



**PRINCIPES  
DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE**

---

**POLITIQUE DE VOTE 2010**

Copyright © Proxinvest Sarl, janvier 2010

Les éditions Proxinvest sont confidentielles. Toute citation ou reproduction, même partielle, est illégale sans autorisation écrite préalable de Proxinvest. Toute citation doit s'effectuer avec l'indication de la source.

# Table des matières

---

<b>Introduction .....</b>	<b>7</b>
<b>Principes de gouvernement d'entreprise.....</b>	<b>9</b>
<b>1. L'approbation des comptes et de la gestion .....</b>	<b>11</b>
1.1 Information financière et approbation des comptes ..	11
1.2 Commissaires aux comptes .....	11
1.3 Conventions réglementées.....	13
1.4 Quitus.....	13
<b>2. Le conseil d'administration ou de surveillance..</b>	<b>15</b>
2.1 Séparation des pouvoirs, élection des présidents de conseil et des administrateurs dirigeants.....	15
2.2 Compétence des membres du conseil .....	16
2.3 Indépendance du conseil.....	18
2.4 Disponibilité.....	20
2.5 Composition équilibrée du conseil .....	20
2.6 Engagement et rémunération des administrateurs ...	22
2.7 Processus de succession .....	23
2.8 Comités spécialisés.....	24
<b>3. L'affectation du résultat, la gestion des fonds propres et les opérations en capital .....</b>	<b>27</b>
3.1 Distribution .....	27
3.2 Rachat d'actions et réduction de capital .....	28
3.3 Division du titre.....	29
3.4 Endettement.....	29
3.5 Apports et fusions .....	30
3.6 Autorisations préalables et droit préférentiel de souscription .....	30
3.7 Ecritures diverses.....	32
<b>4. Rémunération et association des dirigeants et salariés au capital .....</b>	<b>33</b>

4.1 Actionnariat des salariés .....	33
4.2 Les BSARs managers.....	34
4.3 Rémunérations des dirigeants .....	34
4.3.a <i>Transparence</i> .....	34
4.3.b <i>Vote sur la politique de rémunération et maximum socialement acceptable</i> .....	35
4.3.c <i>La rémunération salariale</i> .....	37
4.3.d <i>Les régimes de retraites « sur-complémentaires »</i> .....	37
4.3.e <i>Les indemnités de départ et primes de bienvenue</i> .....	37
4.3.f <i>La rémunération de la présidence non-exécutive</i> .....	38
4.4 Attribution d'options .....	39
4.5 Attributions d'actions gratuites .....	39
<b>5. Les droits des actionnaires .....</b>	<b>41</b>
5.1 Droit de vote simple .....	41
5.2 Droit de vote non limité .....	42
5.3 Libre accès au capital .....	43
5.4 Identification des actions et seuils de déclaration ....	44
5.5 Tenue équitable de l'assemblée générale.....	45
5.6 Maintien des droits des actionnaires .....	46

## **Politique de vote 2010 ..... 49**

<b>1. L'approbation des comptes et de la gestion.....</b>	<b>51</b>
1.1 Approbation des comptes sociaux .....	51
1.2 Approbation des comptes consolidés.....	51
1.3 Quitus .....	52
1.4 Approbation des dépenses non déductibles.....	52
1.5 Conventions réglementées .....	52
1.6 Nomination des commissaires aux comptes .....	54
1.7 Renouvellement des commissaires aux comptes titulaires .....	54
1.8 Commissaires aux comptes suppléants .....	55
<b>2. Le conseil d'administration ou de surveillance .</b>	<b>57</b>

2.1 Nomination d'un administrateur ou membre du conseil de surveillance .....	57
2.2 Renouvellement d'un administrateur ou membre du conseil de surveillance .....	58
2.3 Election ou réélection d'un administrateur dirigeant .	59
2.4 Election ou réélection d'un candidat Président du Conseil .....	59
2.5 Election ou réélection d'un censeur .....	60
2.6 Election en concurrence d'un administrateur représentant les salariés actionnaires .....	60
2.7 Rémunération des membres du conseil d'administration ou de surveillance.....	61
2.8 Modification statutaire touchant le conseil d'administration ou de surveillance.....	62

### **3. L'affectation du résultat, la gestion des fonds propres et les opérations en capital ..... 65**

3.1 Affectation du résultat - Dividende.....	65
3.2 Option pour le paiement du dividende en actions ou modification statutaire l'autorisant .....	66
3.3 Dividende majoré .....	66
3.4 Opérations de rachats de ses propres titres.....	66
3.5 Réduction de capital.....	67
3.6 Division du titre.....	67
3.7 Autorisations d'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription .....	67
3.8 Autorisations d'augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription et délai de priorité garanti .....	67
3.9 Autorisations d'augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription et délai de priorité non garanti .....	68
3.10 Autorisations d'augmentation de capital en rémunération d'une offre publique d'échange .....	68
3.11 Autorisations d'augmentation de capital en rémunération d'apports en nature .....	69
3.12 Option de sur-allocation (« Greenshoe ») sur émission sans DPS .....	69
3.13 Opérations stratégiques spécifiques (émission réservée, apports, fusions, offres, scissions) .....	69

