devrait être réellement variable et la règle de fixation du bonus devrait conduire à une absence de bonus lors des exercices décevants ou difficiles.

L'ensemble des rémunérations variables d'objectif (bonus annuel, options et actions de performance) ne devrait pas excéder deux fois le salaire fixe. Cependant, en principe, le bonus annuel cible devrait être significativement inférieur à la rémunération variable reposant sur les plans de rémunération en actions à long terme. Un bonus annuel représentant la part principale de la rémunération totale ne pourrait être acceptable selon la politique ECGS que si une grande partie de celui-ci est investi en actions sur plusieurs années (« deferred bonus »).

Il est souhaitable que les sociétés soumettent tout versement de bonus annuel à une clause de récupération (« clawback »), notamment pour prévoir l'éventualité de corrections de bonus suite à rectification comptable ou remboursement de bonus (malversations comptables, pratiques déloyales entraînant des amendes ou pénalités a posteriori, ...)

#### 4.8 Plans de rémunération en actions à long terme

S'alignant sur les standards de bonnes pratiques observées au niveau européen, il convient d'isoler au sein des résolutions d'autorisations d'émissions d'options ou d'actions de performance la part qui peut en être attribuée aux mandataires sociaux dirigeants.

De même, sauf pour les résolutions ne concernant que les salariés, les plans à long terme dont peuvent bénéficier les mandataires sociaux dirigeants doivent **inclure des conditions de performance**. Ces conditions annoncées doivent constituer une réelle exigence de performance et être mesurées sur une période de moyen ou long terme.

En principe, la valeur cible des plans de rémunération à long terme en actions (options, actions de performance) ne devrait pas excéder deux fois le salaire fixe et l'attribution maximale totale ne devrait jamais excéder deux fois la valeur cible des attributions.

L'ensemble des rémunérations variables (bonus annuel, options et actions de performance) ne devrait pas excéder deux fois le salaire fixe. Cependant, la philosophie de la rémunération des dirigeants devant être liée à la création de valeur durable pour toutes les parties prenantes et en particulier les actionnaires, il est alors normal que le niveau des rémunérations à long terme excède le niveau de la rémunération variable annuelle.

Enfin, comme suggéré plus haut, il convient de veiller à ce que les plans d'options et d'actions gratuites ne soient pas concentrés sur un nombre trop restreint de bénéficiaires.

#### **4.9 Plans d'encouragement à long terme dénouables en numéraire**

Certaines sociétés adoptent des modalités de rémunération indexées sur l'action ou d'autres critères de performance et versées en numéraires à l'échéance de certaines conditions. Il convient que la société communique aux actionnaires leurs modalités essentielles et la valorisation à la date d'attribution.

Il est souhaitable que ces formes de rémunérations respectent les plafonds et conditions applicables aux mandataires sociaux et, soumises à un vote annuel sur la politique de rémunération, n'échappent pas au contrôle légitime de l'assemblée générale.

#### **4.10 Qualité des conditions de performance sur plans de rémunération à long terme**

Les conditions de performance doivent assurer le lien entre rémunération des dirigeants et performance à long terme.

Les critères choisis peuvent être multiples et doivent être suffisamment exigeants.

La mesure de la performance doit se faire sur le long terme (minimum de trois années pleines) et ne pas reposer sur un contrôle sur plusieurs années de l'atteinte des objectifs annuels fixés pour le bonus.

En principe, tout plan doit comprendre un niveau de performance minimal à atteindre pour commencer à bénéficier d'une attribution partielle ainsi qu'un niveau de performance à atteindre pour bénéficier de l'intégralité de la dotation. Ces niveaux d'objectifs de performance doivent être communiqués aux actionnaires et en cas de sous-performance le plan ne doit donner lieu à aucune attribution.

Ainsi une performance inférieure à la médiane de l'échantillon de comparaison des pairs ne devrait pas donner lieu à attribution.

#### **4.11 Les régimes de retraites « sur-complémentaires »**

Les compléments divers de rémunération comme les avantages en nature ou les régimes de retraite « sur-complémentaires » doivent être ajoutés pour évaluer le coût complet du dirigeant pour l'entreprise. La

provision de l'année correspondant aux engagements de l'entreprise au titre des retraites dites sur-complémentaires doit être estimée, ce montant restant généralement à la charge de l'entreprise pendant des années après le départ du dirigeant bénéficiaire. Le montant de la cotisation annuelle pour les régimes à cotisations définies ou l'estimation de la charge annuelle pour les régimes à prestations définies est ainsi ajouté à la rémunération totale, dont le caractère excessif sera évité.

L'acquisition des droits à pension au titre de ces régimes devra être proportionnelle à la durée de présence dans le groupe.

Ces compléments de retraite étant par nature non liés à la performance, il convient d'en limiter le montant à un pourcentage restreint de la rémunération salariale. De même, il convient d'encourager les dirigeants, dont la rémunération doit être justement fixée, à épargner par leurs propres moyens pour leur retraite et à ne pas en faire supporter le seul coût à l'entreprise et ses actionnaires.

#### **4.12 Les indemnités de départ et primes de bienvenue**

Il convient de ne pas attribuer d'indemnités de départ ou toute autre forme d'indemnisation assimilable à un « parachute doré ».

Dans certaines circonstances de performance exceptionnelle ou pour indemniser l'engagement de non-concurrence, un montant d'indemnisation modéré pourra être toutefois accepté. La politique de l'ECGS est d'accepter les indemnités inférieures ou égales à une année de salaire fixe. En France où les pratiques sont beaucoup plus généreuses, l'indemnité totale ne devrait jamais excéder l'équivalent d'une année de plein salaire sauf cas d'ancienneté significative (sans excéder deux années de salaire pour vingt-quatre ans d'ancienneté).

La Loi TEPA a soumis ces indemnités de départ au respect de conditions de performance préétablies. Il convient donc que les conditions fixées soient de réelles conditions de performance à long terme.

Les éventuelles indemnités de départ, en cas de désaccord avec le conseil ou en cas de prise de contrôle de l'entreprise, de préférence sous forme d'engagement de non-concurrence du bénéficiaire, doivent être fixées dès l'engagement des dirigeants comme élément de leur contrat.

Proxinvest inclut dans l'indemnité de départ l'éventuel préavis, clause de non-concurrence, les avantages dus au titre du contrat de travail, etc. De telles indemnités de départ doivent être conditionnées à la présence du bénéficiaire au moins trois ans dans l'entreprise.

Bien que non assujettie aux conditions de performance, l'indemnisation pour engagement de non-concurrence du dirigeant semble une meilleure protection pour l'entreprise que la simple indemnité de départ.

Proxinvest est défavorable à toute indemnisation du départ à la retraite d'un mandataire social dirigeant, le préjudice supporté par l'intéressé n'étant pas démontré. En revanche, une prime de bienvenue peut être acceptée si celle-ci est bien documentée et justifiée, c'est à dire si la société explique clairement aux actionnaires les éléments de rémunération abandonnés par le nouvel arrivant en quittant ses précédentes fonctions que cette prime de bienvenue vient compenser. Cette prime de bienvenue devra toutefois demeurer dans la limite du raisonnable pour être acceptée.

