



**Principes de gouvernement
d'entreprise
et
Politique de vote 2019**

Proxinvest, société fondée en 1995 à Paris, est la première société française de conseil en politique de vote et d'analyse de gouvernance des sociétés cotées. L'intérêt de long terme de tous les actionnaires interdit toute activité de notation sollicitée ou de prestation de services rémunérée par les émetteurs. Un examen impartial des sujets est ainsi assuré au profit de ses clients investisseurs.

Proxinvest est actionnaire fondateur et Managing Partner de Expert Corporate Governance Service (ECGS Ltd), société britannique créée en partenariat avec des experts locaux indépendants de l'analyse d'assemblées générales. Ce réseau associant différents partenaires déjà établis en Europe offre sur le site www.ecgs-clients.com, sur la plateforme Proxinvest et sur la plateforme de recherche ResearchPool la couverture des 500 premières capitalisations européennes dans le cadre d'une déontologie et de principes de vote communs. Proxinvest est par ailleurs membre fondateur de l'International Corporate Governance Network (ICGN), organisme rassemblant les grands investisseurs d'une cinquantaine de pays.

© Proxinvest, Paris – Janvier 2019.

Version 2019.2

En application de la loi du 11 mars 1957 (art. 41) et du Code de la propriété intellectuelle du 1er juillet 1992, ce document est soumis au droit d'auteur. Toute reproduction intégrale ou partielle doit faire l'objet d'un accord écrit préalable de la société Sas PROXINVEST. Toute citation doit s'effectuer avec l'indication de la source.

SOMMAIRE

Introduction	7
PRINCIPES DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE	11
1. L'approbation des comptes et de la gestion	13
1.1. Approbation des comptes	13
1.2. Quitus	14
1.3. Conventions réglementées.....	14
1.4. Commissaires aux comptes	15
2. Le conseil d'administration ou de surveillance	17
2.1. Séparation des pouvoirs, élection des Présidents de conseil et des administrateurs dirigeants.....	17
2.2. Compétence des membres du conseil	18
2.3. Définition de l'administrateur libre d'intérêts	19
2.4. Disponibilité.....	21
2.5. Composition équilibrée du conseil	21
2.6. Processus de succession	23
2.7. Comités spécialisés.....	23
3. L'affectation du résultat, la gestion des fonds propres et les opérations en capital.....	25
3.1. Distribution.....	25
3.2. Rachat d'actions et réduction de capital.....	26
3.3. Division du titre	28
3.4. Endettement	28
3.5. Scissions.....	28
3.6. Apports et fusions	28
3.7. Autorisations préalables et droit préférentiel de souscription	29
4. Rémunération des mandataires sociaux et association des salariés au capital	31
4.1. L'association des salariés au capital : l'actionnariat salarié	31
4.2. La rémunération des dirigeants	31
4.2.1. Vote sur la politique de rémunération des mandataires sociaux dirigeants	31
4.2.2. Transparence des rémunérations des dirigeants	32
4.2.3. Cohésion sociale, exemplarité et maximum socialement acceptable de la rémunération des dirigeants	32
4.2.4. Politique de rémunération idéale	33
4.2.5. La rémunération fixe	34
4.2.6. Le variable annuel.....	34
4.2.7. Plans de rémunération à long terme	36
4.2.8. Qualité des conditions de performance sur plans de rémunération à long terme	37
4.2.9. Clauses de remboursement (« clawback »).....	37
4.2.10. Les BSARs Managers	38
4.2.11. Les régimes de retraites « sur-complémentaires »	38
4.2.12. Les indemnités de départ et primes de bienvenue	39
4.3. La rémunération des membres non-exécutifs du conseil	40
4.3.1. Rémunération des membres non-exécutifs du conseil	40

4.3.2. La rémunération de la présidence non-exécutive	40
4.4. L'investissement en actions des mandataires sociaux	40
4.4.1. L'investissement en actions des membres du conseil non-exécutifs	40
4.4.2. L'investissement en actions des dirigeants	41
5. Les droits des actionnaires	43
5.1. Droit de vote simple	43
5.2. Droit de vote non limité	43
5.3. Libre accès au capital.....	44
5.4. Identification des actions et seuils de déclaration	44
5.5. Tenue équitable de l'assemblée générale	45
5.6. Neutralité des organes de direction en période d'offre publique	46
5.7. Maintien des droits des actionnaires	46
LIGNES DIRECTRICES DE VOTE 2019	49
1. L'approbation des comptes et de la gestion	51
1.1. Approbation des comptes	51
1.1.1. Approbation des comptes sociaux	51
1.1.2. Approbation des comptes consolidés	51
1.1.3. Approbation des dépenses non déductibles	51
1.2. Quitus	52
1.3. Conventions réglementées.....	52
1.4. Election des commissaires aux comptes	53
1.4.1. Nomination d'un commissaire aux comptes titulaire	53
1.4.2. Renouvellement d'un commissaire aux comptes titulaire	53
1.4.3. Election des commissaires aux comptes suppléants	54
2. Le conseil d'administration ou de surveillance	55
2.1. Election d'un membre du conseil d'administration ou du conseil de surveillance (critères généraux) ...	55
2.2. Election ou réélection d'un membre du conseil d'administration ou du conseil de surveillance (cas particuliers)	56
2.2.1. Election ou réélection d'un Président du conseil de la société	56
2.2.2. Election ou réélection de l'administrateur Directeur Général de la société	57
2.2.3. Election ou réélection d'un administrateur dirigeant (autre que le Directeur Général de la société)	58
2.2.4. Election ou réélection d'un membre du conseil non-exécutif non libre de conflits d'intérêt.....	58
2.2.5. Réélection d'un Président du comité d'audit de la société	59
2.2.6. Réélection d'un Président du comité des nominations de la société.....	59
2.2.7. Réélection d'un Président du comité de rémunération de la société	59
2.2.8. Election d'un membre du comité de rémunération de la société	60
2.2.9. Election d'un administrateur représentant les salariés actionnaires	60
2.3. Election ou réélection d'un censeur	61
3. L'affectation du résultat, la gestion des fonds propres et les opérations en capital.....	63
3.1. Affectation du résultat	63
3.1.1. Dividende.....	63
3.1.2. Option pour le paiement du dividende en actions ou modification statutaire l'autorisant.....	63

3.1.3. Dividende majoré	63
3.1.4. Dividende en nature	64
3.2. Opérations de rachats de ses propres titres	64
3.3. Réduction de capital	64
3.4. Division du titre	65
3.5. Autorisations d'augmentation de capital	65
3.5.1. Autorisations d'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription	65
3.5.2. Autorisations d'augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription mais avec délai de priorité garanti	65
3.5.3. Autorisations d'augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription et délai de priorité non garanti	66
3.5.4. Autorisations d'augmentation de capital en rémunération d'une offre publique d'échange	66
3.5.5. Autorisations d'augmentation de capital en rémunération d'apports en nature	66
3.5.6. Option de sur-allocation (« Greenshoe »)	67
3.5.7. Autorisation d'émission d'obligations convertibles en actions avec bons de souscription attachés (OCABSA)	67
3.6. Opérations stratégiques spécifiques (émission réservée, apports, fusions, offres, scissions, assemblée générale spéciale convoquée en période d'offre publique)	67
4. Rémunération des mandataires sociaux et association des dirigeants et salariés au capital	69
4.1. Association des salariés au capital	69
4.1.1. Augmentations de capital réservées aux salariés	69
4.1.2. Attribution d'actions gratuites au bénéfice des salariés	69
4.1.3. Attribution d'options au bénéfice des salariés	70
4.2. Rémunération des dirigeants et association au capital	70
4.2.1. Vote ex post sur la rémunération d'un dirigeant	70
4.2.2. Vote ex ante sur la rémunération d'un dirigeant	71
4.2.3. Avantages postérieurs à l'emploi	71
4.2.3.1. Critères généraux	71
4.2.3.2. Indemnités de départ	71
4.2.3.3. Clauses de non-concurrence	72
4.2.3.4. Maintien d'options ou actions de performance en cas de départ	72
4.2.3.5. Régimes de retraite sur-complémentaire	72
4.2.4. Rémunération actionnariale	73
4.2.4.1. Résolution d'attribution d'options aux dirigeants	73
4.2.4.2. Résolution autorisant l'émission de BSA ou BSARs Managers	74
4.2.4.3. Résolution autorisant l'attribution d'actions gratuites ou de performance aux dirigeants	74
4.3. Rémunération des membres du conseil d'administration ou de surveillance	75
4.3.1. Enveloppe de jetons de présence	75
4.3.2. Attribution de bons de souscription d'actions aux membres du conseil d'administration ou de surveillance	76
4.3.3. Rémunération d'un Président non-exécutif	76
4.4. Rémunération des preneurs de risque au sein des établissements financiers	77
5. Modifications statutaires et droits des actionnaires	79
5.1. Introduction d'un droit de vote double	79
5.2. Introduction d'une limitation de droits de vote	79