<b>4. Rémunération et association des dirigeants et salariés au capital.....</b>	<b>71</b>
4.1 Augmentations de capital réservées aux salariés ....	71
4.2 Emission de BSARs Managers .....	71
4.3 Régimes de retraite supplémentaires à prestations définies pour les mandataires sociaux dirigeants.....	72
4.4 Régimes de retraite supplémentaires à cotisations définies pour les mandataires sociaux dirigeants.....	72
4.5 Indemnités de départ (y compris clauses de non-concurrence).....	73
4.6 Autorisations d'attribution d'options.....	73
4.7 Autorisations d'attribution d'actions gratuites ou de performance .....	74
<b>5. Modifications statutaires et droits des actionnaires.....</b>	<b>77</b>
5.1 Introduction d'un droit de vote double .....	77
5.2 Introduction d'une limitation de droits de vote .....	77
5.3 Suppression du droit de vote double ou limitation de droits de vote .....	77
5.4 Autres améliorations des droits des actionnaires ou de la gouvernance .....	77
5.5 Passage à la structure de société en commandite par action.....	77
5.6 Actions de préférence (modification des statuts ou émission) .....	77
5.7 Obligations de déclaration de franchissement de seuil statutaire.....	78
5.8 Minimum statutaire d'actions à détenir par administrateur .....	78
5.9 Inscription statutaire du respect de certaines règles de bonne gouvernance .....	78
5.10 Modification statutaire : transfert du siège social ou transfert sur un autre marché de cotation .....	79
5.11 Modification statutaire mineure ou de mise en conformité.....	79
<b>6. Résolutions externes .....</b>	<b>81</b>
6.1 Résolution externe.....	81

# 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, devoir qui se retrouve au niveau de chacun des domaines présentés. 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.

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 les mêmes valeurs l'ECGS, European Corporate Governance Service Ltd, diffusant des études en langue anglaise.

Proxinvest est membre fondateur de l'International Corporate Governance Network et est représenté à la commission consultative « épargnants et actionnaires minoritaires » de l'Autorité des Marchés Financiers.

La politique de vote adoptée par Proxinvest pour 2010 constitue la cinquième révision publiée et couvre un maximum de domaines

d'intervention des actionnaires réunis en assemblée générale. Cette brochure, fruit d'années de réflexions sur le sujet, vise à offrir aux investisseurs une base de réflexion quant à la définition de leur propre politique de vote et espère éclairer les émetteurs soucieux du plus grand respect de leurs actionnaires et désirant préparer leurs résolutions en conformité avec d'exigeants standards. Afin d'améliorer sa lecture, la brochure « Principes de gouvernement d'entreprise et politique de vote » de Proxinvest est désormais scindée en deux parties, tout d'abord les principes et enfin les lignes directrices de vote.

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

#### I. Approbation des comptes et de la gestion

- Principe : Intégrité des comptes

#### 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 et respect des actionnaires de long terme

#### IV. Association des dirigeants et des salariés au capital

- Principe : 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 l'information financière**

### **1.1 Information financière et approbation des comptes**

L'information financière doit être accessible, sincère et cohérente, la stratégie présentée devant être lisible et stable au travers de l'ensemble des documents mis à disposition des actionnaires (rapport annuel, document de référence, 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 et des litiges en cours doit être exhaustive et donnée en temps réel.

Les résolutions d'approbation des comptes doivent 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.

L'ordre du jour ne devrait pas oublier de comprendre un point relatif à l'approbation des dépenses non déductibles.

### **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 son actionnaire de contrôle.

De même, les commissaires aux comptes suppléants ne doivent pas appartenir au même cabinet que les commissaires titulaires. Il convient de déplorer que les grands groupes cotés s'en remettent de façon trop aisée aux réseaux des plus grands cabinets mondiaux dans un domaine où le principe de « diversité » devrait assurer l'amélioration des méthodes et des coûts.

L'expérience professionnelle exigée des commissaires suppose que la firme présentée ou son représentant candidat n'ait pas participé dans le passé à des décisions notoirement 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 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. Proxinvest se réserve donc le droit de s'opposer au renouvellement des commissaires aux comptes en cas d'observations de manquement 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**

Les conventions réglementées doivent être signées dans l'intérêt de tous les actionnaires. Ceci implique 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, non chiffrée, mal ou peu justifiée stratégiquement ou de conditions économiques manifestement inéquitables donne lieu 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 peut être assimilée à une « convention courante ou conclue à des conditions normales », et doit donc être soumise au vote des conventions réglementées.

### **1.4 Quitus**

Tout mandataire social responsable et diligent n'a aucunement besoin du quitus et toute résolution inutile devant être proscrite, Proxinvest s'oppose à toute demande de quitus, même lorsque celle-ci est associée à l'approbation des comptes.

Les gestionnaires d'actions pour compte de tiers et investisseurs institutionnels devraient 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.

## 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 mondiaux 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 :

---

<sup>1</sup> Rapport AFEP & MEDEF Oct. 2003 « Gouvernement d'entreprise des sociétés cotées ».

- 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 est en effet 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 toutefois 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 tentative de 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.