Quel que soit son montant, les conditions de performance, l'ancienneté ou le mérite du bénéficiaire, aucune indemnité ne sera soutenue si la rémunération totale du bénéficiaire excède le plafond maximum acceptable par Proxinvest.

#### 4.13 La rémunération de la présidence non-exécutive

La rémunération de la seule présidence non exécutive de la société, présidence du conseil d'administration ou de surveillance, ne comportant que peu de responsabilité opérationnelle directe, ne devrait pas donner lieu à une rémunération par trop éloignée du jeton de présence individuel des autres administrateurs.

La France est un des rares pays européens où la rémunération du président non-exécutif échappe à l'approbation préalable des actionnaires alors même que ces Présidents non-exécutifs sont parmi les plus rémunérés. Il convient donc d'y remédier en adoptant une politique stricte sur le sujet demandant aux entreprises de rémunérer son président sous la forme de jetons de présence majorés ou de soumettre sa rémunération au vote des conventions réglementées.

## 5. Les droits des actionnaires

En cas de vote sur l'ensemble des statuts et à défaut d'amélioration sensible du régime des droits des actionnaires de la société, les actionnaires doivent s'opposer à la reconduction de statuts incluant des clauses réductrices de la démocratie actionnariale.

### Un principe : Une action, une voix

#### 5.1 Droit de vote simple

Le principe de proportionnalité des droits de vote est indissociable du principe d'égalité des actionnaires devant le risque, l'information, le dividende et l'éventuel boni de liquidation.

La démocratie actionnariale est une valeur de long terme pour l'entreprise qui ne saurait être sacrifiée à d'autres valeurs de long terme légitimes comme la qualité du projet stratégique ou la préférence nationale.

*Etant favorable au principe « une action, une voix », l'AFG estime que la pratique des droits de vote doubles et/ou multiples peut permettre avec une détention minoritaire de titres d'accéder au contrôle d'une société, et peut dès lors être susceptible d'entraîner des abus provenant de la dichotomie entre le pouvoir actionnarial et le risque économique. L'AFG souhaite donc que cette pratique soit abandonnée<sup>14</sup>.*

*L'ECGS<sup>15</sup> soutient fortement le principe « une action, une voix ». Si l'ECGS apprécie l'intention d'encourager l'investissement de long terme, dans de trop nombreux cas, l'effet est simplement de bénéficier à un groupe d'actionnaire au dépend et au coût des autres actionnaires et d'agir comme*

---

<sup>14</sup> AFG « Recommandations sur le Gouvernement d'entreprise – (Janvier 2011) ». [http://www.afg.asso.fr/index.php?option=com\\_content&view=article&id=98&Itemid=87&lang=fr](http://www.afg.asso.fr/index.php?option=com_content&view=article&id=98&Itemid=87&lang=fr)

<sup>15</sup> Expert Corporate Governance Service Ltd.

*obstacle aux offres publiques en protégeant la direction. L'ECGS considère que les droits de vote des actionnaires doivent être proportionnels à la propriété.*<sup>16</sup>

Proxinvest, comme la grande majorité des investisseurs, partage cette analyse : le **principe d'équité** « **Une action, une voix** » s'oppose nettement au **droit de vote double** attribué sous réserve d'inscription au nominatif pendant une période de deux ou plusieurs années. La fidélisation des actionnaires et le développement de l'actionnariat individuel sont souhaitables mais ne sauraient donner lieu à une faveur pour l'ancienneté.

Avant de mettre en œuvre de tels mécanismes inégalitaires, les sociétés françaises devraient prendre conscience du coût bancaire devenu exorbitant de la mise au nominatif laissé à la charge de l'actionnaire français ou étranger.

## 5.2 Droit de vote non limité

Le principe d'égalité des actionnaires interdit de même toute limitation du droit de vote. *L'AFG est aussi défavorable aux limitations de droit de vote*<sup>17</sup>.

Il est souvent exposé pour justifier de telles limitations que la faible participation des actionnaires à l'assemblée générale expose la majorité de celle-ci à être constituée d'actionnaires ne représentant qu'une faible partie du capital. Les dirigeants en place qualifient souvent ce processus de « prise de contrôle rampante ». Pour Proxinvest comme pour *l'ECGS*, l'actionnaire qui vote ne saurait être qualifié de « rampant » puisque son identité est en principe connue des autres actionnaires et qu'il exprime sa différence. Les dirigeants en place doivent veiller à assurer la meilleure participation de tous : limiter les votes des actionnaires actifs et responsables exposerait au contraire l'entreprise au risque d'abus d'une caste irrévocable.

## 5.3 Libre accès au capital

*L'AFG n'est pas favorable, et ce dans l'intérêt des minoritaires, à l'existence de dispositifs anti-OPA.*

*Il n'est en particulier pas souhaitable qu'une assemblée générale donne par avance l'autorisation d'utiliser, au cours d'une offre publique lancée postérieurement, des dispositifs tels que le rachat d'actions ou les bons de souscription d'actions institués par la loi du 31 mars 2006. L'AFG considère en effet que la tenue d'une assemblée générale intervenant pendant la période d'offre publique doit permettre aux actionnaires de se prononcer au cas par cas en disposant des éléments d'appréciation voulus sur des résolutions autorisant, en période d'offre publique, le rachat d'actions ou l'octroi de bons de souscription d'actions tels qu'institués par la loi du 31 mars 2006.*<sup>18</sup>

*L'ECGS est opposée aux instruments anti-offre publique qui ne protègent que les dirigeants et qui menacent donc les intérêts des actionnaires. Les exemples d'instruments de protection inacceptables*

---

<sup>16</sup> ECGS, “Corporate Governance principles for listed companies”.

<sup>17</sup> AFG « Recommandations sur le Gouvernement d'entreprise – (Janvier 2011) ».

<sup>18</sup> AFG « Recommandations sur le Gouvernement d'entreprise – (Janvier 2011) ».

*incluent les droits spéciaux de nomination du conseil, les « poisons pills » ou « pilules empoisonnées » et les limitations de droit de vote.<sup>19</sup>*

Proxinvest s'oppose à toute mise en place de dispositifs de protection du capital : utilisation de véhicules de type « *stichting* » néerlandais, transformation de la société anonyme en société en commandite par actions, autocontrôles plus ou moins occultes, clauses statutaires ou émissions financières pénalisant la société en cas d'offre publique ou en cas de changement de contrôle.

En ce qui concerne la société en commandite par actions (SCA), il n'est pas sain que les statuts comme le contrôle de la gestion de groupes cotés soient laissés à l'exclusivité permanente d'une famille ou d'un fondateur, fussent-ils de grand mérite. Le patrimoine du commandité apporté en garantie des dettes du groupe n'étant généralement pas révélé et le plus souvent inférieur aux passifs concernés, le dividende précipitaire prélevé sur les résultats de l'entreprise s'apparente à une rémunération de dirigeant et doit être analysé comme tel.

L'émission d'actions de préférence ou de titres sans droit de vote n'est pas non plus souhaitable car la pluralité de classes d'actions ne contribue pas à la lisibilité et à la liquidité du titre attendue par le public.