5.3. Suppression du droit de vote double ou introduction du principe « une action – une voix » dans les statuts.....	79
5.4. Suppression ou relèvement de la limitation de droits de vote	79
5.5. Améliorations des droits des actionnaires ou de la gouvernance.....	79
5.6. Passage à la structure de société en commandite par action	79
5.7. Modification statutaire touchant le conseil d’administration ou de surveillance	79
5.8. Création d’actions de préférence (modification des statuts ou émission)	80
5.9. Obligations de déclaration de franchissement de seuil statutaire.....	80
5.10. Minimum statutaire d’actions à détenir par administrateur	80
5.11. Inscription statutaire de règles de bonne gouvernance.....	81
5.12. Modification statutaire : transfert du siège social ou transfert sur un autre marché de cotation	81
5.13. Modification statutaire mineure ou de mise en conformité.....	81
5.14. Modification statutaire : insertion du principe de neutralité des organes de direction en période d’offre publique	81
5.15. Modification statutaire : abandon du principe de neutralité des organes de direction en période d’offre publique	81
6. Résolutions externes	83
6.1. Candidatures externes	83
6.2. Résolution améliorant les droits des actionnaires, la gouvernance, la responsabilité sociale, sociétale ou environnementale du groupe	83
6.3. Attribution d’actions gratuites ou de performance bénéficiant obligatoirement de façon égalitaire à tous les salariés	83
Annexe 1. Définition du membre du conseil libre d’intérêt	85

INTRODUCTION

Le Code de commerce et l'offre des actions au public imposent aux sociétés cotées un devoir renforcé de gestion dans l'intérêt de l'ensemble des parties prenantes et dans une optique de création de valeur à long terme. Ceci repose sur un traitement équitable des actionnaires et une communication sincère au marché. De leur côté, les investisseurs doivent exercer leurs droits d'actionnaire et assurer un contrôle final efficace par une communication de leurs préoccupations aux dirigeants et une participation active à l'assemblée générale. De plus la perception des limites et de la fragilité de notre environnement a développé chez les investisseurs professionnels une nouvelle sensibilité dite de l'Investissement Socialement Responsable, qui place la mise en jeu de la responsabilité, donc la bonne gouvernance au cœur de leur stratégie d'investissement.

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 copropriété, 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.

La création de la valeur à long terme exige de la société une mise en œuvre de la stratégie annoncée et une pleine conscience de son impact social, sociétal et environnemental.

Proxinvest, depuis 1995 principal analyste français indépendant de résolutions d'assemblées générales des sociétés cotées, accompagne les investisseurs professionnels dans l'exercice de leur droit fiduciaire de vote à l'assemblée générale des actionnaires. Au service exclusif des investisseurs, au nom de l'intérêt de tous les actionnaires de chaque société, Proxinvest mène un dialogue constant avec les émetteurs et autres parties prenantes et contribue aux débats publics afin d'améliorer les pratiques de gouvernance. Proxinvest promeut activement la démocratie actionnariale et milite pour la souveraineté de l'assemblée générale des actionnaires.

Ce document, fruit d'une quinzaine d'années d'expérience, vise à offrir aux investisseurs une base de réflexion quant à la définition de leur propre politique de vote, mais aussi à ouvrir un dialogue avec les émetteurs soucieux du plus grand respect de leurs actionnaires et désirant préparer leurs résolutions en conformité avec leurs attentes. **Pour assurer une totale transparence vis-à-vis des émetteurs étudiés et convaincre les investisseurs du bien fondé de ses principes, Proxinvest a décidé dès 2015 de mettre à disposition sur son site Internet l'intégralité de sa politique de vote dans sa version détaillée.**

Par ailleurs Proxinvest est un des membres fondateurs du Best Practice Principles Group ([BPPG](http://bppgrp.info/)¹) formé en février 2013 afin de promouvoir une meilleure compréhension du secteur des agences de conseil de vote et qui a défini son code de bonne conduite, les [Best Practice Principles for](#)

¹ <http://bppgrp.info/>

[Shareholder Voting Research](#)². La [déclaration de conformité de Proxinvest](#) est disponible sur son site Internet.

Proxinvest révisé chaque année sa politique de vote afin de tenir compte des derniers développements réglementaires, de l'évolution des pratiques en matière de gouvernance en France et dans le monde ainsi que des échanges avec les investisseurs. Cette politique est par ailleurs partie intégrante des principes et de la politique de vote d'ECGS (Expert Corporate Governance Service), société créée en partenariat avec des experts locaux indépendants de l'analyse d'assemblées générales visant à conseiller les investisseurs internationaux lors de leur vote à l'international.

Proxinvest a créé en juin 2011 un [Comité d'Orientation](#) composé de personnalités qualifiées ayant une expérience large et diversifiée dans les domaines d'intérêt de Proxinvest. Ce Comité a pour mission de se prononcer de manière consultative sur les principes de gouvernance et la politique de vote de Proxinvest. La politique de vote proposée par la Direction Générale est soumise à approbation du [Conseil de Surveillance](#) de la société.

La politique de vote adoptée par Proxinvest pour la saison des assemblées générales 2019 constitue la quatorzième révision publiée ; elle couvre un maximum de domaines d'intervention des actionnaires réunis en assemblée générale. Elle prendra effet pour les assemblées générales se tenant à compter du 1er mars 2019.

Proxinvest se réserve le droit de procéder à tout ajustement de celle-ci en cas de besoin.

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

I. Approbation des comptes et de la gestion

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

II. Conseil d'administration ou de surveillance

- Principe : **Séparation des pouvoirs, indépendance et compétence 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. Rémunération des dirigeants et association des salariés

- Principe : **Association des salariés, transparence, cohérence, et équité des rémunérations**

V. Modifications statutaires et droits des actionnaires

- Principe : **Egalité de traitement des actionnaires, une action = une voix**

² <http://bpggrp.info/wp-content/uploads/2014/03/BPP-ShareholderVoting-Research-2014.pdf>

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 : intégrité de la gestion, de la gouvernance et de l'information financière

1.1. Approbation des comptes

Il est indispensable que l'ensemble des documents préparatoires à l'assemblée générale, dont rapport annuel, document de référence, rapports des commissaires aux comptes, soient disponibles par voie électronique dès la publication de l'avis de réunion, soit au moins 35 jours avant l'assemblée générale. Si la société fait partie des principaux indices internationaux, les documents préparatoires à l'assemblée générale doivent être également présentés en anglais afin d'assurer le traitement équitable des actionnaires.

- **Information financière et extra-financière :**

L'information financière mise à la disposition des actionnaires (site grand public, document de référence, communiqués...) doit être accessible, sincère, exhaustive et cohérente. L'utilisation de divers référentiels dans la présentation des comptes d'une période à l'autre 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.

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

Il est recommandé de définir et d'annoncer les indicateurs clés de performance (« KPI ») financiers et non-financiers retenus par la société. Ces indicateurs clés de performance permettent de mieux comprendre les priorités stratégiques du groupe et d'en évaluer la mise en œuvre.

- **Gestion :**

L'assemblée générale est le lieu privilégié d'information et d'échange entre le management et les actionnaires. La stratégie et la gestion de la société doivent être lisibles et stables dans une perspective de long terme. La résolution d'approbation des comptes consolidés est appréciée au regard des performances de la société notamment par rapport à son secteur et par rapport aux perspectives antérieurement présentées par la société au marché.

- **Gouvernance et contrôle :**

Depuis la loi du 3 juillet 2008 inspirée par les 4ème et 7ème Directives, le principe « *comply or explain* » renforce l'importance des recommandations des codes de gouvernance.

Selon l'article L. 225-37 du Code de commerce, lorsqu'une société se réfère volontairement à un code de gouvernement d'entreprise, elle précise également les dispositions qui ont été écartées et les raisons pour lesquelles elles l'ont été. Si une société ne se réfère pas à un tel code de gouvernement d'entreprise, le rapport prévu à l'article susmentionné indique les règles retenues en

complément des exigences requises par la loi et explique les raisons pour lesquelles la société a décidé de n'appliquer aucune disposition de ce code de gouvernement d'entreprise.

Les manquements constatés sur la présentation de conformité au code de gouvernance choisi, sur la transparence des risques ainsi que les éventuelles défaillances des procédures de contrôle interne et de gestion des risques pourraient entraîner la sanction des comptes annuels.

1.2. Quitus

Tout mandataire social responsable et diligent assume ses responsabilités passées et ne devrait généralement pas avoir besoin du quitus de sa gestion. C'est en connaissance de cause que l'actionnaire exerce ou non ses droits de recours judiciaires, y renoncer par avance ne semble pas souhaitable.

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 voté 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.

1.3. Conventions réglementées

Selon l'article L. 225-40 du Code de commerce, l'assemblée générale annuelle statue sur le rapport spécial des commissaires aux comptes, la résolution correspondante est donc obligatoire et non facultative pour toute assemblée générale ordinaire même en absence de nouvelles conventions. Son omission dans l'ordre du jour constitue, pour Proxinvest, une faute de gestion. Si une telle résolution n'est pas inscrite à l'ordre du jour, le Président du conseil en sera tenu responsable.

A noter que l'article L. 225-38 du Code de commerce couvre « toute convention intervenant directement ou par personne interposée ». « Il en est de même des conventions auxquelles une des personnes visées est indirectement intéressée ». Au regard de cet article, les conventions indirectes signées par une filiale au profit d'une personne indirectement intéressée font donc partie intégrante du périmètre des conventions réglementées. La loi a en effet voulu couvrir le risque de transfert de richesse au niveau des filiales au profit de parties liées. Au regard du manque de motivation des conventions, du manque d'examen régulier des conventions qui perdurent et de l'omission par certains commissaires aux comptes de conventions signées au niveau des filiales, le législateur a dû intervenir et l'ordonnance du 31 juillet 2014 relative au droit des sociétés a par exemple complété le rapport prévu à l'article L. 225-102 de la mention des conventions réglementées conclues entre une partie liée et une filiale. Les personnes intéressées sont le directeur général, l'un des directeurs généraux délégués, l'un des administrateurs, l'un des actionnaires disposant d'une fraction des droits de vote supérieure à 10% ou, s'il s'agit d'une société actionnaire, la société la contrôlant au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce.