## **2.2 Compétence des membres du conseil**

*Selon l'AFEP-MEDEF, un Conseil doit ainsi 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 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 nous 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, pourront 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 Indépendance du conseil**

La qualification d'administrateur indépendant n'entraîne pas de jugement de valeur. Les administrateurs indépendants n'ont pas de qualités spécifiques de celles des autres administrateurs, qui feraient qu'ils agiraient davantage dans l'intérêt des actionnaires. La qualification d'indépendant ne vise que la situation objective d'un administrateur qui est réputé ne pas avoir de conflit d'intérêts potentiels avec 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 de celle-ci, n'est pas souhaitable.

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

- aux dirigeants, salariés et anciens dirigeants ou salariés ;
- aux parents et apparentés des dirigeants ;
- aux actionnaires détenant une part minimum de 3% des droits de vote et à leurs représentants\*, ce qui inclut les mandataires sociaux des holdings de détention ;
- aux clients ou fournisseurs, si le volume d'affaire atteint 5% du chiffre annuel de l'un des partenaires, et aux prestataires (avocats, consultants,...) percevant une rémunération annuelle de 100 000 € ou plus ;
- aux administrateurs des filiales du groupe touchant une rémunération spécifique à ce titre ;
- aux personnes appartenant à un groupe administré par l'un des dirigeants de la société (mandats croisés d'administrateur ou de membre du conseil de surveillance) ;
- aux personnes ayant été impliquées dans une transaction stratégique majeure (apport d'actifs, fusion) ;
- aux 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 administrateurs dont le mandat ou la présence au sein de la société ou du groupe excède 9 ans ;
- aux personnes liées à un groupe concurrent.

\*Afin de tenir compte des spécificités des valeurs moyennes définies comme toute société n'étant pas dans le SBF120, 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.

## 2.4 Disponibilité

Le manque de disponibilité de tout candidat détenant en France et à l'étranger un trop grand nombre de mandats dans de grandes organisations<sup>2</sup> ou sociétés de groupes différents 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 participation aux réunions du conseil des administrateurs 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, la nomination de censeurs au conseil n'est pas favorable à un fonctionnement sain du conseil, car la présence obligatoire de personnes n'assumant pas les mêmes responsabilités risque de gêner les travaux des administrateurs.

---

<sup>2</sup>Ceci incluant la fonction publique et les grandes organisations comme la Communauté Européenne, la Banque mondiale, le FMI, le Conseil Economique et Social ou les organisations syndicales de type MEDEF, AFEP, ANSA, FFSA, NAPF, ABI, The Conference Board, TUC, CGT, AFL-CIO et Eglises ou toute position à fortes responsabilités collectives.

*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>3</sup>.*

La représentation statutaire au conseil de quelque catégorie que ce soit (salariés, représentants de l'Etat...) n'est pas souhaitable. Les postes statutairement réservés aux administrateurs actionnaires salariés ne sont acceptables qu'à la condition 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.

*L'ECGS ne considère pas l'indépendance de tous les membres du conseil comme nécessaire. Il peut être utile de voir siéger un ancien dirigeant comme administrateur non exécutif, bien qu'il n'aura évidemment pas la perspective externe.*

*Dans le but de s'assurer qu'une forte voix indépendante existe au conseil, une majorité du conseil doit être indépendante.*

Proxinvest et l'ECGS retiennent une règle plus stricte que celles de l'AFG<sup>4</sup> et de l'AFEP-MEDEF<sup>5</sup> : **le conseil doit être majoritairement**

---

<sup>3</sup> AFEP-MEDEF « Gouvernement d'entreprise des Sociétés cotées » oct. 2003.

<sup>4</sup> AFG « Recommandations sur le Gouvernement d'entreprise – (Janvier 2008) ».

**composé de membres compétents et indépendants, c'est-à-dire libres de tout risque de conflit d'intérêts.** 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.

*L'ECGS 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 non développé 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 souhaitable que les membres du conseil aient au minimum lors de leur renouvellement investi à hauteur d'un an de jeton de présence. Le paiement d'un jeton de présence doit être principalement conditionné par la présence effective aux réunions du conseil et des comités.

Les polices d'assurance responsabilité civile des administrateurs et dirigeants, polices dites « D&O », mises à la charge de la société doivent être communiquées et approuvées par l'assemblée. Il est

---

<sup>5</sup> Rapport AFEP & MEDEF Oct. 2003 « 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.*

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.

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 faisant face à une trésorerie limitée et voulant attirer des administrateurs qualifiés et indépendants.

## **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 nous recommandons 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>6</sup>.

---

<sup>6</sup> Proxinvest n'émet pas de recommandation sur l'âge limite que pourrait inclure les statuts pour tout administrateur ou membre du conseil de surveillance.

## 2.8 Comités spécialisés

Sans rien retirer à la responsabilité finale de tous les administrateurs, l'existence de ces comités contribue au bon fonctionnement du conseil : l'existence de comités spécialisés indépendants 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 de sélection, comité d'audit 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>7</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> AFG « Recommandations sur le Gouvernement d'entreprise – (Janvier 2008) »: *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. 2.4 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 et respect des actionnaires de long terme**

#### **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.

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 donc l'absence de distribution lors d'exercices déficitaires et ne soutiennent pas les distributions non couvertes par les bénéfices de l'exercice, sauf justification argumentée du conseil.