Enfin, en période d'offre publique, la possibilité d'émission de titres du capital (actions, bons, rémunération d'apports) ou de rachat d'actions doit être exclue car ils n'ont pour résultat sinon pour objet que de gêner le libre choix des actionnaires. Sur ce sujet, Proxinvest et l'AFG souhaitent que *« les résolutions proposées n'intègrent pas de dispositions ambiguës. Il est notamment souhaitable que les résolutions relatives au rachat d'actions ne se bornent pas à indiquer que ce rachat pourra être effectué « à tout moment » mais mentionnent explicitement si le rachat d'actions en période d'offre publique se trouverait ou non autorisé par la résolution. »*<sup>20</sup>

#### **5.4 Identification des actions et seuils de déclaration**

Si le principe d'identification en assemblée générale de tout actionnaire souhaitant voter est primordial, le régime du titre nominatif ne fonctionne pas pour la détention lointaine des actions et sa généralisation présenterait un coût structurel permanent injustifiable.

Si l'option pour le régime « nominatif pur » permettant une détention locale d'actions sans intermédiation bancaire est souhaitable car il assure une meilleure concurrence sur les coûts de garde des actions, la mise au nominatif obligatoire n'est donc certes pas souhaitable et devrait être illégale car totalement inéquitable pour les actionnaires lointains ainsi privés de droit de vote.

En revanche, les seuils statutaires de déclaration imposés par certaines sociétés aux actionnaires sous peine de privation de droits de vote et de dividende, même s'ils constituent une gêne pour les actionnaires sont souhaitables s'ils ne s'avèrent pas trop contraignants à respecter notamment en terme de délai de déclaration. Ce régime de déclaration de seuils participe d'une meilleure transparence sur l'actionnariat. Il convient toutefois que l'information sur les franchissements de seuils statutaires ne soit pas gardée au bénéfice exclusif de la direction de la société mais diffusée publiquement sans retard sur le site de la société.

---

<sup>19</sup> ECGS, "Corporate Governance principles for listed companies".

<sup>20</sup> AFG « Recommandations sur le Gouvernement d'entreprise – (Janvier 2011) ».

## 5.5 Tenue équitable de l'assemblée générale

L'assemblée générale est par excellence pour l'actionnaire le lieu de l'exercice de ses droits dans l'entreprise. **L'assemblée générale est souveraine**: elle nomme et révoque les membres du conseil d'administration et délègue certains pouvoirs en plus des pouvoirs dévolus par la loi au conseil et à la direction générale.

Le fonctionnement de l'assemblée générale doit respecter les règles suivantes :

- la participation des actionnaires à l'assemblée doit être garantie par une bonne information préalable, la convocation devant être accompagnée de la mise à disposition du dossier d'information complet. Le vote par Internet gratuit doit être proposé à tous.
- l'identification préalable de tout actionnaire souhaitant exercer son droit de vote doit être neutre et transparente. Le processus de d'enregistrement simple en « record date » J-3 sur la liste de présence pour l'assemblée générale sera de préférence sécurisé par une tierce intervention (banque centralisatrice) et ne devrait reposer sur aucun régime de sanction discrétionnaire à l'encontre d'aucun actionnaire (contrairement aux dispositions de représentation agréée des actionnaires étrangers utilisées par certaines sociétés) ;
- la présence à l'assemblée générale de tous les membres du conseil d'administration ou de surveillance et des commissaires aux comptes est requise ;
- chaque élection d'administrateur ou de commissaire aux comptes, chaque modification statutaire affectant les droits des actionnaires, chaque type de convention réglementée hors groupe doivent faire l'objet d'une résolution distincte ;
- le président de l'assemblée générale doit attribuer un temps raisonnable à la réponse aux questions écrites et veiller au respect de l'équité dans l'attribution du temps de parole ;
- le vote à main levée doit être proscrit;
- le résultat des votes, résolution par résolution, doit être calculé sur la base du nombre d'actions et de droits de vote participant légitimement au vote. Ceci exclut, pour le vote des conventions réglementées, la participation au vote du bénéficiaire de la convention concernée et, pour le vote des amendements ou des résolutions présentées en séance, des personnes votant les résolutions individuellement par correspondance et n'ayant pas donné d'instruction pour ces éventualités (case spécifique du formulaire CFONB) ;
- le taux de participation et les résultats des votes détaillés (nombres de oui, contre, abstention pour chaque résolution) doivent être communiqués en assemblée, et être mis à disposition sur le site de la société dans un délai de deux jours. La liste de présence, les formulaires individuels de vote et les procès-verbaux de l'assemblée doivent être aisément accessibles pour tout actionnaire souhaitant les consulter et ceci, conformément à la loi pendant trois ans.

## 5.6 Maintien des droits des actionnaires

Les sociétés de droit européen ou de droit étranger faisant appel public à l'épargne en France doivent conférer par leurs statuts à leurs actionnaires les mêmes droits que ceux conférés par le droit français des sociétés et des valeurs mobilières :

- l'ordre du jour des assemblées générales de ces sociétés doit être publié au BALO dans des délais identiques à ceux des sociétés de droit français, soit 35 jours avant l'assemblée ;

- le droit d’initiative en assemblée doit être autorisé dans des conditions similaires à celles exigées par le droit français, notamment le seuil de détention requis ne doit pas être supérieur au seuil exigé par le droit français ;
- le vote à distance aux assemblées générales (par courrier postal ou Internet) doit être autorisé et facilité ;
- les données individuelles et collectives sur les rémunérations des mandataires sociaux dirigeants et non dirigeants de la société doivent être communiquées dans les mêmes conditions que pour les sociétés de droit français.

# **POLITIQUE DE VOTE 2012**

# 1. L’approbation des comptes et de la gestion

## 1.1 Approbation des comptes sociaux

### **Pour la proposition sauf :**

CONTRE si l’une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) Les documents préparatoires à l’assemblée générale ne sont pas disponibles sur le site Internet dans les délais légaux (au moins 21 jours avant l’assemblée générale).
- b) L’information publiée dans les documents préparatoires à l’assemblée générale est insuffisante par rapport aux standards de bonne pratique de la place.
- c) Remarque jugée significative des commissaires aux comptes sur les comptes sociaux, le rapport de gestion ou le contrôle interne de nature à mettre en cause la sincérité des états financiers.
- d) Une non-conformité au code de gouvernement d’entreprise de référence jugée significative n’est pas déclarée, ou la société ne fournit pas une explication satisfaisante à une divergence qu’elle reconnaît.
- e) Il existe de sérieuses lacunes en matière d’informations financières ou de gouvernance qui peuvent constituer un important risque pour les actionnaires.
- f) Manquement manifeste à l’intégrité de l’information, au respect des actionnaires ou à la charte RSE de l’entreprise.
- g) Inclusion du quitus au sein de la même résolution.

## 1.2 Approbation des comptes consolidés

### **Pour la proposition sauf :**

CONTRE si l’une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) Non communication des comptes consolidés et du rapport des CAC sur les comptes consolidés dans le délai légal (au moins 21 jours avant l’assemblée générale).
- b) Remarque jugée significative des commissaires aux comptes sur les comptes consolidés, de nature à mettre en cause la sincérité des états financiers. .
- c) Les résultats ne sont pas en ligne avec les perspectives manifestement irresponsables réitérées par la société ou répondent de décisions de gestion contestables.
- d) Inclusion du quitus au sein de la même résolution.