Les conventions réglementées doivent être signées dans l'intérêt de tous les actionnaires. Ceci implique aussi une vigilance particulière pour l'approbation de ces conventions qui doivent être stratégiquement justifiées et dont les conditions doivent être raisonnables. Leurs bénéficiaires ne sauraient participer ni à leur approbation en conseil ni à leur vote en assemblée.

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 figurer dans le rapport spécial ; elle peut alors donner lieu, si elle est non chiffrée, mal justifiée ou conclue à des conditions économiques manifestement inéquitables, à sanction lors du vote d'approbation du rapport spécial.

Dès avant les lois de Modernisation et de Confiance dans l'économie de 2005 et TEPA de 2007, Proxinvest considérait, comme nombre de sociétés, que toute rémunération exceptionnelle attribuée à un mandataire social ne pouvant être assimilée à une « *convention courante ou conclue à des conditions normales* », devait être soumise au contrôle 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.

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

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

En raison de la répétition de situations de rémunération d'échec particulièrement coûteuses pour les sociétés, provoquant le mécontentement de diverses parties prenantes et affectant négativement l'image de la société, Proxinvest considère désormais que l'octroi d'une indemnité de départ et/ou d'une retraite « chapeau » ne peut être considéré comme conforme à l'intérêt des actionnaires que sous certaines conditions limitatives précises.

1.4. Commissaires aux comptes

Le régime français est caractérisé par la nomination parallèle de deux commissaires aux comptes titulaires. La répartition des travaux entre les deux cabinets titulaires ne doit pas être disproportionnée. De ce fait, les commissaires aux comptes qui doivent pouvoir exercer leur mission en toute indépendance doivent être soumis à des règles de rotation strictes.

Proxinvest s'est rallié à une coalition d'investisseurs internationaux demandant une rotation des cabinets tous les quinze ans (au maximum). Ainsi, en France, élus pour six ans, les commissaires aux comptes titulaires ou leur représentant ne devraient pas être élus pour plus de trois mandats de suite dans la même société. On regrettera que le système de nomination trop peu indépendant ait privilégié un oligopole, via 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 excéder la moitié des honoraires de certification c'est-à-dire le tiers du total des honoraires. La société devrait communiquer la nature des diligences et prestations liées à la mission de certification des comptes ainsi que d'autres prestations de conseil dès que le montant d'honoraires facturés pour ces travaux excède 10% du total bien qu'on puisse s'interroger sur la légalité de telles prestations au regard de l'article L. 822-11 du Code de commerce introduit par la loi de sécurisation financière du 1er août 2003 qui semble les prohiber.

Proxinvest s'opposera à une pratique de remplacement d'un commissaire aux comptes qui aurait été amené à devoir émettre des réserves ou des observations sur les comptes, sauf justification pertinente de la société.

La loi Sapin 2 (loi 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique) a supprimé, sauf cas particuliers, l'obligation de nommer un commissaire aux comptes suppléant. L'obligation de désigner un ou plusieurs commissaires aux comptes suppléants ne subsiste en effet que lorsque le commissaire aux comptes titulaire désigné est une personne physique ou une société unipersonnelle (cf. art. 823-1, I-al. 2 du Code de commerce). Proxinvest se réjouit d'avoir été entendu par le législateur après vingt années de recommandations de vote négatives face à ces nominations inutiles. En effet, cette modification législative a été motivée par le fait que la désignation d'un suppléant n'a plus beaucoup d'utilité, le commissaire aux comptes titulaire étant très fréquemment un cabinet de commissaires aux comptes.

2. LE CONSEIL D'ADMINISTRATION OU DE SURVEILLANCE

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

Le principal code de gouvernance français dit *AFEP-MEDEF*, se concentre, comme la plupart des codes similaires, sur les questions de la composition et de l'organisation des travaux du conseil, lesquelles demeurent difficiles à optimiser.

2.1. Séparation des pouvoirs, élection des Présidents de conseil et des administrateurs dirigeants

Le droit français offre la possibilité de choix entre la formule moniste (conseil d'administration) et la structure duale (conseil de surveillance et directoire) à toutes les sociétés anonymes, cotées ou non. En outre, les sociétés à conseil d'administration ont le choix entre la dissociation des fonctions de Président et de Directeur Général et la formule de cumul de ces fonctions, selon l'option retenue par le conseil conformément aux stipulations statutaires.

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 est préférable 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 ou toute autre personne pour audition à tout moment.

La nomination d'un « *administrateur référent* » ou « *lead independent director* » est neutre car elle ne représente qu'un palliatif à une vraie séparation des pouvoirs, une forme de diversion face aux vrais problèmes de concentration au sein d'une même personne des conflits d'intérêts entre supervision et exécution.

Bien qu'il ne soit pas sain qu'un dirigeant préside lui-même le conseil d'administration supposé le superviser, le contrôler et le challenger, certains conseils d'administration optent pour cette formule et acceptent de vivre dans cette situation de conflits d'intérêts et de concentration de pouvoirs. Dans de telles circonstances, il est indispensable que le conseil d'administration ait adopté la politique Proxinvest relative aux mécanismes de contre-pouvoirs et limitations de conflits d'intérêts :

- Conseil d'administration composé d'une majorité de membres libres d'intérêts ;
- Existence d'un Vice-Président référent indépendant, chargé d'une mission spéciale permanente de communication avec les actionnaires sur les sujets de gouvernement

d'entreprise et disposant du pouvoir statutaire d'exiger du Président la convocation d'un conseil d'administration sur un ordre du jour déterminé .

- Généralisation des « executive sessions³ » avant ou après chaque séance du conseil d'administration ;
- Existence d'un Directeur Général Délégué ;

Dans de nombreuses sociétés françaises, principalement de petites ou moyennes capitalisations, le fondateur de l'entreprise ou un de ses descendants préside le conseil d'administration et dirige l'entreprise. Fréquemment ils en sont les principaux actionnaires et ont toute légitimité pour diriger et incarner l'entreprise. Ces **PDG fondateurs** seront donc soutenus, même en l'absence des contre-pouvoirs susmentionnés, s'ils veillent à se faire challenger par une majorité d'administrateurs libres d'intérêts et s'ils veillent à ne pas bénéficier d'avantages au détriment des autres actionnaires (droit de vote double, rémunération excessive ou convention réglementée significative dont ils seraient bénéficiaires).

Dans une structure à conseil d'administration, le Directeur Général a pour mission d'assurer la direction et la gestion de l'entreprise sur la base de la stratégie qu'il aura su faire valider par le conseil d'administration. Il aura donc une influence importante sur la performance de l'entreprise.

La **performance financière**, mesurée par la création de valeur actionnariale absolue ou relative au secteur depuis son arrivée à la tête de l'entreprise sera donc prise en compte lors de son renouvellement au conseil d'administration.

Parallèlement la **performance environnementale** sera également prise en compte, mesurée par la réduction de l'intensité carbone sur les périmètres 1 et 2 (émissions directes et émissions indirectes liées à la consommation énergétique en tonnes équivalent CO2 par million de chiffre d'affaires. Proxinvest recommande également des efforts en matière de reporting du scope 3 (émissions indirectes).

En matière de responsabilité énergétique, Proxinvest recommande aux entreprises de définir, publier et faire valider par [la Science Based Targets Initiative](#) leurs objectifs de réduction des émissions de carbone et de publier année après année leur taux d'avancement par rapport à ces objectifs.

2.2. Compétence des membres du conseil

La composition du conseil relève d'un savant dosage de compétence, d'expérience et d'indépendance au service de l'intérêt de la société et de ses actionnaires.

La collecte systématique de certains manquements au respect des droits ou au service des intérêts des actionnaires permet d'apprécier certaines des compétences et des comportements attendus des administrateurs. Certains mandataires des sociétés, administrateurs, directeurs généraux, commissaires aux comptes ou aux apports, sont parfois 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 ont

³ Réunions hors la présence des membres de la Direction Générale.

défini dans leurs politiques de vote certaines mesures comme résolutions 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 « *manquements* » – 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 ou de contre-vérité manifestes.
- 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 résolution 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 « *manquement* ».

Proxinvest retient ces manquements comme critère de vote de compétence pour apprécier l'opportunité d'approuver, de s'abstenir ou de s'opposer au candidat présenté comme mandataire.

Une attention particulière est faite lors de l'élection d'un Président du conseil ou des Présidents des comités spécialisés d'audit, de rémunération et de nomination. Les manquements significatifs observés dans le compte-rendu de travail de ces organes pourraient entraîner le vote négatif lors du renouvellement du candidat comme administrateur dans la société où ces manquements ont été observés et, dans les cas de manquements les plus graves, dans d'autres sociétés cotées.

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 que les autres, mais elle permet de présenter la situation d'un administrateur autre que lui, est en situation de conflit d'intérêts potentiel 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 ainsi la compétence comme étant à la fois l'expérience professionnelle, l'absence de conflits d'intérêts, l'engagement et la disponibilité.

L'analyse des candidatures n'est pas un exercice formel consistant à cocher des cases. Si un candidat se présente aux suffrages en présentant une profession de foi ou en adhérant à une politique de vote publique, celui-ci pourra être soutenu, quel que soit le niveau d'indépendance du conseil, s'il s'engage sur des progrès de gouvernance conformes aux principes défendus par Proxinvest.