#### **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 l'AFEP sur ce problème législatif.

### ❑ 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 ».

### **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, Proxinvest préférera refuser l'autorisation d'utilisation de la trésorerie à des fins de rachat d'actions aux émetteurs présentant un endettement significatif. L'intervention sur le capital par rachat en période d'offre publique ne doit pas être autorisée, car 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. Toutefois, la résolution peut autoriser le rachat en période d'offre publique s'il a exclusivement pour objet de respecter un engagement de livraison de titres (ex : satisfaire à l'exercice d'options d'achat, 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.

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 est également une question primordiale, Pour des raisons de cohérence dans la politique de distribution, les sociétés ne devraient pas réduire leur capital lorsqu'elles ne sont pas en mesure d'offrir un dividende à leurs actionnaires, sauf justification circonstanciée telle que la 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'actionnariat 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.

La consultation et l'appréciation des avis d'experts, attestations d'équité et de toutes opinions indépendantes s'imposent à l'analyste.

### **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 opposera alors quatre observations :

1. Certaines grandes sociétés n'ont jamais eu recours à la privation du DPS des actionnaires et ceci ne les a pas 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 pas

mettre en cause ni la liquidité, ni la valorisation du titre, ni le principe « Une action, une voix ».

Ceci implique par voie de conséquence le rejet des autorisations générales permettant de réaliser des **apports en nature** ou de lancer une offre publique d'échange sans approbation des actionnaires<sup>8</sup>, ce qui permettrait d'émettre des titres pour des apporteurs en dessous du cours normal des actions.

### **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.

---

<sup>8</sup> Ordonnance 2004 sur les valeurs mobilières.

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

---

### Un principe : 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>9</sup>.*

**Proxinvest considère que l'actionnariat des salariés est souhaitable** et que les sociétés doivent maximiser les possibilités d'abondement autorisées. Les salariés bénéficient d'un régime fiscal favorable et sont en conséquence 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 ce surtout si la structure adoptée (holding luxembourgeoise ou autre) n'offre pas de garantie en matière d'intégrité d'exercice du droit de vote.

Condition de ces autorisations : il convient que l'expression du vote des salariés dans le cadre de ces mécanismes d'actionnariat soit

---

<sup>9</sup> Rapport AFEP & MEDEF Oct. 2003 « Gouvernement d'entreprise des sociétés cotées ».

véritablement indépendante du management. On déplore dans ce domaine l'anomalie légale apportée au pouvoir des salariés actionnaires par la représentation à parité, dans les conseils de FCPE, de la direction et des représentants des salariés.

## **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 managers 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 indépendants, 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 managers, 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 Rémunérations des dirigeants**

### **4.3.a Transparence**

*L'AFG demande « la transparence sur les montants et sur toutes les formes et modes de calcul des rémunérations individuelles, directes, indirectes, immédiates ou différées, des dirigeants mandataires sociaux (y compris « stock-options », actions gratuites, systèmes de retraite, indemnités de départ, avantages particuliers) ainsi que la rémunération*

*globale versée aux dix personnes les mieux rémunérées exerçant des fonctions de direction. »<sup>10</sup>*

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.

#### ***4.3.b Vote sur la politique de rémunération et maximum socialement acceptable***

Le vote sur la politique de rémunération des dirigeants tend à se généraliser au sein des grands pays occidentaux tels que Royaume-Uni, Pays-Bas, Allemagne, Suisse, Etats-Unis, Australie. Proxinvest considère qu'un vote annuel d'approbation de la politique de rémunération des mandataires sociaux est souhaitable. 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 de rejet « binding vote » comme on l'observe aux Pays-Bas.

---

<sup>10</sup> AFG « Recommandations sur le Gouvernement d'entreprise – (Janvier 2008) ».

Les rémunérations des dirigeants et leur évolution, à la hausse comme à la baisse, doivent être liées à la performance et à l'évolution de la valeur du titre de la société. Le montant global de la rémunération doit être cohérent avec les standards et les pratiques en cours dans le pays et le secteur, et être proportionné à la capacité de l'entreprise.

En règle générale, l'équilibre des différentes composantes de rémunération devrait se situer autour d'une règle 20-30-50, c'est à dire 20% pour le fixe, 30% pour le variable, 50% pour les 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 tout en assurant que la moitié soit alignée sur la création de valeur actionnariale à long terme.

Proxinvest pense que chaque investisseur 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 4,35M€ par an, devrait constituer le maximum socialement tolérable de la rémunération globale annuelle (salaire, avantage, options, actions gratuites et contribution de retraite chapeau).

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 ou de plus de 50% de la rémunération de référence résultant d'une régression catégorielle constituent les deux premiers motifs 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.

### **4.3.c La rémunération salariale**

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.

La part variable de la rémunération des dirigeants doit reposer pour l'essentiel sur des critères complémentaires et non alternatifs, pour l'essentiel des critères financiers par action, moyennés sur le moyen terme et vérifiables. La transparence et la permanence des méthodes de calcul utilisées sont requises. Les critères qualitatifs non quantifiables ou vérifiables (restructuration, désendettement, cessions, qualité, image...) ne sauraient représenter plus de 20% de la rémunération variable annuelle.