## 1.3 Quitus

### **Contre la proposition**

#### 1.4 Approbation des dépenses non déductibles

**Pour la proposition sauf :**

CONTRE si la condition suivante est vérifiée :

Des dépenses d'un montant significatif (> 100 000€) sont non détaillées ou mal justifiées.

#### 1.5 Conventions réglementées

**Pour la proposition sauf :**

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) Une des conventions nouvelles ou ayant continué à produire ses effets ne semble pas en ligne avec l'intérêt de tous les actionnaires.
- b) Une des conventions nouvelles ou ayant continué à produire ses effets semble mal ou peu justifié stratégiquement.
- c) Une des conventions nouvelles ou ayant continué à produire ses effets semble insuffisamment documentée pour permettre aux actionnaires de contrôler ses conditions et pour satisfaire l'article R225-31 du code de Commerce.
- d) Une des conventions nouvelles ou ayant continué à produire ses effets pourrait gêner le lancement ou la réussite d'une offre publique sur la société
- e) Une des conventions nouvelles ou ayant continué à produire ses effets pèse négativement sur la valorisation du titre.
- f) Une des conventions nouvelles ou ayant continué à produire ses effets ne semble pas avoir été conclue à des conditions équitables.
- g) Une convention directe ou indirecte (par personne interposée) semble manquante au sein du rapport spécial.
- h) Une des conventions nouvelles ou ayant continué à produire ses effets correspond à un engagement réglementé (indemnité de départ, régime de retraite) de conditions non conformes aux principes définis au chapitre 4 du présent document.
- i) La société a laissé participer une personne directement ou indirectement intéressée au vote du précédent rapport spécial des conventions réglementées.

#### 1.6 Nomination des commissaires aux comptes titulaires

**Pour la proposition sauf :**

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) Le commissaire aux comptes ou son cabinet est présumé s'être associé à des manquements manifestes aux intérêts des actionnaires ou a manqué de diligence (par exemple un des rapports spéciaux des commissaires a été l'objet de retard, d'insuffisance de précisions, ou d'information incomplète).

- b) Le candidat remplace un commissaire aux comptes qui aurait été amené à devoir émettre des réserves ou des observations sur les comptes, sauf justification pertinente de la société.
- c) Nomination en bloc au sein d'une même résolution des deux commissaires aux comptes.

### 1.7 Renouvellement des commissaires aux comptes titulaires

#### **Pour la proposition sauf :**

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) Le commissaire aux comptes ou son cabinet est présumé s'être associé à des manquements manifestes aux intérêts des actionnaires ou a manqué de diligence (par exemple un des rapports spéciaux des commissaires a été l'objet de retard, d'insuffisance de précisions, ou d'information incomplète).
- b) Les honoraires des commissaires aux comptes ne sont pas communiqués.
- c) Le cabinet certifie les comptes de la société depuis 18 ans (trois mandats).
- d) Renouvellement en bloc au sein d'une même résolution des deux commissaires aux comptes.
- e) ors du dernier exercice, les honoraires de conseil ou de missions d'audit accessoires (due diligence,...) s'élèvent à plus de 50% des honoraires perçus au titre des missions de certification des comptes, sauf justification particulière<sup>21</sup>.
- f) En moyenne sur les trois derniers exercices, les honoraires de conseil ou de missions d'audit accessoires (due diligence,...) s'élèvent à plus de 25% des honoraires perçus au titre des missions de certification des comptes sauf justification particulière (Cf. note de bas de page).

### 1.8 Commissaires aux comptes suppléants

#### **Pour la proposition sauf :**

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) Le commissaire aux comptes ou son cabinet est présumé s'être associé à des manquements manifestes aux intérêts des actionnaires ou a manqué de diligence (par exemple un des rapports spéciaux des commissaires a été l'objet de retard, d'insuffisance de précisions, ou d'information incomplète).
- b) Le commissaire aux comptes suppléant est associé à un des commissaires aux comptes titulaires.

---

<sup>21</sup> Il convient sur ce point de tenir compte de la valeur absolue des facturations d'honoraires notamment dans les sociétés de moyenne et petite capitalisation.

## 2. Le conseil d'administration ou de surveillance

### 2.1 Nomination d'un administrateur ou membre du conseil de surveillance

#### Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) Le candidat est sujet à un conflit d'intérêt potentiel (« candidat non libre d'intérêt ») alors que le conseil ne comprendra pas une majorité de membres libres d'intérêt<sup>22</sup>.
- b) La durée de mandat proposée est supérieure à quatre années<sup>23</sup>.
- c) La résolution concerne plusieurs candidats (élection en bloc).
- d) La présentation du candidat par la société est insuffisante (biographie, âge, fonctions et mandats externes, nombre d'actions détenues, évaluation de son indépendance par le conseil).
- e) Le candidat a manifestement manqué à ses devoirs vis à vis des actionnaires ou de la société (cf. principe 2.2).
- f) Le candidat cumule plus de cinq mandats dans des sociétés cotées, grandes sociétés ou organisations<sup>24</sup>.
- g) Le candidat est dirigeant et cumule en outre plus de un mandat à l'extérieur de son groupe (dans autre société cotée ou grande société ou organisation)<sup>25</sup>.
- h) Le candidat exerce à temps plein la présidence d'un conseil ou bénéficie d'une rémunération significative pour une présidence et cumule en outre plus de un mandat à l'extérieur de son groupe (dans autre société cotée ou grande société ou organisation).
- i) Le candidat est en situation directement ou indirectement de croisement de mandats.

### 2.2 Renouvellement d'un administrateur ou membre du conseil de surveillance

#### Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) Un des critères définis au paragraphe 2.1 ci-dessus n'est pas respecté.

---

<sup>22</sup> En cas de répartition à 50%-50%, le Président du Conseil devra être libre d'intérêt.

<sup>23</sup> Sauf pour les candidats libres d'intérêt des sociétés à petite ou moyenne capitalisation (c'est à dire ne faisant pas partie des indices SBF 120, MSCI Europe ou FTSEurofirst 300).

<sup>24</sup> Cette définition exclut les fonctions au sein de filiales non cotées, organisations caritatives ou fonds communs de placement. Le mandat d'un Président du conseil à temps partiel est compté double. Un mandat de présidence de comité spécialisé peut être compté double.

<sup>25</sup> Sauf dirigeant d'une société d'investissement.

b) Le candidat présidait un comité d'audit, un comité de rémunération ou un comité de nomination lorsque ce comité a entretenu des pratiques manifestement contraires aux recommandations du code de référence ou aux principes exposés dans le présent document.

c) Le candidat non libre de conflit d'intérêts n'a pas fait l'effort d'investir en actions de l'entreprise un minimum d'une année de jeton de présence moyen ou la société ne communique pas le nombre d'actions détenues directement ou indirectement par le candidat.

d) Le candidat a été absent sans justification satisfaisante à 25% ou plus des réunions du conseil.

### 2.3 Election ou réélection d'un administrateur dirigeant

#### **Pour la proposition sauf :**

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

a) Un des critères définis aux paragraphes 2.1 ou 2.2 ci-dessus n'est pas respecté<sup>26</sup>.

b) Le conseil comprend un nombre d'administrateurs exécutifs significatif (c'est à dire plus de deux administrateurs dirigeants)<sup>27</sup>.

c) Le dirigeant siège ou siégera dans le comité de rémunération ou de nomination.