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, on l'a vu, qu'il n'ait pas participé directement à trop de décisions notoirement préjudiciables aux actionnaires (cf. ci-dessus).

La nomination de personnes morales comme membre de conseil est une formule qui tend à déresponsabiliser le représentant permanent ; celui-ci est amovible selon le bon vouloir de la personne morale et il se trouve 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% du capital ou des droits de vote et à leurs représentants⁴ (ceci inclut toute personne ayant un lien avec cet actionnaire ou toute personne missionnée par cet actionnaire) ;
- aux parents et apparentés des dirigeants ou principaux actionnaires ;
- aux représentants ou anciens représentants depuis moins de 3 ans des clients, concurrents, 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 actionnaire significatif ou impliquées depuis moins de 3 ans dans une transaction stratégique majeure (apport d'actifs, fusion) ;
- aux banquiers (banquiers d'affaires, dirigeants de grandes institutions financières et anciens dirigeants de banques depuis moins de 3 ans ou disposant encore d'avantages accordés par l'établissement dont ils étaient dirigeants)⁵ ;
- aux personnes disposant d'un mandat politique (conflit d'intérêt entre l'intérêt général et les intérêts privés)⁶ ;
- aux administrateurs dont le mandat ou la présence au sein de la société ou du groupe excède 11 ans ;

⁴ Afin de tenir compte des spécificités des valeurs petites et moyennes définies comme toute société n'étant pas dans le SBF120, MCSI Europe et FTSE Eurofirst 300 et souligner l'apport positif en matière de contre-pouvoirs et diversité au conseil, les investisseurs détenant moins de 10% du capital et des droits de vote de ces sociétés seront considérés comme libres d'intérêts si le capital de la société est déjà contrôlé.

⁵ Sauf si la société précise qu'il n'y a eu aucune relation d'affaires entre la société et la banque au cours des trois dernières années ou si les prestations (nature, montant) ne sont pas jugées significatives par Proxinvest.

⁶ 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, dirigeant d'un établissement ou d'une entreprise publique) sera qualifiée 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).

Afin de ne pas exposer d'informations privilégiées à un opérateur concurrent et d'éviter les prises de contrôle sans lancement d'offre publique, Proxinvest recommande de rejeter la présence de concurrents non partenaires au sein du conseil. La position de concurrent semble être un conflit d'intérêts non compatible avec la fonction d'administrateur.

La position de consultant rémunéré par l'entreprise fait aussi naître une incompatibilité avec la fonction d'administrateur en raison du conflit d'intérêt qui justifiera une recommandation de vote négative sur l'élection de l'administrateur et sur l'approbation de la convention réglementée.

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, l'administrateur absent à un nombre élevé de réunions fera l'objet d'une opposition lors de son renouvellement.

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.

Selon Proxinvest, 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 cacher un faible taux d'indépendance des administrateurs, la nomination de censeurs au conseil pose problème : la présence obligatoire de personnes n'assumant pas les mêmes responsabilités mais bénéficiant d'un même niveau d'autorité risque de gêner les travaux des administrateurs. La présence de censeurs ne semble dès lors acceptable que comme des consultants, nommés et honorés par le conseil mais qui doivent pouvoir être provisoirement récusés à la demande d'un seul administrateur qui se sentirait gêné par leur présence. Proxinvest n'est donc pas favorable à la nomination de censeurs protégés plusieurs années par le mandat conféré par l'assemblée générale mais pourra soutenir les modifications statutaires prévoyant la nomination de censeurs par le conseil si ceux-ci sont récusables à la demande de n'importe quel administrateur.

Il est impératif que chaque membre du conseil disposant du droit de vote soit ratifié par l'assemblée générale et la représentation statutaire au conseil de quelque catégorie que ce soit n'est donc pas souhaitable. Toutefois, bien que s'agissant d'administrateurs en conflit d'intérêts potentiel, un poste

statutairement réservé à un représentant des actionnaires salariés est acceptable mais 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.

Par ailleurs, la loi de sécurisation de l'emploi du 14 juin 2013 impose désormais aux sociétés dépassant certains seuils d'effectifs d'avoir des représentants des salariés au sein de leur conseil d'administration ou de surveillance. Les statuts de ces sociétés devront être modifiés afin de prévoir les modalités de désignation par les salariés et Proxinvest n'émet pas de préférence particulière sur les différentes modalités de désignation directe ou indirecte. Dans la mesure où ils sont enclins à défendre les intérêts d'une partie prenante spécifique (les salariés de la société), les représentants des salariés ne sauraient être considérés comme complètement libres de conflit d'intérêts. Pour autant, du fait de leur absence de lien avec la direction et les actionnaires de la société, ils sont à même de faire valoir des positions critiques vis-à-vis de ceux-ci.

Proxinvest ne considère pas l'indépendance de tous les membres du conseil comme nécessaire. Il est indispensable que grands et petits actionnaires soient représentés. Par exemple, dans les sociétés contrôlées, la présence au conseil d'administration de représentants d'actionnaires minoritaires contribuera positivement à la diversité du conseil. Il peut aussi être utile de voir siéger un ou deux anciens dirigeants comme administrateurs non exécutifs, bien qu'ils ne puissent prétendre à la perspective externe.

Dans les sociétés faisant offre au public, 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, afin de favoriser les contre-pouvoirs, les débats et la présence de représentants d'actionnaires au conseil, sans retirer leur qualification d'administrateur « non libre d'intérêts », introduit une exception à l'exigence de la majorité d'indépendant pour un représentant de chacun des trois principaux actionnaires de la société.

Toutefois, Proxinvest en cas de majorité d'administrateurs non libres de conflits d'intérêts, s'opposera à toute surreprésentation d'actionnaires lorsque le groupe actionnaire dispose de plus de sièges au conseil qu'il ne possède d'intérêt économique en pourcentage du capital. Cette mesure vise à éviter une influence excessive ou une prise de contrôle par des actionnaires ne payant pas le prix de cette prise de contrôle.

Proxinvest et l'ECGS retiennent donc une règle plus stricte que celles de l'AFEP-MEDEF : **le conseil doit être majoritairement composé de membres compétents et indépendants, c'est-à-dire libres de tout risque de conflit d'intérêts potentiel.** 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 vérifie si le Président du conseil peut être qualifié de membre libre d'intérêts pour déterminer si les candidats non libres d'intérêts présentés ou renouvelés peuvent être soutenus.

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 donc 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.

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

Proxinvest est favorable à ce que les dirigeants mandataires sociaux exécutifs mettent en œuvre une politique de non-discrimination et de diversité notamment en matière de représentation équilibrée des femmes et des hommes au sein des instances dirigeantes⁷.

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. Processus de succession

La planification et la réussite du processus de succession sont l'une des principales responsabilités du conseil. Cette question sera d'autant plus primordiale lorsque la société est dirigée par son fondateur.

La préparation de la succession est un pouvoir primordial du conseil pour assurer la continuité du groupe et une forme d'indépendance du groupe à ses dirigeants.

Sauf justification particulière, les statuts donnent 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 conseil⁸ et que le processus de succession soit présenté au marché au moins deux ans avant l'atteinte de ces limites d'âge.

2.7. 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 nomination, 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.

Proxinvest exclut la présence de dirigeants dans les comités, lesquels doivent être composés majoritairement de personnes libres d'intérêts et présidés par une telle personne.

⁷ §1.7 du code AFEP-MEDEF (version juin 2018)

⁸ Proxinvest n'émet pas de recommandation sur l'âge limite que pourraient inclure les statuts pour tout administrateur ou membre du conseil de surveillance.

Les haut-dirigeants d'entreprise bénéficiant indirectement d'un ajustement à la hausse de leur rémunération par le recours aux comparaisons, ou « benchmarks », recommandé par les codes de gouvernance, et pouvant bénéficier de l'avantage de réciprocité, il est apparu recommandable de ne pas les voir siéger au comité des rémunérations. Par conséquent, le comité des rémunérations ne doit jamais comprendre plus d'un tiers de dirigeants ou Présidents de grandes sociétés cotées.

Il résulte de la jurisprudence de la Cour de cassation, que tout administrateur est présumé engager sa responsabilité chaque fois qu'il participe, par son action ou son abstention, à la prise d'une décision fautive. Pour s'en exonérer, l'administrateur doit donc faire preuve de sa réactivité et, à minima, de son opposition expresse à une telle décision, voire, si celle-ci est entérinée, de proposer sa démission.

Proxinvest se réserve en conséquence 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.

3. L’AFFECTATION DU RESULTAT, LA GESTION DES FONDS PROPRES ET LES OPERATIONS 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. L’appréciation du dividende proposé repose donc sur une analyse multicritères.

La distribution de dividende ne doit pas mettre la continuité d’exploitation de l’entreprise en risque.

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**

Le versement d’acomptes sur dividende doit être encouragé d’autant plus qu’il peut permettre aux émetteurs de réduire l’activité de prêt-emprunt de titres en période d’assemblée générale.

L’émetteur devra veiller à ne pas encourager la pratique du prêt de titres (ou vente à réméré) en période d’assemblées générales pour raison fiscale, cette opération conduisant certains investisseurs à ne pas voter ou à ne pas contrôler le vote effectif sur les actions qu’ils ont prêtées. Ainsi convient-il que les émetteurs respectent le code de bonne pratique de l’ICGN (International Corporate Governance Network) sur le prêt-emprunt de titres en décalant à plus de quinze jours après la date d’enregistrement des titres la date de paiement du dividende⁹.