### **4.3.d Les régimes de retraites « sur-complémentaires »**

Les compléments divers de rémunération comme les avantages en nature ou les régimes de retraite « sur-complémentaires » sont ajoutés pour évaluer le coût du dirigeant pour l'entreprise. La provision de l'année correspondant aux engagements de l'entreprise au titre des retraites dites sur-complémentaires est 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 ajouté à la rémunération totale, dont le caractère excessif sera contrôlé.

### **4.3.e Les indemnités de départ et primes de bienvenue**

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.

Proxinvest est défavorable à toute indemnisation du départ à la retraite d'un mandataire social dirigeant. En effet, nous ne considérons pas qu'il y ait préjudice de l'intéressé lors d'un départ à la retraite alors que les indemnités de départ sont un instrument d'indemnisation et de facilitation de la révocation ou du départ consenti.

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.

Quelque 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.

#### ***4.3.f 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 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. 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 la rémunération au vote des conventions réglementées.

#### 4.4 Attribution d'options

S'alignant sur les standards de bonnes pratiques observées au niveau européen, Proxinvest et ses partenaires de l'ECGS estiment qu'il convient d'isoler au sein des résolutions d'autorisations d'émissions d'options la part qui peut en être attribuée aux mandataires sociaux dirigeants.

De même, sauf pour les résolutions ne concernant que les salariés, les autorisations d'émissions d'options au profit des mandataires sociaux dirigeants doivent **inclure des conditions de performance**. Proxinvest veillera à ce que les conditions de performance annoncées soient en ligne avec une exigence de performance et soient mesurées sur une période de moyen ou long terme.

#### 4.5 Attributions d'actions gratuites

Ces attributions devront veiller à ne pas diluer fortement les actionnaires et à intégrer des **conditions de performance exigeantes mesurées sur moyen-long terme**. Il convient d'isoler au sein des résolutions d'autorisations d'émissions d'actions gratuites la part qui peut en être attribuée aux mandataires sociaux.



## 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, Proxinvest s'oppose 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 stratégique du projet 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. L'AFG souhaite donc que cette pratique soit abandonnée<sup>11</sup>.*

*L'ECGS<sup>12</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*

---

<sup>11</sup> AFG « Recommandations sur le Gouvernement d'entreprise – (Janvier 2008) ».

<sup>12</sup> European Corporate Governance Service Ltd.

à un groupe d'actionnaire au dépend et au coût des autres actionnaires et d'agir comme 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>13</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'actionariat individuel sont souhaitables mais ne sauraient donner lieu à une faveur pour l'ancienneté.

## 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>14</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.

---

<sup>13</sup> ECGS, "Corporate Governance principles for listed companies".

<sup>14</sup> AFG « Recommandations sur le Gouvernement d'entreprise – (Janvier 2008) ».

### 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>15</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 incluent les droits spéciaux de nomination du conseil, les « poisons pills » ou « pilules empoisonnées » et les limitations de droit de vote.<sup>16</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, auto-contrôles plus ou moins occultes, clauses statutaires ou émissions financières pénalisant la société en cas d'offre publique ou en cas de changement de contrôle.

---

<sup>15</sup> AFG « Recommandations sur le Gouvernement d'entreprise – (Janvier 2008) ».

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

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, fût-il de grand mérite. Le patrimoine du commandité apporté en garantie des dettes du groupe n'étant pas révélé et présumé très 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.

Enfin, la possibilité d'émission de titres du capital (actions, bons, rémunération d'apports) ou de rachat d'actions en période d'offre publique, 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>17</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 n'est pas sans lacune pour la détention lointaine des actions et sa généralisation présenterait un coût structurel permanent injustifiable.

---

<sup>17</sup> AFG « Recommandations sur le Gouvernement d'entreprise – (Janvier 2008) ».

Si l'option pour le régime nominatif pur permettant une détention locale d'actions sans intermédiation bancaire est souhaitable, la mise au nominatif obligatoire des actions prive de droit de vote les actionnaires lointains n'ayant pas engagé les dépenses d'inscription au nominatif.

Les seuils statutaires de déclaration ou de mise au nominatif obligatoire des actions, imposés par certaines sociétés aux actionnaires détenant entre 0,5% et 5% du capital sous peine de privation de droits de vote et de dividende constituent une gêne pour les actionnaires.

### **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 devra 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 doit être proposé ;
- l'identification préalable de tout actionnaire souhaitant exercer son droit de vote doit être neutre et transparente. Le processus d'inscription en J-3, adopté en 2006 et mis en œuvre en 2007, 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 de tous les membres du conseil d'administration ou de surveillance est requise ;
- chaque élection d'administrateur, chaque modification statutaire affectant les droits des actionnaires, chaque convention réglementée hors groupe doit 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 car il ne permet pas un décompte précis des votes ;
- 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 (oui, contre, abstention pour chaque résolution) des résolutions doivent être communiqués en assemblée, et être mis à disposition sur le site de la société dans un délai de trois jours. La liste de présence 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 2010**



# 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) Non publication des documents préparatoires à l'assemblée générale (dont les rapports des CAC sur les comptes sociaux, le rapport du Président sur la gouvernance et le contrôle Interne) dans les délais légaux<sup>18</sup>.
- b) Alerte ou remarque significative des commissaires aux comptes sur les comptes sociaux, le rapport de gestion ou le contrôle interne.
- c) Un critère de non-conformité au code de gouvernement d'entreprise de référence est jugé significatif (ou manque d'information permettant d'en juger).
- d) Il existe de sérieuses lacunes en matière de gouvernance qui peuvent constituer un important risque pour les actionnaires.
- e) 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 :

---

<sup>18</sup> La Directive Droits des actionnaires qui aurait du être transposée en Août 2009 exige la communication sur le site Internet des documents préparatoires à l'assemblée générale au moins 21 jours avant l'assemblée. De ce fait Proxinvest s'abstiendra à l'approbation des comptes pour les grandes sociétés françaises présentes dans le MSCI Europe ou le FTSE Eurofirst 300 si ce délai de 21 jours n'est pas respecté.