### 2.4 Election ou réélection d'un administrateur Directeur Général

#### **Pour la proposition sauf :**

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

a) Le candidat cumule la fonction du Président du conseil (Chairman) et la fonction de Directeur Général (CEO).

b) Un des critères définis aux paragraphes 2.1 ou 2.2 ci-dessus n'est pas respecté<sup>28</sup>, hors le critère relatif à l'indépendance du conseil.

c) Le dirigeant siège ou siégera dans le comité de rémunération ou de nomination.

---

<sup>26</sup> Excepté le critère relatif au cumul de mandats par un dirigeant qui s'exprimera sur les autres mandats de ce dirigeant.

<sup>27</sup> Sauf élection du Directeur Général au conseil d'administration qui sera dans ce cas soutenu.

<sup>28</sup> Excepté le critère relatif au cumul de mandats par un Directeur Général qui s'exprimera sur les autres mandats de ce dirigeant.

## 2.5 Election ou réélection d'un candidat Président du Conseil

### **Pour la proposition sauf :**

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée<sup>29</sup> :

- a) Un des critères définis aux paragraphes 2.1 ou 2.2 ci-dessus n'est pas respecté<sup>30</sup>.
- b) Le candidat cumule la fonction de Président du conseil et de Directeur Général (CEO).
- c) Le candidat est l'ancien premier dirigeant (Directeur Général, Président Directeur Général ou Président du Directoire), sauf l'élection lors de séparation des fonctions de Président du Conseil et de Directeur Général pour la première fois et pour la durée d'un mandat n'excédant pas quatre ans. Après cette période transitoire, le renouvellement du Président ancien dirigeant sera refusé.
- d) Le candidat est Président du Conseil non-exécutif d'une autre société cotée.
- e) Le candidat est Président du conseil lorsque la société a entretenu des pratiques manifestement contraires aux recommandations du code de référence ou aux principes exposés dans le présent document.

## 2.6 Election ou réélection d'un censeur

**Contre la proposition sauf** si la condition suivante est vérifiée :

La présence du censeur au conseil peut être temporairement récusée par un seul administrateur.

## 2.7 Election en concurrence d'un administrateur représentant les salariés actionnaires

### **Pour la proposition sauf :**

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) Le processus de désignation du ou des candidats représentants des salariés actionnaires n'est pas démocratique
- b) Un seul poste est réservé aux salariés actionnaires et l'un des critères définis aux paragraphes 2.1 ou 2.2 ci-dessus est vérifié, à l'exception du critère d'indépendance défini au paragraphe 2.1 a).
- c) Plusieurs postes sont réservés aux salariés actionnaires, et l'un des critères définis aux paragraphes 2.1 ou 2.2 ci-dessus est vérifié.

---

<sup>29</sup> Les améliorations majeures au régime de gouvernance et de démocratie actionnariale de la société seront toutefois prises en compte dans l'analyse (cf. chapitre I sur les principes de gouvernement d'entreprise ; ex : instauration du principe une action-une voix, mise au vote de sa rémunération, limitation de la concentration des pouvoirs par développement de l'indépendance et séparation des fonctions)

<sup>30</sup> Excepté le critère relatif à l'indépendance et excepté le critère relatif au cumul de mandats par un Président de conseil qui s'exprimera sur les autres mandats de ce Président du Conseil (cette exception ne concerne pas la limite générale de cinq mandats).

## **Pour choisir entre différents candidats, Proxinvest observera les critères suivants :**

Motivation du candidat

Légitimité du candidat vis à vis des actionnaires salariés (résultat des élections préliminaires, représentant d'une catégorie importante)<sup>31</sup>

Détention en actions ou parts de FCPE du candidat

Indépendance du candidat vis à vis de la direction

Rotation du représentant des salariés actionnaires au sein du conseil

Dans certains cas, Proxinvest pourra être amené à soutenir plusieurs candidatures satisfaisant ses recommandations.

## **2.8 Rémunération des membres du conseil d'administration ou de surveillance**

### **Pour la proposition sauf:**

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

a) La rémunération sous forme de jetons de présence n'est pas au moins partiellement indexée sur la présence.

b) La rémunération moyenne individuelle proposée ou le coût global de la supervision par le conseil y compris la rémunération du président non exécutif excèdent de manière significative (plus de 150%) le montant observé dans les sociétés à capitalisation proche<sup>32</sup>.

c) Le niveau de jeton individuel moyen pourrait créer une réelle dépendance économique, soit à partir de 100 000 € par an et par personne.

d) La résolution propose une rémunération aux membres du conseil non exécutifs sous forme de bonus, d'actions gratuites ou de bons de souscriptions d'actions sauf si, dans les valeurs moyennes et petites faisant face à une trésorerie limitée et voulant attirer des administrateurs qualifiés et indépendants, la dotation prévue n'atteint pas des valorisations significativement supérieures au jeton moyen observé.

e) Une rémunération significative du président non-exécutif du Conseil échappe au contrôle de l'assemblée générale (non soumission au rapport des conventions réglementées ou non inclusion au sein de l'enveloppe des jetons de présence). La rémunération du Président du Conseil n'est pas soumise à l'approbation de l'assemblée générale alors qu'elle relève manifestement de la procédure des conventions réglementées : soit elle ne peut être considérée comme courante ou conclue à des conditions normales car supérieure à cinq fois le montant de jeton moyen perçu par les autres membres du conseil soit elle se justifie par des missions spéciales qui outrepassent les missions liées à la bonne

---

<sup>31</sup> Recommandations AFG : « Il est souhaitable que les actionnaires bénéficient d'une transparence quant au processus électoral ayant conduit à leur désignation (nombre de tours, nombre de voix obtenues, ...)

<sup>32</sup> Dans les sociétés de moyenne capitalisation, un minimum de jeton de 20 000 euros par membre libre de conflit d'intérêt sera autorisé afin de soutenir leur recherche d'ouverture du conseil aux personnalités extérieures et libres de conflits d'intérêts.

gouvernance que confère l'article L-225-51 du code de Commerce (organisation et direction des travaux du conseil, veille du bon fonctionnement des organes de la société tel que CA ou AG, rédaction du rapport sur le contrôle interne).

f) L'enveloppe présente une hausse significative (plus de 5%) sans que celle-ci soit justifiée.

## 2.9 Modification statutaire touchant le conseil d'administration ou de surveillance

### **Pour la proposition sauf <sup>33</sup>:**

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) Passage d'une structure duale à conseil de surveillance et directoire à une structure à conseil d'administration.
- b) Maintien ou instauration d'un nombre de membres jugé excessif (>16 membres)
- c) Maintien ou instauration de postes réservés ou protégés au conseil<sup>34</sup>
- d) Suppression ou réduction de l'obligation de détention par les membres du conseil d'un minimum d'investissement en actions.
- e) Maintien ou instauration d'un ou plusieurs postes de censeur ne pouvant être temporairement récusé.
- f) Limite statutaire d'âge ne respectant pas les principes de Proxinvest et n'instaurant pas un cadre suffisamment contraignant de planification du processus de succession.

---

<sup>33</sup> Liste non exhaustive. Chaque demande sera analysée en ligne avec l'esprit des principes définis au chapitre I.

<sup>34</sup> Excepté le cas d'un représentant des salariés actionnaires sous condition d'une ratification par une majorité des voix de l'assemblée générale.