- **Option pour le dividende en actions**

Proxinvest est favorable à l’ouverture d’une option au gré de l’actionnaire pour recevoir le dividende en actions mais critique les modalités réglementaires françaises du dividende en actions qui favorisent non la fidélisation de l’actionnaire mais l’arbitrage. Le législateur devrait s’inspirer des modèles étrangers où l’option doit être adoptée avant la fixation définitive du nombre d’actions

⁹ "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)." (<https://www.sec.gov/comments/4-590/4590-10.pdf>)

attribuées (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).

La distribution du dividende en actions pourrait 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, d'information ou de compétence.

Proxinvest a depuis plusieurs années alerté en vain sur ce problème technique regrettable. Tant que le législateur n'aura pas rendu son cadre réglementaire plus juste et en ligne avec les meilleurs standards étrangers, Proxinvest refusera les résolutions autorisant l'option pour le dividende en actions prévoyant une décote. Cette dernière encourage en effet d'autant plus les opérations d'arbitrage susvisées et dilue plus fortement les actionnaires optant pour le dividende en espèces.

- **Dividende en nature**

La distribution d'un dividende en nature est une proposition acceptable. Les sociétés devront toutefois analyser de manière attentive l'option alternative d'une vraie scission ainsi que la fiscalité supportée par l'actionnaire avant de proposer un dividende en nature.

La distribution d'un dividende en nature correspondant à un actif partiel permettant à la société d'en garder le contrôle tout en distribuant une partie de ses actifs ne semble pas particulièrement de bonne gouvernance.

- **Récompenser la fidélité de l'actionnaire par le dividende majoré ou les bons de fidélité**

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 toutefois souhaitable qu'il ne soit pas réservé aux seuls actionnaires inscrits au nominatif depuis deux ans mais sur la participation effective au vote par l'actionnaire depuis deux ans.

Proxinvest recommande aux émetteurs soucieux de récompenser la fidélité des actionnaires de long terme d'émettre des bons de fidélité (« loyalty warrants »). Cet instrument de fidélisation présente l'avantage de respecter le principe d'égalité de traitement des actionnaires puisque la détention des actions au nominatif n'est pas exigée. A travers un mécanisme simple de création d'un nouveau code ISIN à une date donnée, tous les actionnaires se voient attribuer un bon d'acquisition d'actions à l'issue de plusieurs années sous condition de ne pas avoir cédé ou prêté leurs titres. Ce mécanisme doit être ajusté afin de préserver les futurs actionnaires d'une dilution excessive tout en récompensant financièrement l'actionnariat de long terme et en pénalisant le prêt de titres.

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.

Les sociétés doivent s'interdire d'intervenir sur le capital par rachat en période d'offre publique car ceci peut constituer une manœuvre destinée à décourager le lancement d'offres publiques ou à fausser le résultat d'une telle offre. Elle implique, au demeurant, 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 faire 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 soit 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.) soit de rémunérer par échange de titres l'acquisition d'un actif 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. »*¹⁰

La réduction de capital n'est aucunement une distribution aux actionnaires : à la différence du dividende payé à ces derniers, lorsque l'entreprise rachète ses actions, elle reçoit toujours un actif de valeur identique en contrepartie. Certes l'actionnaire vendeur – l'ancien actionnaire – obtient un versement de liquidités mais il est aussi privé de son actif : ce n'est donc pas une distribution. Contrairement à ce qui est parfois affirmé, l'impact d'une réduction du capital sur le bénéfice de l'entreprise, donc sur le patrimoine de l'actionnaire, est loin d'être mécanique. Le risque est de minimiser le coût de rémunération des fonds propres et d'oublier le coût marginal de remplacement du capital.

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

¹⁰ Position de l'AMF relative à la mise en œuvre du régime de rachat d'actions, 19 novembre 2009 (http://www.amf-france.org/technique/multimedia?docId=workspace://SpacesStore/b5c479b0-9a59-4f26-89fe-8cb7a41d6811_fr_2.2_rendition)

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'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 particulièrement favorable aux opérations de division du nominal.

3.4. Endettement

L'endettement financier représente à la fois une opportunité de capacité de financement primordiale pour l'entreprise et un risque extrême en cas de surendettement.

L'ordonnance de 2004 a malheureusement retiré à l'assemblée générale le contrôle des émissions obligataires. Un contrôle de l'endettement s'opérera donc lors des demandes d'utilisation de la trésorerie à des fins de versement de dividendes ou de rachat d'actions.

Par ailleurs, afin de limiter les risques et contribuer au développement durable des entreprises, Proxinvest recommande de soumettre à l'assemblée générale l'enveloppe d'endettement maximale en et hors bilan à ne pas dépasser.

3.5. Scissions

Proxinvest est généralement favorable aux scissions qui améliorent la lisibilité des projets stratégiques.

Toutefois, la scission doit s'accompagner de conseils d'administration différents dans les deux sociétés scindées.

Proxinvest est particulièrement favorable à la scission des métiers dans le secteur bancaire.

3.6. 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 associée des statuts ou de la composition du conseil, impacts environnementaux et sociaux.

La consultation et l'appréciation des avis d'experts indépendants, attestations d'équité, rapports des commissaires aux apports ou à la fusion 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.

3.7. 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 titre des banques et l'intervention des banquiers garants, laquelle se trouve allongée par le délai d'exercice du droit préférentiel de souscription (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 des meilleures 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 toujours être lancée avec DPS avec un prix de placement supérieur au prix de marché, le DPS n'aura pas de valeur et le souscripteur pressenti pourra souscrire l'intégralité de l'émission qu'il garantit sans aucunement 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'assemblée générale extraordinaire 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 enfin 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 significative ou opération d'apports en nature 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 sans convocation de l'assemblée générale 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.

4. REMUNERATION DES MANDATAIRES SOCIAUX ET ASSOCIATION DES SALARIES AU CAPITAL

Un principe : association des salariés, transparence, cohérence, et équité des rémunérations

4.1. L'association des salariés au capital : l'actionnariat salarié

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 en revanche pas souhaitables 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.

Concernant les autres formes d'association de certains salariés au capital (cas des options ou actions gratuites), la pratique des résolutions liées n'est pas recommandée : il est préférable de traiter les cas des salariés et des dirigeants dans des résolutions distinctes.

4.2. La rémunération des dirigeants

4.2.1. Vote sur la politique de rémunération des mandataires sociaux dirigeants

Le vote sur la politique de rémunération des dirigeants se généralise au sein des grands pays occidentaux.

En juin 2013 le code AFEP-MEDEF a introduit un vote consultatif sur la rémunération des mandataires sociaux dirigeants accueilli favorablement par Proxinvest. 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. Le système proposé par le code AFEP-MEDEF n'est toutefois pas parfait et Proxinvest constate avec satisfaction que la Loi Sapin 2 met en œuvre sa préférence pour un vote impératif sur les propositions de la société plus respectueux du principe de souveraineté de l'assemblée générale. Proxinvest attend de toute société faisant appel public à l'épargne un vote sur la rémunération des mandataires sociaux dirigeants.

Afin d'émettre son opinion, Proxinvest analysera le respect par les sociétés des principes de transparence, de structure de rémunération, de montant et de lien avec la performance à long terme énoncés ci-après.

Proxinvest évaluera également l'évolution des pratiques et la réaction à une éventuelle contestation significative des actionnaires.

4.2.2. 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 représentent les régimes additifs de retraite. L'utilisation d'une société *ad hoc* pour la rémunération d'un dirigeant actionnaire d'influence implique notamment une totale transparence des opérations menées par cette société pour permettre la mesure précise de la rémunération de chaque dirigeant concerné.

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, variable pluriannuel, 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.

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

Proxinvest encourage les sociétés à définir leurs indicateurs clés de performance (« Key Performance Indicators » – KPI) tant sur le plan financier qu'extra-financier et à en communiquer leurs objectifs. Ces indicateurs clés de performance financière et extra-financière doivent ensuite être utilisés dans une politique cohérente de 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).

Selon Proxinvest chaque investisseur et administrateur doit s'interroger sur le plafond raisonnable de rémunération d'un dirigeant exécutif. 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. Proxinvest a ainsi considéré depuis 2005 qu'un maximum tous avantages compris, de 240 fois le salaire minimum légal, ou SMIC brut, soit 5 M€ par an¹¹, devait constituer le maximum socialement tolérable de la rémunération globale annuelle (salaire, avantages, options, actions gratuites et contribution de retraite chapeau) pour les fonctions rémunérées d'un dirigeant. Chaque conseil d'administration devrait également définir un écart maximal entre la rémunération du premier dirigeant et la rémunération minimale, moyenne ou médiane du groupe. Proxinvest recommande aux sociétés de communiquer ces ratios au sein de leur rapport annuel.

Le vote spécifique sur la rémunération des mandataires sociaux dirigeants est l'occasion d'apprécier la rémunération individuelle d'un mandataire social et de vérifier l'acceptabilité sociale de celle-ci. Le contrôle d'un éventuel excès du maximum socialement acceptable défini par Proxinvest se fait également 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. L'écart entre la rémunération du premier dirigeant et celle de la moyenne du comité exécutif peut constituer un autre élément d'appréciation à suivre.

Élément 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.