- a) Non communication des comptes consolidés et du rapport des CAC sur les comptes consolidés<sup>19</sup>.
- b) Alerte ou remarque significative des commissaires aux comptes sur les comptes consolidés.
- c) 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 toutes les conditions suivantes sont vérifiées :

- a) Les dépenses sont jugées significatives (> 100 000€) ou ne sont pas quantifiées, et
- b) Les dépenses 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 signée dans l'intérêt de tous les actionnaires.
- b) Une des conventions nouvelles ou ayant continué à produire ses effets semble mal ou peu justifiée stratégiquement.

---

<sup>19</sup> Dans les délais identiques à ceux mentionnés au 1.1.a.

- 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) La rémunération du Président du Conseil est exemptée de l'approbation de l'assemblée générale alors qu'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 ou cette rémunération se justifie par des missions spéciales (Art. L225-46 du Code de Commerce) qui outrepassent les missions liées à la bonne gouvernance que lui 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) et relèvent donc de la procédure des conventions réglementées. La contestation de l'absence d'approbation de la rémunération exceptionnelle du Président s'exprimera sur l'enveloppe des jetons si l'ordre du jour comprend ce point.

- i) Une des conventions nouvelles ou ayant continué à produire ses effets correspond à un engagement réglementé (indemnité de départ, régime de retraite) non conforme aux principes et à la politique de Proxinvest définis au chapitre 4 du présent document.

## **1.6 Nomination des commissaires aux comptes**

**Pour la proposition sauf :**

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) Si le commissaire aux comptes ou son cabinet est présumé s'être associé à des menaces manifestes pour les intérêts des actionnaires ou a manqué de diligences dans son devoir vis à vis des actionnaires (par exemple un des rapports spéciaux des commissaires a été l'objet de retard, d'insuffisance de précisions, ou d'information incomplète).
- b) Si le candidat remplace un commissaire aux comptes qui aurait été amené à devoir émettre des réserves ou des observations lourdes sur les comptes, sauf justification pertinente de la société.

## **1.7 Renouvellement des commissaires aux comptes titulaires**

**Pour la proposition sauf :**

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) si le commissaire aux comptes ou son cabinet est présumé s'être associé à des menaces manifestes pour les intérêts des actionnaires ou a manqué de diligences dans son devoir vis à vis des actionnaires (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 de conseil ou de missions d'audit accessoires (due diligence,...) s'élèvent à plus de 100% des honoraires perçus au titre des missions de certification des comptes, sauf justification circonstanciée.
- C) les honoraires des commissaires aux comptes ne sont pas communiqués.
- d) Présence depuis trois mandats du même cabinet (soit 18 ans en France).
- e) Renouvellement en bloc au sein d'une même résolution des deux commissaires aux comptes.

ABSTENTION si 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 circonstanciée.

## **1.8 Commissaires aux comptes suppléants**

**Pour la proposition sauf :**

CONTRE si le commissaire aux comptes suppléant est associé à un des commissaires aux comptes titulaires.



## 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 ») et le conseil ne comprendra pas une majorité de membres libres d'intérêt.
- b) La durée de mandat proposée est supérieure à quatre années<sup>20</sup>.
- c) La résolution comprend plusieurs élections (élection en bloc).
- d) La présentation du candidat est insuffisante (biographie, âge, fonctions et mandats, nombre d'actions détenues, évaluation de l'indépendance par le conseil).<sup>21</sup>
- e) Le candidat cumule plus de cinq mandats dans des sociétés cotées, grandes sociétés ou organisations<sup>22</sup>.
- f) Le candidat ne jouit pas d'une bonne réputation ou ne présente pas toutes les garanties d'une activité et attitude irréprochables (cf. principe 2.2).

ABSTENTION si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

---

<sup>20</sup> Sauf pour les candidats libres d'intérêt des sociétés à petite ou moyenne capitalisation.

<sup>21</sup> La motivation de l'intérêt pour les actionnaires du candidat par le conseil ou le candidat lui-même sera appréciée.

<sup>22</sup> Cette définition exclut les fonctions au sein de filiales non cotées, organisations caritatives ou fonds communs de placement.

- a) Le candidat est dirigeant<sup>23</sup> et cumule en outre plus de un mandat à l'extérieur de son groupe.
- b) Le candidat est Président d'un conseil bénéficiant d'une rémunération significative (dans autre société cotée ou grande société ou organisation) et cumule en outre plus de un mandat à l'extérieur de son groupe.