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

#### **3.1 Affectation du résultat - Dividende**

##### **Pour la proposition sauf:**

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

a) Le dividende proposé n'a pas sauf justification circonstancielle pertinente satisfait l'un des contrôles suivants :

Contrôle d'excès : distribution excédant 80% du résultat net consolidé, 25% des fonds propres ou représentant plus de 150% du taux de distribution sectoriel ;

Contrôle d'insuffisance : distribution inférieure à 10% du résultat net consolidé, à 2% des fonds propres ou à 50% du taux de distribution sectoriel ;

Contrôle d'incohérence : évolution de la distribution s'écartant de plus de 30% de l'évolution de celle des résultats ;

Contrôle d'endettement : le ratio dette nette sur fonds propres est supérieur à 1,5 et la dette nette est supérieure à cinq années de flux de trésorerie opérationnels.

Contrôle de découragement de la pratique du prêt de titres : date de paiement du dividende proche de moins de 15 jours de l'assemblée générale<sup>35</sup>.

b) La société distribue un dividende au titre d'un exercice déficitaire au regard des comptes consolidés.

ET

Non justification circonstancielle pertinente par la société de sa politique de distribution.

#### **3.2 Option pour le paiement du dividende en actions ou modification statutaire l'autorisant**

##### **Contre la proposition**

Proxinvest est favorable à l'ouverture d'une option au gré de l'actionnaire pour opter pour le dividende en actions mais défavorable aux modalités réglementaires françaises du dividende en actions qui favorise non la fidélisation mais l'arbitrage. Les sociétés françaises et le législateur devraient s'inspirer des modèles étrangers où la valeur des actions attribuées est égale à la valeur du dividende versé en numéraire car calculée sur la moyenne des cours précédant la date de détachement du dividende.

---

<sup>35</sup> Uniquement pour les sociétés du SBF 120 et à l'exception des sociétés ayant recours aux acomptes sur dividende.

### 3.3 Dividende majoré

**Pour la proposition** dans les limites légales de 10% de majoration sur une fraction maximale de 0,50% du capital.<sup>36</sup>

### 3.4 Opérations de rachats de ses propres titres

**Pour la proposition sauf:**

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) Situation d'endettement significatif non justifié (gearing supérieur à un et couverture de la dette nette par les flux de trésorerie d'exploitation inférieure à cinq).
- b) La résolution autorise l'intervention sur le capital par rachat en période d'offre publique<sup>37</sup> (sauf cas des résolutions limitant strictement l'intervention en période d'offre à la satisfaction d'engagement de livraison de titres ou d'opérations stratégiques engagés et annoncés avant le lancement de la dite offre publique).

### 3.5 Réduction de capital

**Pour la proposition sauf:**

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) Risque de réduction de la liquidité du titre si le flottant est inférieur ou égal à 40% du nombre total de titres en circulation.
- b) La réduction de capital envisagée impacte négativement le potentiel stratégique et la capacité bénéficiaire à long terme et n'est donc pas compatible avec les intérêts à long terme des actionnaires.
- c) La demande est jugée incohérente au regard de la privation de dividende proposée lors de l'affectation du résultat.

### 3.6 Division du titre

**Pour la proposition**

### 3.7 Autorisations d'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription

**Pour la proposition sauf:**

CONTRE si la condition suivante est vérifiée :

La demande, y compris les autorisations subsistantes, excède 50% du capital et n'est pas justifiée par un projet spécifique (financement d'une acquisition majeure, restructuration financière)

---

<sup>36</sup> Ceci exclut toutefois la création d'actions à dividende majoré sans droit de vote.

<sup>37</sup> L'expression « à tout moment » est interprétée comme autorisant l'intervention à tout moment, donc y compris en période d'offre publique.

### 3.8 Autorisations d'augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription mais avec délai de priorité garanti

#### Pour la proposition sauf:

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) La demande, y compris les autorisations subsistantes, excède un tiers du capital et n'est pas justifiée par un projet spécifique.
- b) La décote possible pourrait excéder 5% du cours moyen des trois dernières séances.

### 3.9 Autorisations d'augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription et délai de priorité non garanti<sup>38</sup>

#### Pour la proposition sauf:

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) La demande, y compris les autorisations subsistantes, excède 10% du capital et n'est pas justifiée par un projet spécifique. La limitation globale de l'ensemble des autorisations d'augmentations de capital sans DPS ne doit pas dépasser 10% du capital (hors demande avec délai de priorité garanti). En cas de résolutions multiples conduisant au dépassement de ce plafond, la demande d'émission en numéraire et par offre au public sera privilégiée sans que celle-ci puisse dépasser 10% du capital si le délai de priorité n'est pas garanti.
- b) La décote possible pourrait excéder 5% du cours moyen des trois dernières séances.

### 3.10 Autorisations d'augmentation de capital en rémunération d'une offre publique d'échange

#### Pour la proposition sauf:

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) L'enveloppe demandée y compris les autorisations subsistantes, excède 10% du capital<sup>39</sup>.
- b) La limite pour l'ensemble des autorisations sans DPS excède 10% du capital.

### 3.11 Autorisations d'augmentation de capital en rémunération d'apports en nature

#### Pour la proposition sauf:

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) L'enveloppe demandée excède 5% du capital<sup>40</sup>.
- b) La limite pour l'ensemble des autorisations sans DPS excède 10% du capital.

---

<sup>38</sup> Ce type de résolution englobe également d'une façon générale les augmentations du capital sans DPS par placement privé ou réservées à un cercle restreint d'investisseurs qualifiés.

<sup>39</sup> Pour les cas des projets spécifiques aux conditions prédéterminées, se reporter au paragraphe 3.13.

<sup>40</sup> Idem

### **3.12 Option de sur-allocation (« Greenshoe »)**

#### **Pour la proposition sauf:**

CONTRE si la condition suivante est vérifiée :

Emission sans DPS ou sans délai de priorité garanti.

### **3.13 Opérations stratégiques spécifiques (émission réservée, apports, fusions, offres, scissions)**

#### **Pour la proposition sauf:**

CONTRE si la conclusion de l'analyse suivante est négative :

- a) Intérêt stratégique à long terme de l'opération.
- b) Conditions financières équilibrées (valeur retenue des actifs et des passifs créés ou transférés au regard des conditions de marché)
- c) Impact positif sur la gouvernance, la démocratie actionnariale, les droits des actionnaires et le flottant.

## 4. Rémunération et association des dirigeants et salariés au capital

### 4.1 Augmentations de capital réservées aux salariés

#### **Pour la proposition sauf:**

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) L'autorisation proposée porte sur plus de 5% du capital.
- b) La part des salariés au capital (encours hors managers et nouvelle autorisation proposée) peut excéder 10% du capital et la résolution autorise une décote.<sup>41</sup>
- c) La part des salariés au capital, nouvelle autorisation proposée incluse, peut excéder 5% du capital et la société n'a pas confirmé ou indiqué la non-participation de représentants de la direction dans le sens du vote des actionnaires salariés lors de l'assemblée générale (vote direct des salariés actionnaires ou porteurs de parts ou non-participation des représentants de la direction à la décision du conseil de surveillance de FCPE sur positions de vote à l'AG)

### 4.2 Régimes de retraite supplémentaires à prestations définies pour les mandataires sociaux dirigeants

#### **Pour la proposition sauf:**

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) Le régime permet l'attribution aux dirigeants d'une rente annuelle d'un montant supérieur à 1,50% de la rémunération salariale par année d'ancienneté.
- b) Le régime permet l'attribution aux dirigeants d'une rente totale de plus de 20% de la rémunération moyenne fixe et variable versée au cours des trois dernières années (y compris les rentes versées au titre des régimes obligatoires).
- c) La rémunération totale de l'intéressé (rémunération salariale, avantages, options et actions de performance) excède déjà la rémunération maximum socialement acceptable. Pour Proxinvest, ce maximum socialement acceptable est de 240 SMIC<sup>42</sup>.

