



Principes de gouvernement d'entreprise

Politique de vote 2012

SOMMAIRE

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

Introduction

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

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

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

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

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

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

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

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

I. Approbation des comptes et de la gestion

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

II. Conseil d'administration ou de surveillance

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

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

PRINCIPES DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

1. L'approbation des comptes et de la gestion

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

1.1 Information financière et approbation des comptes

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

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

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

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

1.2 Commissaires aux comptes

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

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

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

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

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

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

1.3 Conventions réglementées

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

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

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

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

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

1.4 Quitus

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

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

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

2. Le conseil d'administration ou de surveillance

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2.2 Compétence des membres du conseil

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

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

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

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

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

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

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

2.3 Définition de l'administrateur libre d'intérêts

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2.4 Disponibilité

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

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

2.5 Composition équilibrée du conseil

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2.6 Engagement et rémunération des administrateurs

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

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

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

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

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

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

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

2.7 Processus de succession

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

2.8 Comités spécialisés

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

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

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

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

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

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

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

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

3.1 Distribution

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

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

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

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

- **Date de paiement du dividende**

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

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

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

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

- **Dividende en actions**

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

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

- **Dividende majoré**

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

3.2 Rachat d'actions et réduction de capital

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

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

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

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

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

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

3.3 Division du titre

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

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

3.4 Endettement

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

3.5 Apports et fusions

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

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

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

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

3.6 Autorisations préalables et droit préférentiel de souscription

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

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

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

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

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

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

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

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

3.7 Ecritures diverses

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

4. Rémunération et association des dirigeants et salariés au capital

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

4.1 Actionnariat des salariés

La législation française offre la double particularité d'associer aux travaux du Conseil des représentants du comité d'entreprise, qui ont une voix consultative, et de prévoir la désignation d'un ou plusieurs administrateurs parmi les actionnaires salariés dès lors que la participation des salariés dépasse le seuil de 3% du capital social ou la possibilité d'une pleine participation au Conseil d'élus des salariés¹².

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

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

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

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

4.2 Les BSARs managers

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

¹² Rapport AFEP & MEDEF Déc. 2008 « Gouvernement d'entreprise des sociétés cotées ».

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

4.3 Transparence des rémunérations des dirigeants

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

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

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

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

4.4 Vote sur la politique de rémunération

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

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

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

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

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

Proxinvest pense que chaque investisseur et administrateur devrait s'interroger sur le plafond raisonnable de rémunération d'un dirigeant exécutif. Proxinvest considère qu'un maximum de 240 fois le SMIC brut, soit 4,5M€ par an¹³, devrait constituer le maximum socialement tolérable de la rémunération globale annuelle (salaire, avantage, options, actions gratuites et contribution de retraite chapeau). Ce type de plafond devrait permettre de maintenir les écarts de rémunération entre dirigeants et salariés à des niveaux raisonnables n'impactant pas négativement l'économie de l'entreprise et la motivation des équipes. Chaque conseil d'administration pourrait également définir un écart maximal entre la rémunération du premier dirigeant et la rémunération minimale, moyenne ou médiane du groupe.

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

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

4.6 La rémunération fixe

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

¹³ Sur la base du SMIC mensuel brut pour 169h de 1559,99€.

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

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

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

4.7 Le bonus annuel

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

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

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

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

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

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

4.8 Plans de rémunération en actions à long terme

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

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

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

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

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

4.9 Plans d'encouragement à long terme dénouables en numéraire

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

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

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

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

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

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

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

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

4.11 Les régimes de retraites « sur-complémentaires »

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

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

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

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

4.12 Les indemnités de départ et primes de bienvenue

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

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

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

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

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

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

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

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

4.13 La rémunération de la présidence non-exécutive

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

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

5. Les droits des actionnaires

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

Un principe : Une action, une voix

5.1 Droit de vote simple

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

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

Etant favorable au principe « une action, une voix », l'AFG estime que la pratique des droits de vote doubles et/ou multiples peut permettre avec une détention minoritaire de titres d'accéder au contrôle d'une société, et peut dès lors être susceptible d'entraîner des abus provenant de la dichotomie entre le pouvoir actionnarial et le risque économique. L'AFG souhaite donc que cette pratique soit abandonnée¹⁴.

L'ECGS¹⁵ soutient fortement le principe « une action, une voix ». Si l'ECGS apprécie l'intention d'encourager l'investissement de long terme, dans de trop nombreux cas, l'effet est simplement de bénéficier à un groupe d'actionnaire au dépend et au coût des autres actionnaires et d'agir comme

¹⁴ AFG « Recommandations sur le Gouvernement d'entreprise – (Janvier 2010) ». http://www.afg.asso.fr/index.php?option=com_docman&task=doc_download&gid=1411&lang=fr

¹⁵ Expert Corporate Governance Service Ltd.

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

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

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

5.2 Droit de vote non limité

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

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

5.3 Libre accès au capital

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

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

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

¹⁶ ECGS, "Corporate Governance principles for listed companies".

¹⁷ AFG « Recommandations sur le Gouvernement d'entreprise – (Janvier 2010) ».

¹⁸ AFG « Recommandations sur le Gouvernement d'entreprise – (Janvier 2010) ».

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

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

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

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

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

5.4 Identification des actions et seuils de déclaration

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

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

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

¹⁹ ECGS, "Corporate Governance principles for listed companies".

²⁰ AFG « Recommandations sur le Gouvernement d'entreprise – (Janvier 2010) ».

5.5 Tenue équitable de l'assemblée générale

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

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

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

5.6 Maintien des droits des actionnaires

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

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

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