## **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.
- b) Le candidat est Président du comité d'audit, du comité de rémunération ou du comité de nomination, et le comité en question a pris d'importantes décisions qui sont fondamentalement contraires aux règles de bonne pratique en matière de gouvernement d'entreprise ou aux intérêts des actionnaires.
- c) Le candidat n'a pas fait l'effort d'investir en actions de l'entreprise un minimum d'une année de jeton de présence moyen.

ABSTENTION si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) Le candidat a été absent à plus de 25% des réunions du conseil sans justification appropriée.

---

<sup>23</sup> Sauf dirigeant d'une société d'investissement.

- b) Le candidat est dirigeant ou Président d'un conseil bénéficiant d'une rémunération significative dans autre société cotée ou grande société ou organisation et cumule en outre au moins deux mandats à l'extérieur de son groupe.

## **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>24</sup>.
- b) Le dirigeant siège ou siégera dans le comité d'audit, de rémunération ou de nomination.
- c) Le conseil comprend un nombre d'administrateurs exécutifs significatif (c'est à dire plus de deux administrateurs dirigeants)<sup>25</sup>.

## **2.4 Election ou réélection d'un candidat Président du Conseil**

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

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée<sup>26</sup> :

- a) Un des critères définis aux paragraphes 2.1 ou 2.2 ci-dessus n'est pas respecté<sup>27</sup>.

---

<sup>24</sup> Excepté le critère relatif à l'indépendance et excepté le critère relatif au cumul de mandats par un dirigeant qui s'exprimera sur les autres mandats de ce dirigeant.

<sup>25</sup> Sauf élection du Directeur Général au conseil d'administration qui sera dans ce cas soutenu

<sup>26</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)

- b) Le candidat Président du Conseil cumule la fonction de président de la Direction Générale (CEO).
- c) Le candidat est l'ancien premier dirigeant (Directeur Général, Président directeur Général ou Président du Directoire) et siège comme président non-exécutif du conseil depuis au moins quatre années.
- d) Le candidat est Président du Conseil non-exécutif d'une autre société cotée.

## **2.5 Election ou réélection d'un censeur**

### **Contre la proposition**

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

### **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.

### **Pour choisir entre les différents candidats, Proxinvest mettra en avant les critères suivants :**

- Motivation du candidat exprimée par échange téléphonique

---

<sup>27</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).

- Légitimité du candidat vis à vis des actionnaires salariés (résultat des élections préliminaires, représentant d'une catégorie importante)
- 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.

## **2.7 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 indexée sur la présence.
- b) La rémunération moyenne individuelle proposée excède de manière significative le montant observé dans les sociétés à capitalisation proche<sup>28</sup>.
- c) Le niveau de rémunération individuelle pourrait créer une réelle dépendance économique, soit à partir de 100 000 € par an et par personne.
- d) La résolution propose une rémunération sous forme d'actions gratuites ou de bons de souscriptions d'actions (acceptée toutefois si elle n'atteint pas des valorisations significativement

---

<sup>28</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.

supérieures au jeton moyen observé, dans les valeurs moyennes faisant face à une trésorerie limitée et voulant attirer des administrateurs qualifiés et indépendants).

- e) La rémunération 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).
- f) Un écart significatif de rémunération est observé entre le président non-exécutif et les autres administrateurs (plus de cinq fois le montant du jeton individuel moyen).

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

**Pour la proposition sauf <sup>29</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>30</sup>
- d) Suppression ou réduction de l'obligation de détention d'un minimum d'investissement en actions.
- e) Maintien ou instauration d'un ou plusieurs postes de censeur.

---

<sup>29</sup> Liste non exhaustive. Chaque demande sera analysée en ligne avec l'esprit des principes définis au chapitre I.

<sup>30</sup> Excepté le cas d'un représentant des salariés actionnaires sous condition d'une ratification par une majorité des voix de l'assemblée générale.

- f) Limite statutaire d'âge ne respectant pas les principes de Proxinvest (cf.2.7 des Principes) et n'instaurant pas un cadre suffisamment contraignant de planification du processus de succession.



### 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 a fait l'objet d'un signal au regard des tests 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 : 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.
- 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 reste un système arbitragiste. Les sociétés françaises et le législateur devraient s'inspirer du modèle britannique 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.

## **3.3 Dividende majoré**

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

## **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>31</sup> (sauf cas des résolutions limitant strictement l'intervention en période d'offre à des fins d'engagement de livraison de titres ou d'opérations stratégiques annoncées avant le lancement de la dite offre publique).

---

<sup>31</sup> L'expression « à tout moment » est interprétée comme autorisant l'intervention à tout moment, donc y compris en période d'offre publique.

### **3.5 Réduction de capital**

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

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) Risque d'illiquidité du titre si le flottant est inférieur ou égal à 40% du nombre total de titres en circulation.
- b) La réduction de capital envisagée pourrait impacter 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 excède 100% du capital et n'est pas justifiée par un projet spécifique (financement d'une acquisition majeure, restructuration financière)

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

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

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) La demande excède un tiers du capital et n'est pas justifiée par un projet spécifique.
- b) La décote pourrait être supérieure à 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>32</sup>**

**Pour la proposition sauf:**

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) La demande excède 10% du capital et n'est pas justifiée par un projet spécifique<sup>33</sup>.
- b) La décote pourrait être supérieure à 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 les conditions suivantes sont vérifiées :

- a) La demande excède 5% du capital.
- b) La demande n'est pas justifiée par un projet spécifique.