---

<sup>41</sup> Sauf cas d'engagement de la société à ne pas pouvoir émettre plus de 10% du capital sous forme d'options, droits à actions gratuites ou de performance, bsars et actionnariat salarié sur toute période glissante de dix ans.

<sup>42</sup> Soit 4,3M€ sur la base du SMIC 39h

### 4.3 Régimes de retraite supplémentaires à cotisations définies pour les mandataires sociaux dirigeants

#### Pour la proposition sauf:

CONTRE si la condition suivante est vérifiée :

La rémunération totale de l'intéressé (rémunération salariale, avantages, options et actions de performance, cotisation annuelle au titre du régime retraite) excède la rémunération maximum socialement acceptable par Proxinvest, soit 240 SMIC.

### 4.4 Indemnités de départ (y compris clauses de non-concurrence)

#### Pour la proposition sauf:

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) L'indemnité, hors clause de non-concurrence, peut être versée pour une raison autre qu'un cas de départ contraint et lié à un changement de contrôle ou de stratégie.
- b) La rémunération totale de l'intéressé (rémunération salariale, avantages, options et actions de performance, cotisation annuelle au titre du régime retraite) excède la rémunération maximum socialement acceptable par Proxinvest, soit 240 SMIC.
- c) L'indemnité pourrait excéder un montant d'un an de rémunération salariale auquel est ajouté un mois de salaire par année d'ancienneté au-delà de douze ans dans le groupe.
- d) L'indemnité pourrait excéder un montant de 24 mois de salaire.
- e) Les conditions de performance attachées au droit à indemnité de départ sont trop peu exigeantes.
- f) L'indemnité est une indemnité de départ en retraite.
- g) Les conditions de départ prévoient une remise en cause des conditions d'octroi des options ou actions gratuites (conditions de performance ou de présence).

### 4.5 Attribution d'options incluant des mandataires sociaux

#### Pour la proposition sauf:

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) La résolution ou le rapport du conseil à l'assemblée générale ne garantit pas que l'émission sera assujettie à des conditions de performance obligatoires pour les mandataires sociaux dirigeants.
- b) Ces critères de performance ne sont pas factuels, vérifiables, quantifiables<sup>43</sup> ou ne sont pas jugés adéquats (lien avec la performance, possibilité d'une attribution au cas de non atteinte des objectifs de performance)<sup>44</sup>.

---

<sup>43</sup> Si la politique de la société est de ne pas annoncer d'objectifs au marché et que les critères de performance retenus sont basés sur des agrégats comptables internes, Proxinvest attendra alors de la société qu'elle s'engage à rendre compte a posteriori de façon très précise sur un tableau comparatif des objectifs cibles, des pourcentages atteints et des attributions définitives.

- c) Les critères de performance comprennent une partie qualitative non vérifiable extérieurement par l'actionnaire.
- d) Les critères de performance pratiqués par la société encouragent au court-termisme par une durée de mesure inférieure à trois années pleines.
- e) La période d'indisponibilité (interdiction d'exercice) pratiquée par la société est inférieure à quatre années.
- f) Une décote est autorisée dans la résolution alors que des dirigeants peuvent en être bénéficiaires.
- g) La ou les demande(s) excède(nt) 2% du capital<sup>45</sup>.
- h) La dilution potentielle qu'indique le nombre total en circulation d'options et droits à actions de performance ou gratuites excède 10% du capital.
- i) La durée de vie maximale des options est trop courte (inférieure à cinq ans) ou trop longue (supérieure à douze ans).
- j) Le pourcentage maximal qui peut être attribué au mandataire social dirigeant n'est pas communiqué.
- k) Plus de 0,10% du capital pourrait être attribué à un mandataire social dirigeant d'une société du CAC 40 (sauf prise en compte de conditions de performance particulièrement exigeantes).
- l) La valeur annuelle actualisée du nombre cible d'actions et options excède 100% de la rémunération fixe ou la valeur annuelle actualisée du nombre maximal d'actions et options proposé dans les résolutions excède 200% de la rémunération fixe<sup>46</sup>.

#### 4.6 Attribution d'options au bénéfice des seuls salariés (mandataires sociaux exclus)

##### **Pour la proposition sauf:**

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) La période d'indisponibilité (interdiction d'exercice) est inférieure à quatre années.
- b) La ou les demande(s) d'attribution d'options excède 2% du capital<sup>47</sup>.
- c) La dilution potentielle qu'indique le nombre total en circulation d'options et droits à actions de performance ou gratuites excède 10% du capital.
- d) La durée de vie maximale des options est trop courte (inférieure à cinq ans) ou trop longue (supérieure à douze ans).

---

<sup>44</sup> Cette analyse portera sur les conditions de performance futures annoncées pour les grandes valeurs européennes et, à défaut, sur le dernier plan d'options pour les valeurs françaises de taille petite ou moyenne.

<sup>45</sup> Sauf conditions de performance particulièrement exigeantes ou sauf engagement de la société à ne pas pouvoir émettre plus de 10% du capital sous forme d'options, droits à actions gratuites ou de performance, bsars et actionnariat salarié sur toute période glissante de dix ans.

<sup>46</sup> Cf. § 4 des principes sur la politique de rémunération des dirigeants

<sup>47</sup> Sauf conditions de performance particulièrement exigeantes ou sauf engagement de la société à ne pas pouvoir émettre plus de 10% du capital sous forme d'options, droits à actions gratuites ou de performance, bsars et actionnariat salarié sur toute période glissante de dix ans.

#### 4.7 Emission de BSA ou BSARs Managers

##### **Pour la proposition sauf:**

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) La résolution n'indique pas les caractéristiques essentielles du bon, principalement son prix d'acquisition, mais aussi le prix et la durée d'exercice ainsi que la valorisation de la clause de forçage au gré de l'émetteur et l'émission ne respecte pas les lignes directrices de Proxinvest sur les options définies ci-après.
- b) Des doutes peuvent subsister sur la juste valeur du prix d'acquisition des bons ou sur les pratiques passées de la société.
- c) Le pourcentage du capital proposé est supérieur à 5% ou pourrait conduire à une dilution excessive au profit d'un nombre trop restreint de cadres dirigeants et leur créer un pouvoir de contrôle ou d'influence excessif.