4.2.4 Politique de rémunération idéale

La rémunération des dirigeants doit être liée à la performance de long terme. Il convient d'éviter les politiques de rémunération court-termistes qui permettent le versement de bonus annuels élevés sur le court-terme sans création de valeur sur le long terme. La politique de rémunération doit laisser le temps aux risques et aux investissements de se concrétiser et de se refléter sur la situation financière de l'entreprise.

La politique de rémunération des dirigeants doit aussi rester simple, lisible et compréhensible.

Proxinvest recommande donc la politique de rémunération suivante :

- Rémunération fixe : 25%
- Actions gratuites de performance : 75%
 - Conditions de performance mesurées sur 5 ans
 - Période supplémentaire de conservation jusqu'à 5 ans pour la moitié des actions gratuites acquises, applicable même lors des cas de départ du dirigeant.

¹¹ Sur la base du SMIC mensuel brut pour 169h en 2019.

4.2.5. 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 ou corrélative d'une augmentation sensible de la responsabilité de gestion.

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 sociétés doivent communiquer la liste des sociétés comparables utilisées comme référence et expliciter le positionnement relatif vis à vis de ce groupe.

Rémunération totalement garantie en cas d'échec, il convient que cette rémunération fixe soit limitée et le développement de rémunérations fixes supérieures à un million d'euros ne doit pas être encouragé au regard de la crise économique et du coût fiscal afférent.

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

4.2.6. Le variable 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 la création d'emplois, le taux d'accidents du travail, la formation, les émissions de CO2,...), précis et vérifiables, qu'elles jugeront cohérents avec leurs objectifs de développement durable.

Proxinvest recommande certains critères spécifiques de performance qui contribuent à la responsabilité sociétale des entreprises et réduisent le risque de nuisance à l'écosystème.

L'un des principaux risques identifiés est l'empreinte environnementale des sociétés qui opèrent dans le secteur extractif, le secteur des transports ou les sociétés industrielles. Proxinvest recommande qu'elles intègrent un critère de performance basé sur la réduction de l'empreinte carbone.

Un second risque majeur identifié est le risque systémique des banques. Proxinvest appréciera donc positivement l'inclusion du critère « Fully-loaded capital requirement » (capital minimum « totalement chargé ») comme critère de performance, un critère de solvabilité recommandé par la Banque Centrale Européenne.

Il est acceptable que le conseil se réserve une part discrétionnaire d'appréciation du dirigeant reposant sur des critères qualitatifs non quantifiables ou vérifiables (restructuration, management, désendettement, cessions, RSE, qualité, image...). Le poids de cette part qualitative discrétionnaire au sein du variable total doit être communiqué aux actionnaires. Elle ne doit pas servir à compenser une performance financière décevante et **cette part qualitative non précise et vérifiable ne devrait donc pas représenter plus de 20% de la rémunération variable annuelle cible**. L'articulation de ce variable annuel, ou « bonus », doit être totalement transparente. Pour pouvoir apprécier la rémunération

variable annuelle d'un dirigeant, les actionnaires doivent disposer des informations suivantes : critères de performance, bonus cible, bonus minimum, bonus maximum.

Cette rémunération variable devrait être réellement variable et la règle de fixation du bonus devrait conduire à une absence totale de bonus lors des exercices décevants ou difficiles.

Les critères comparant la performance du groupe à celle de ses concurrents seront appréciés positivement. Il conviendra que les sociétés comparables et leur performance soient listées.

Les critères du variable doivent pouvoir être vérifiables par les actionnaires à priori. Les sociétés devront donc communiquer le poids de chaque critère financier accompagné des objectifs à atteindre pour l'exercice en cours et l'exercice passé. Les sociétés devraient communiquer :

- le seuil plancher à partir duquel le critère est activé et permet le versement d'un bonus minimum,
- le seuil cible à partir duquel la rémunération variable cible est due,
- le seuil à partir duquel la rémunération variable maximale est due,
- le taux de réalisation de l'objectif sur l'exercice passé.

Les sociétés qui annoncent des objectifs au marché financier ne peuvent en aucun cas se prévaloir de l'argument du secret des affaires pour refuser la communication dès le début de l'année des seuils d'objectifs pour tous les critères de performance sur lesquels reposera la rémunération variable annuelle des dirigeants. Les conseils devront veiller à la cohérence entre les objectifs annoncés au marché financier et les objectifs sous-jacents à la rémunération variable des dirigeants.

Les sociétés, qui ne peuvent ou ne veulent informer à priori sur les objectifs à atteindre définis par le conseil pour l'exercice, devront néanmoins rendre compte dans le rapport annuel suivant des informations susvisées.

Les mêmes exigences de transparence seront attendues sur l'éventuelle partie différée de la rémunération variable annuelle.

L'évolution et le niveau de la rémunération variable annuelle doivent être en ligne avec la performance de la société sur l'exercice. Seule une surperformance significative devrait permettre d'attribuer une rémunération supérieure à la rémunération variable cible.

La rémunération variable doit être strictement encadrée afin de ne pas contribuer à une prise de risque excessive.

Le bonus annuel cible ne devrait pas excéder le salaire fixe et le bonus maximum ne devrait jamais excéder 150% du salaire fixe. L'ensemble des rémunérations variables cibles (bonus annuel ou pluriannuel, options et actions de performance) ne devrait pas excéder 200% du salaire fixe et **l'ensemble des rémunérations variables ne devrait pas excéder 300% de la rémunération fixe** en valeur maximale. Il est indispensable que le bonus annuel ne représente qu'une part minoritaire du variable total afin de favoriser un vrai alignement entre rémunération et performance à long terme et ne pas favoriser la prise de risque à court terme. Au total, **la partie à court terme de la rémunération ne devrait donc jamais excéder la partie conditionnelle de long terme c'est-à-dire liée à des conditions d'attribution d'une durée d'au moins trois années pleines.**

4.2.7. Plans de rémunération à long terme

Il convient que la rémunération des dirigeants repose principalement sur la performance à long terme des groupes qu'ils dirigent, performance entendue comme la création de valeur durable pour toutes les parties prenantes.

Afin d'éviter le risque de biais court-termiste, il convient que la plus grande part de la rémunération variable soit composée d'éléments de long terme ou que le dirigeant soit suffisamment intéressé à la performance durable du groupe ce qui sera présumé par exemple s'il est également actionnaire de référence du groupe.

Afin d'éviter certaines prises de risque excessives, il convient toutefois que l'ensemble des rémunérations variables (bonus annuel différé ou non, options et actions de performance valorisées à leur date d'attribution) n'excède pas en cible 200% et au maximum 300% du salaire fixe.

Les plans de rémunérations à long terme indexés sur l'action peuvent être un excellent moyen d'associer un grand nombre de collaborateurs aux fruits de l'entreprise, il convient alors lors des assemblées générales de bien séparer les attributions par catégorie de bénéficiaires au sein de résolutions distinctes : une résolution pour les mandataires sociaux dirigeants et autres membres du comité de direction et une résolution pour les autres salariés. Si tel n'est pas le cas, il est indispensable 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.

Les plans à long terme dont peuvent bénéficier les mandataires sociaux dirigeants et membres du comité exécutif doivent inclure des conditions de performance. Ces conditions d'attribution annoncées doivent constituer une réelle exigence de performance et être mesurées sur une période de moyen ou long terme. L'acquisition progressive de droits, même sur trois années, ne satisfait pas la notion de condition de performance à moyen ou long terme.

Le niveau d'exigence exigé en matière de transparence et de qualité des conditions de performance est explicité au sein du paragraphe « Qualité des conditions de performance » ci-dessous.

Proxinvest s'oppose à toute dérogation aux conditions de présence à la date d'exercice d'options ou d'acquisitions d'actions ou à la modification des conditions de performance en cas de départ des mandataires sociaux dirigeants.

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.

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 précises et la valorisation à la date d'attribution. Ces rémunérations ne sauraient être considérées comme de long terme qu'à condition que leurs conditions d'attribution portent sur une période minimale pleine de cinq ans.

Ces formes de rémunération variable pluriannuelle ne doivent pas échapper au tableau de synthèse sur la rémunération totale des dirigeants. Proxinvest recommande de les inclure pour leur valeur comptable actualisée à la date d'attribution.

4.2.8. 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. Ils peuvent reposer sur la création de valeur pour l'actionnaire (cours de bourse, Total Shareholder Return – « TSR ») et l'objectif de performance peut être exprimé en valeur absolue à atteindre ou en valeur relative (performance relative comparée à un échantillon de comparaison). Ils peuvent également reposer sur les objectifs à moyen-long terme du plan stratégique.

Il conviendra qu'au moins un des critères retenus soit externe à l'entreprise : TSR, cours de bourse ou agrégat comptable comparé à un panel de concurrents.

L'inclusion d'un ou plusieurs critères vérifiables liés à la responsabilité sociale ou environnementale de l'entreprise sera appréciée positivement et permettra à l'entreprise d'explicitier les indicateurs clés de performance (« KPI ») retenus dans sa stratégie de développement durable. Proxinvest appréciera notamment positivement l'inclusion de l'empreinte carbone comme critère pour les sociétés industrielles ou des secteurs extractifs ou du transport.

En principe, lors de l'utilisation de critères multiples, les critères de rattrapage doivent être évités.