---

<sup>32</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>33</sup> La limitation globale de l'ensemble des augmentations de capital non justifiées par une opération sans droit préférentiel de souscription 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 sera privilégiée.

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

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

CONTRE si les conditions suivantes sont vérifiées :

- a) La demande excède 5% du capital.
- b) La demande n'est pas justifiée par un projet spécifique.

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

#### **Contre la proposition**

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

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

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

- a) Analyse de l'intérêt stratégique de long terme.
- b) Analyse des conditions financières.
- c) Analyse de l'impact 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) Les salariés seraient amenés à détenir plus de 5% du capital, nouvelle autorisation incluse, et la société n'a pas confirmé ou indiqué la non-ingérence 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 au sein des réunions des conseils de surveillance de FCPE devant décider des positions de vote à l'AG)
- b) Les salariés seraient amenés à détenir plus de 10% du capital et la résolution autorise une décote.

### 4.2 Emission de 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 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.

- c) Le pourcentage du capital envisagé pourrait conduire à une dilution excessive au profit des cadres dirigeants et leur créer un pouvoir de contrôle ou d'influence excessif.

#### **4.3 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 ou à un total 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).
- b) La rémunération totale de l'intéressé (rémunération salariale, avantages, options et actions de performance) excède déjà la rémunération maximum socialement acceptable par Proxinvest, soit 240 SMIC<sup>34</sup>.

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

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

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) 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.

---

<sup>34</sup> Soit 4,3M€ sur la base du SMIC 39h

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

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

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) 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.
- b) 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.
- c) L'indemnité pourrait excéder un montant de 24 mois de salaire.
- d) Les conditions de performance attachées au droit à indemnité de départ sont trop peu exigeantes et viennent dénaturer l'esprit de la Loi.
- e) L'indemnité est une indemnité de départ en retraite.

## **4.6 Autorisations d'attribution d'options**

### **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) Les critères de performance ne sont pas factuels, vérifiables, quantifiables ou ne sont pas jugés adéquats par Proxinvest (lien avec la performance)<sup>35</sup>.

---

<sup>35</sup> Cette analyse portera sur les conditions de performance futures annoncées pour les grandes valeurs européennes et, à défaut, sur le dernier plan d'option pour les valeurs françaises de taille petite ou moyenne.

- c) Les critères de performance comprennent une partie qualitative non vérifiable extérieurement par l'actionnaire.
- d) Les critères de performance encouragent au court-termisme par une durée de mesure inférieure à trois ans.
- e) La période d'indisponibilité (interdiction d'exercice) est inférieure à quatre années.
- f) Une décote est autorisée dans la résolution alors que des dirigeants peuvent en être bénéficiaires.
- g) La demande excède 2% du capital<sup>36</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 (sauf prise en compte de conditions de performance particulièrement exigeantes).

#### **4.7 Autorisations d'attribution d'actions gratuites ou de performance**

**Pour la proposition sauf:**

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

---

<sup>36</sup> Sauf conditions de performance particulièrement exigeantes.

- 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>37</sup>.
- c) Les critères de performance comprennent une partie qualitative non vérifiable extérieurement par l'actionnaire.
- d) Les critères de performance encouragent au court-termisme par une durée de mesure inférieure à trois ans.
- e) La demande excède 0,50% du capital<sup>38</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 (sauf prise en compte de conditions de performance particulièrement exigeantes).
- i) La demande porte sur une émission obligatoirement égalitaire bénéficiant à tous les salariés.

---

<sup>37</sup> Cette analyse portera sur les conditions de performance futures annoncées pour les grandes valeurs européennes et, à défaut, sur le dernier plan d'option pour les valeurs françaises de taille petite ou moyenne.

<sup>38</sup> Sauf conditions de performance particulièrement exigeantes.



## 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 ou limitation de droits de vote

Pour la proposition

### 5.4 Autres améliorations des droits des actionnaires ou de la gouvernance

Pour la proposition

### 5.5 Passage à la structure de société en commandite par action

Contre la proposition

### 5.6 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.

## **5.7 Obligations de déclaration de franchissement de seuil statutaire**

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

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) Le seuil statutaire de déclaration proposé est inférieur à 0,50% du capital.
- b) Le délai de déclaration imposé aux actionnaires est inférieur à 15 jours.

## **5.8 Minimum statutaire d'actions à détenir par administrateur**

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

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

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

## **5.9 Inscription statutaire du respect de certaines 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.

## **5.10 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 de gouvernance ou d'illiquidité plus élevé.

## **5.11 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 Proxinvest observe le maintien d'une non-conformité à ses principes de gouvernement d'entreprise.
- b) Il est proposé à l'assemblée générale d'adopter le nouveau texte intégral des statuts et ce dernier maintient une non-conformité aux principes définis dans le document présent.



## 6. Résolutions externes

---

### 6.1 Résolution externe

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

CONTRE si les conditions suivantes sont vérifiées :

- a) L'initiateur n'a pas clairement formulé et dûment motivé sa résolution.
- b) La résolution ne respecte pas les principes de bon gouvernement d'entreprise définie au sein du présent document.
- c) La résolution conduirait à une influence excessive d'un seul actionnaire au dépens de la représentation de l'ensemble des actionnaires.