#### 4.8 Attribution d'actions gratuites ou de performance incluant des mandataires sociaux

##### **Pour la proposition sauf:**

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) La résolution ou le rapport du conseil à l'assemblée générale ne garantit pas que l'émission sera assujettie à des conditions de performance obligatoires.
- b) Les critères de performance ne sont pas factuels, vérifiables, quantifiables ou ne sont pas jugés adéquats par Proxinvest (lien avec la performance)<sup>48</sup>.
- c) Les critères de performance comprennent une partie qualitative non vérifiable extérieurement par l'actionnaire.
- d) Les critères de performance pratiqués par la société encouragent au court-termisme par une durée de mesure inférieure à trois ans.
- e) La ou les demande(s) d'attribution d'actions gratuites/de performance excède(nt) 0,50% du capital<sup>49</sup>.
- f) La dilution potentielle qu'indique le nombre total en circulation d'options et droits à actions de performance ou gratuites excède 10% du capital.
- g) Le pourcentage maximal qui peut être attribué au mandataire social dirigeant n'est pas communiqué.
- h) Plus de 0,03% du capital pourrait être attribué à un mandataire social dirigeant d'une société du CAC 40 (sauf prise en compte de conditions de performance particulièrement exigeantes).

---

<sup>48</sup> Cette analyse portera sur les conditions de performance futures annoncées pour les grandes valeurs européennes et, à défaut, sur le dernier plan pour les valeurs françaises de taille petite ou moyenne.

<sup>49</sup> Sauf conditions de performance particulièrement exigeantes ou sauf engagement de la société à ne pas pouvoir émettre plus de 10% du capital sous forme d'options, droits à actions gratuites ou de performance, bsars et actionnariat salarié sur toute période glissante de dix ans.

i) La valeur annuelle actualisée du nombre cible d'actions et options excède 100% de la rémunération fixe ou la valeur annuelle actualisée du nombre maximal d'actions et options proposé dans les résolutions excède 200% de la rémunération fixe<sup>50</sup>.

j) La demande porte sur une émission obligatoirement égalitaire bénéficiant à tous les salariés<sup>51</sup>.

#### 4.9 Attribution d'actions gratuites au bénéfice des seuls salariés (mandataires sociaux exclus)

##### **Pour la proposition sauf:**

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

a) La ou les demande(s) d'attribution d'actions gratuites/de performance excède(nt) 0,50% du capital<sup>52</sup>.

b) La dilution potentielle qu'indique le nombre total en circulation d'options et droits à actions de performance ou gratuites excède 10% du capital.

#### 4.10 Approbation d'une politique de rémunération ou d'un rapport sur les rémunérations des dirigeants

##### **Pour la proposition sauf:**

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

a) Manquement aux exigences d'information sur les rémunérations définies dans la première partie de ce document ou information fournie insuffisante pour permettre aux actionnaires d'analyser correctement la politique de rémunération.

b) La structure ou la philosophie de la politique de rémunération n'est pas en ligne avec les principes définis dans la première partie de ce document.

---

<sup>50</sup> Cf. § 4 des principes sur la politique de rémunération des dirigeants.

<sup>51</sup> Proxinvest n'est pas favorable aux résolutions externes visant à forcer la main du conseil pour une émission d'actions gratuites ou de performance bénéficiant de façon égalitaire à tous les salariés.

<sup>52</sup> On notera ici deux exceptions :

- 1) Lorsque la société communique le nombre futur de bénéficiaires attendus et que le plan d'actions gratuites est à éligibilité large (plus de 50% des salariés en seront bénéficiaires), l'autorisation sera acceptée jusqu'à 1% du capital.
- 2) Si la société s'engage à ne pas émettre plus de 10% du capital sous forme d'options, droits à actions gratuites ou de performance, bsars et actionnariat salarié sur toute période glissante de dix ans.

## **5. Modifications statutaires et droits des actionnaires**

### **5.1 Introduction d'un droit de vote double**

**Contre la proposition**

### **5.2 Introduction d'une limitation de droits de vote**

**Contre la proposition**

### **5.3 Suppression du droit de vote double**

**Pour la proposition**

### **5.4 Suppression ou relèvement de la limitation de droits de vote**

**Pour la proposition**

### **5.5 Améliorations des droits des actionnaires ou de la gouvernance**

**Pour la proposition**

### **5.6 Passage à la structure de société en commandite par action**

**Contre la proposition**

### **5.7 Création d'actions de préférence (modification des statuts ou émission)**

**Contre la proposition sauf :**

POUR si les conditions suivantes sont vérifiées :

- a) Respect du principe de proportionnalité entre investissement en capital et contrôle des droits de vote (principe « Une action-Une voix »).
- b) Absence de rupture substantielle du principe d'égalité entre actionnaires (Rémunération, information, sièges au conseil, ...)
- c) Absence de conséquences sur l'ouverture du capital et l'opportunité de lancement d'offres publiques par un tiers.
- d) Emission aux conditions équilibrées et stratégiquement justifiées.

## 5.8 Obligations de déclaration de franchissement de seuil statutaire

### Pour la proposition sauf:

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) La résolution ne prévoit pas la publication immédiate des passages de seuil sur le site de la société.
- b) Le délai de déclaration des seuils statutaires imposé aux actionnaires est inférieur à 15 jours.
- c) Le seuil proposé est inférieur à 1% du capital ou des droits de vote.

## 5.9 Minimum statutaire d'actions à détenir par administrateur

### Pour la proposition sauf:

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) Suppression de l'obligation de détention d'actions par les administrateurs.
- b) Réduction du nombre d'actions à détenir à l'équivalent de moins d'un an de jetons de présence.

## 5.10 Inscription statutaire de règles de bonne gouvernance

### Pour la proposition

Ce type de résolution peut concerner par exemple l'introduction dans les statuts d'un minimum de membres indépendants au conseil, la définition d'indépendance, la création de comités spécialisés, la séparation des fonctions, l'information sur les rémunérations, etc....

## 5.11 Modification statutaire : transfert du siège social ou transfert sur un autre marché de cotation

### Pour la proposition sauf:

CONTRE si la condition suivante est vérifiée :

Le transfert réduirait les droits des actionnaires ou ferait peser un risque pour la gouvernance de la société.

## 5.12 Modification statutaire mineure ou de mise en conformité

### Pour la proposition sauf:

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) La modification concerne un article des statuts pour lequel une non-conformité aux principes de gouvernement d'entreprise définis dans le présent document est observée.
- b) Il est proposé à l'assemblée générale d'adopter le nouveau texte intégral des statuts et ce dernier maintient une importante non-conformité aux principes définis dans le présent document.

## 6. Résolutions externes

**Les résolutions externes seront analysées au regard des principes définis dans la politique de Proinvest.**

### 6.1 Candidatures externes

**Pour la proposition sauf :**

CONTRE si les conditions suivantes sont vérifiées :

- a) L'initiateur n'a pas clairement formulé et dûment motivé sa résolution (projet stratégique convaincant en cas de candidature hostile).
- b) L'impact de la résolution sur la gouvernance de l'entreprise est négatif ou contraire aux principes définis par le présent document.
- c) L'actionnaire significatif soutenant une ou plusieurs résolutions de nomination d'administrateurs n'a pas pris d'engagement de détention sur la durée du ou des mandats sollicités.
- d) Le candidat externe a manifestement manqué à ses devoirs vis à vis des actionnaires ou de la société.

### 6.2 Résolution améliorant les droits des actionnaires, la gouvernance, la responsabilité sociale, sociétale ou environnementale du groupe

**Pour la proposition**