Comme indiqué précédemment, la mesure de la performance doit se faire sur le long terme ce qui ne se confond pas avec l'atteinte sur plusieurs années d'objectifs annuels éventuellement fixés pour le bonus. Proxinvest encourage donc les sociétés à mesurer la performance de leur dirigeant sur des périodes longues de cinq années ou plus. A minima toute mesure de la performance sur une durée inférieure à trois années pleines ne pourra être qualifiée de long terme

Chaque plan doit exiger un niveau de performance minimal à atteindre, par exemple la médiane d'un échantillon de sociétés comparables, 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. De même, une performance inférieure à la médiane de l'échantillon de comparaison des pairs ne devrait jamais donner lieu à attribution.

La transparence sur les conditions de performance (critère et seuils d'objectif) doit être totale. Les conditions de performance relatives aux plans en cours d'acquisition doivent être communiquées aux actionnaires. La même information ainsi que le taux de réalisation de chaque critère devra être communiquée pour les plans acquis lors des derniers exercices.

4.2.9. Clauses de remboursement (« clawback »)

Tout contrat de rémunération variable, tout plan d'actions ou d'options, doit contenir une clause appelée « clawback » selon laquelle les rémunérations variables, les options ou les actions seront réclamées dès lors qu'il apparaît à une date ultérieure qu'elles ont été partiellement attribuées sur la base d'une information financière incorrecte (ceci couvrant notamment les malversations comptables, les pratiques déloyales entraînant des amendes ou pénalités à posteriori). Dès lors qu'une rémunération variable a été injustement attribuée, la société doit initier une procédure judiciaire pour obtenir le remboursement des bonus, actions ou options.

4.2.10. 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 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 avec l'avis favorable de travaux d'experts externes dits indépendants mais payés par la société, 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 sont analysés comme toute demande d'émission d'options au profit des dirigeants.

4.2.11. 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 communiquée, ce montant restant généralement à la charge de l'entreprise pendant des années après le départ du dirigeant bénéficiaire.

Afin de contrôler le coût souvent élevé de cette composante « rémunération différée sous forme de retraite » dans la rémunération totale des dirigeants, on s'opposera à tout régime à prestations définies si le coût annuel individuel de l'avantage de retraite n'est pas communiqué.

Les sociétés doivent également décrire de façon détaillée le régime, notamment la rémunération de référence, le pourcentage d'acquisition annuel des droits, le plafond du régime, la rente maximale tous régimes de retraite confondus, l'ancienneté minimale requise pour bénéficier du régime et les conditions de performance attachées au régime.

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 peut être plafonné par l'investisseur. Il est aussi constitutif de la rémunération totale du dirigeant, dont le montant peut être comparé à un plafond.

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

La rémunération de référence doit se calculer sur une base pluriannuelle.

Ces compléments de retraite étant par nature peu 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.

La rémunération d'un dirigeant ne saurait être appréciée sans la prise en compte de cette forme de rémunération différée et l'analyse du respect des recommandations et limites de Proxinvest sur les régimes de retraite sera intégrée à l'expression de l'avis consultatif sur la rémunération du dirigeant.

4.2.12. Les indemnités de départ et primes de bienvenue

Les mandataires sociaux dirigeants devant demeurer révocables « ad nutum », il convient de ne jamais indemniser leur échec éventuel et donc de ne pas attribuer, hors situation de départ forcé suite à un changement de contrôle, d'indemnités de départ ou toute autre forme d'indemnisation assimilable à un « parachute doré ». La loi TEPA a soumis les 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.

Il est préférable que chaque dirigeant ou cadre d'importance soit tenu dès le début de sa présence dans la société à un engagement de non-concurrence.

La politique de l'ECGS est d'accepter les indemnités inférieures ou égales à une année de salaire fixe. En France un nombre croissant de dirigeants ne bénéficie plus d'indemnisation en cas de départ. Toutefois, lorsque des indemnités sont prévues, les pratiques sont plus généreuses qu'en Europe, probablement du fait d'un code AFEP-MEDEF généreux avec les bénéficiaires (deux années de rémunération autorisées). En harmonie avec la politique de vote européenne de l'ECGS, Proxinvest s'oppose systématiquement au-delà de la rémunération d'un engagement de non-concurrence à hauteur d'un maximum d'une année de pleine rémunération salariale et couvrant une période de non-concurrence d'au moins deux ans. Toute indemnisation en cas de départ forcé doit être soumise à des conditions de performance et plafonnée de même à un an de pleine rémunération salariale, toutes indemnités comprises.

Proxinvest est généralement défavorable à toute indemnisation du simple départ à la retraite d'un mandataire social dirigeant, le préjudice supporté par l'intéressé n'étant pas démontré. Cependant, pour encourager les entreprises à abandonner les régimes de retraite chapeau, trop coûteux, au profit d'un versement unique d'un montant raisonnable au moment du départ en retraite, Proxinvest accepte l'indemnité de départ à la retraite pour les dirigeants ne bénéficiant pas de retraite complémentaire sous condition de trois ans de présence au sein du groupe et dans la limite d'une année de rémunération salariale.

Proxinvest limite ainsi à une année de rémunération l'ensemble de l'indemnisation : indemnité de départ, préavis, paiement ultérieur d'une prime de non-concurrence, avantages dus au titre du contrat de travail, etc. De telles indemnités de départ doivent être conditionnées à une ancienneté du bénéficiaire d'au moins trois ans dans l'entreprise.

Par ailleurs, 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 socialement acceptable par Proxinvest.

La rémunération d'un dirigeant ne saurait être appréciée sans la prise en compte de cette forme de rémunération différée et l'analyse du respect des recommandations et limites de Proxinvest sur les indemnités de départ sera intégrée à l'expression de l'avis consultatif sur la rémunération du dirigeant.

4.3. La rémunération des membres non-exécutifs du conseil

4.3.1. Rémunération des membres non-exécutifs du conseil

Le paiement d'un jeton de présence doit être principalement conditionné par la présence effective aux réunions du conseil et des comités. La rémunération du Président non exécutif s'il en perçoit est additionnée aux jetons de présence versés pour apprécier le coût global de la supervision par le conseil.

La rémunération des administrateurs non exécutifs sous forme d'options ou d'actions gratuites est illégale aujourd'hui. Il ne semble toutefois pas que l'attribution d'actions gratuites en lieu et place des jetons de présence serait une pratique malsaine si ces dotations restent modérées et soumises au contrôle de l'assemblée générale. La rémunération d'administrateurs non exécutifs à travers des options (appelées juridiquement « bons de souscription d'actions ») ne semble au contraire généralement pas souhaitable. Toutefois cette forme de rémunération pourra être acceptée dans les valeurs moyennes aux moyens limités mais désirant attirer à leur conseil des personnalités indépendantes et compétentes, si elle n'atteint pas des valorisations significativement supérieures au jeton moyen observé dans les sociétés de même catégorie.

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.

4.3.2. 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.

Il conviendra que le niveau de rémunération des Présidents de conseil n'excède pas celui des sociétés de taille comparable. Pour mériter sa rémunération, le Président doit veiller au respect des droits et de l'égalité de l'ensemble des actionnaires. La qualité de la gouvernance mise en œuvre par le Président et mesurée par Proxinvest sera donc également prise en compte par Proxinvest avant d'émettre son avis.

4.4. L'investissement en actions des mandataires sociaux

4.4.1. L'investissement en actions des membres du conseil non-exécutifs

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 directement ou indirectement acquis au plus tard lors de leur renouvellement des actions de la société au minimum à hauteur d'un an de jetons de présence.

Proxinvest recommande d'obliger les administrateurs à investir au minimum 50% de leur jeton en actions de l'entreprise avec obligation de détention jusqu'à la fin de mandat.

4.4.2. L'investissement en actions des dirigeants

Afin d'aligner l'intérêt des dirigeants et des actionnaires de long terme, Proxinvest recommande aux sociétés de mettre en place dès l'arrivée du dirigeant une politique d'investissement et de détention en actions correspondant à un multiple de la rémunération fixe. Proxinvest recommande une détention minimale de l'équivalent d'une année de salaire fixe par les dirigeants. Comme annoncé en 2013, lorsque le dirigeant ne détiendra pas un minimum de six mois de rémunération fixe, son renouvellement fera l'objet d'une opposition. Cet élément est également apprécié du vote consultatif sur la rémunération des dirigeants.

5. LES DROITS DES ACTIONNAIRES

Un principe : égalité de traitement des actionnaires, « 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.

Proxinvest soutient fortement le principe « une action, une voix ». Si Proxinvest 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 obstacle aux offres publiques en protégeant la direction. Proxinvest dénombre année après année les résolutions qui auraient dû être rejetées sans l'effet protectionniste du droit de vote double.

Les droits de vote des actionnaires doivent être proportionnels à la propriété. 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 d'autres mécanismes sont préférables.

Les entreprises ne devraient pas encourager à la discrimination d'une catégorie d'actionnaires. Avant de mettre en œuvre ou de maintenir de tels mécanismes dérogeant au principe d'égalité de traitement des actionnaires, 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, des contraintes de leurs actionnaires sociétés de gestion d'actifs gérant de multiples OPCVMs et devrait mettre en place une enquête précise et publique sur la capacité de ces actionnaires investisseurs à s'enregistrer au nominatif.

5.2. Droit de vote non limité

Le principe d'égalité des actionnaires interdit de même toute limitation du droit de vote. 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 expose au contraire l'entreprise au risque d'abus de la part d'une caste irrévocable.

5.3. Libre accès au capital

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.

Proxinvest est opposé 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.

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 n'est pas justifié et, s'apparentant à une rémunération de dirigeant, il 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 souhaite 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.

Les membres des instances dirigeantes doivent veiller au respect du libre fonctionnement du jeu de la démocratie actionnariale et des offres publiques. Ainsi, en tant que personnes intéressées, les instances dirigeantes doivent refuser les clauses de remboursement anticipé en cas de changement de contrôle, sauf à avoir préalablement obtenu l'autorisation de l'assemblée générale des actionnaires conformément à la procédure des conventions réglementées.

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 permanent 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, il demeure que la mise au nominatif permanent obligatoire n'est pas souhaitable

et devrait être illégale car totalement inéquitable pour les actionnaires lointains ainsi privés de droit de vote ou d'avantages promis aux actionnaires fidèles.

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.

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 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 de vote 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. Neutralité des organes de direction en période d'offre publique

Le libre jeu des offres et des surenchères est un mécanisme de contrôle externe des entreprises permettant à un acquéreur de s'adresser directement à l'ensemble des actionnaires de la société cible en leur proposant une offre d'acquisition ou d'échange de leurs actions, notamment s'il considère pouvoir mieux gérer l'entreprise au regard de projets stratégiques alternatifs, de synergies potentielles ou d'une capitalisation boursière sous-évaluée. Cette offre peut alors faire l'objet d'une surenchère par un tiers.

S'il est normal et nécessaire que dirigeants et administrateurs expriment leur avis sur l'offre d'un tiers, il n'est pas dans l'intérêt des actionnaires de leur laisser à priori le pouvoir de bloquer le lancement de l'offre publique ou de freiner le ralliement des actionnaires à celle-ci.

Or, la loi Florange de 2014 est revenue sur le choix de neutralité des organes de gouvernance fait en 2006, lors de la transposition de la directive OPA, permettant par défaut à la société de mobiliser le capital contre une offre jugée hostile et en mettant fin à la suspension automatique des mesures susceptibles de faire échouer une offre non approuvées préalablement par l'assemblée générale.

Dans un souci d'égalité des armes (« level playing field ») entre sociétés ou entre pays, la Directive a reconnu le droit de se défendre à une société cible en cas de lancement d'offre publique sur une autre société européenne ne respectant pas le principe de neutralité. Une société française ne satisfaisant pas à ce principe de neutralité est désormais qualifiée de « non vertueuse » au sens de la directive européenne. Ce changement nuit ainsi non seulement au libre jeu des offres dont peuvent bénéficier les actionnaires mais aussi à la capacité de croissance externe des groupes français.

Toutefois, l'article 12 de la Directive OPA et la loi Florange permettent de restaurer le principe de neutralité dans les statuts. Il est de l'intérêt des actionnaires de restaurer leur compétence exclusive pendant l'offre publique pour l'approbation de toute mesure assimilable à un moyen de défense anti-OPA dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre.

Proxinvest encourage donc les sociétés à modifier leur statut afin de restaurer le principe de neutralité des organes de direction en période d'offre publique. Sans cette clause statutaire les résolutions d'autorisations financières n'étant pas suspendues dans l'hypothèse d'une offre publique feront alors l'objet d'une opposition.

Les blancs-seings autorisant la direction à se protéger dans l'hypothèse d'une éventuelle offre publique sont systématiquement opposés. En effet une analyse au cas par cas de toute mesure susceptible de faire échouer une offre publique est indispensable et les sociétés doivent alors convoquer une assemblée générale en période d'offre publique tel que prévu par l'article L233-32 du Code de Commerce qui autorise par ailleurs une publication de l'avis au BALO dans des délais restreints (15 jours avant l'assemblée générale selon l'article R225-73-1 du Code de commerce).

5.7. Maintien des droits des actionnaires

L'ordre du jour des assemblées générales devrait respecter le principe d'unicité de la matière : chaque modification statutaire touchant des sujets différents devrait faire l'objet d'un vote

spécifique et non d'un vote général d'approbation de la refonte des statuts. 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.

Par ailleurs, les sociétés de droit européen ou de droit étranger faisant offre au public 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.

LIGNES DIRECTRICES DE VOTE 2019

1. L'APPROBATION DES COMPTES ET DE LA GESTION

1.1. Approbation des comptes

1.1.1. Approbation des comptes sociaux

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) Les documents préparatoires à l'assemblée générale ne sont pas disponibles sur le site Internet dans les délais légaux (au moins 21 jours avant l'assemblée générale).
- b) L'information publiée dans les documents préparatoires à l'assemblée générale est insuffisante par rapport aux standards de bonne pratique de la place.
- c) Remarque des commissaires aux comptes sur les comptes sociaux, le rapport de gestion ou le rapport sur le contrôle interne et la gouvernance jugée significative.
- d) Il existe de sérieuses lacunes en matière d'informations financières, de gouvernance ou sur les risques.
- e) Inclusion du quitus au sein de la même résolution.

1.1.2. Approbation des comptes consolidés

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

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

1.1.3. Approbation des dépenses non déductibles

Pour la proposition sauf :

CONTRE si la condition suivante est vérifiée :

Des dépenses d'un montant significatif (> 100 000 € et > 1% des résultats) sont non détaillées ou mal justifiées.

1.2. Quitus

Contre la proposition

1.3. Conventions réglementées¹²

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) Rapport spécial des commissaires aux comptes incomplet ou information manquante sur une convention particulière :
 - Une convention directe ou indirecte (par personne interposée) passée par la société ou par l'une de ses filiales avec des personnes intéressées ne figure pas dans le rapport spécial.
 - L'intérêt d'une convention n'est pas démontré par la société.
 - Les modalités essentielles de conventions ne sont pas communiquées ne permettant pas aux actionnaires d'apprécier l'intérêt qui s'attachait à la conclusion et la poursuite d'une convention¹³.
 - Les conventions qui continuent à avoir des effets, exécutées ou non au cours de l'exercice, ne sont mentionnées ni dans le rapport spécial des commissaires aux comptes sur les conventions réglementées ni à un rapport sur les rémunérations soumis au vote de l'assemblée.
- b) Une des conventions nouvelles ou ayant continué à produire ses effets ne semble pas en ligne avec l'intérêt de tous les actionnaires. Cet intérêt sera apprécié en fonction de critères suivants :
 - Une des conventions nouvelles ou ayant continué à produire ses effets semble mal ou peu justifiée stratégiquement.
 - Une des conventions nouvelles ou ayant continué à produire ses effets ne semble pas avoir été conclue à des conditions financières équitables.
 - Une des conventions nouvelles ou ayant continué à produire ses effets a un impact négatif sur la gouvernance de la société (dépendance économique, juridique, stratégique ou autre).

¹² Le traitement de l'absence de vote sur le rapport spécial sur les conventions et engagements réglementés est indiqué au paragraphe 1.3 « Conventions réglementées » de la partie Principes de ce document.

¹³ Rappel des articles R. 225-31 et R. 225-58 du Code de commerce :

« Le rapport des commissaires aux comptes prévu au troisième alinéa de l'article L. 225-40 contient :[...]

6° Les modalités essentielles de ces conventions et engagements, notamment l'indication des prix ou tarifs pratiqués, des ristournes et commissions consenties, des délais de paiement accordés, des intérêts stipulés, des sûretés conférées, de la nature, du montant et des modalités d'octroi de chacun des avantages ou indemnités mentionnés aux articles L. 225-22-1 et L. 225-42-1 et, le cas échéant, toutes autres indications permettant aux actionnaires d'apprécier l'intérêt qui s'attachait à la conclusion des conventions et engagements analysés ;

7° L'importance des fournitures livrées ou des prestations de service fournies ainsi que le montant des sommes versées ou reçues au cours de l'exercice, en exécution des conventions et engagements mentionnés au deuxième alinéa de l'article R. 225-30. »

- 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.
- c) Une des conventions nouvelles correspond à un engagement réglementé (indemnité de départ, indemnisation de non-concurrence, régime de retraite) de conditions non conformes aux principes et à la politique de Proxinvest.¹⁴
- d) Une convention conclue au profit d'un actionnaire de référence est conclue pour une durée indéterminée ou pour une durée supérieure à trois ans et ne fait donc pas l'objet d'une approbation à intervalle régulier du conseil et de l'assemblée générale.
- e) Une des conventions de filiales mentionnée dans le rapport de gestion ne répond pas aux conditions susvisées.¹⁵
- f) La convention concerne la rémunération par l'entreprise de conseils délivrés par un membre du conseil d'administration ou de surveillance.

1.4. Election des commissaires aux comptes

1.4.1. Nomination d'un commissaire aux comptes titulaire

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) Le commissaire aux comptes ou son cabinet est présumé s'être associé à des manquements manifestes aux intérêts des actionnaires ou a manqué de diligence (par exemple un des rapports spéciaux des commissaires a été l'objet de retard, d'insuffisance de précisions, ou d'information incomplète).
- b) Election en bloc au sein d'une même résolution de plusieurs commissaires aux comptes titulaires.
- c) L'indépendance du commissaire est compromise par des liens significatifs récents avec un membre du conseil, un dirigeant ou un actionnaire de référence.

1.4.2. Renouvellement d'un commissaire aux comptes titulaire

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

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

¹⁴ Les engagements postérieurs à l'emploi qui se poursuivent seront analysés dans le cadre du vote consultatif sur la rémunération des mandataires sociaux dirigeants si un tel vote est proposé.

¹⁵ Toutes les conventions réglementées signées par les filiales au profit de parties liées à la société mère devraient apparaître dans le rapport spécial des commissaires aux comptes (cf. l'article L225-38 du Code de commerce qui couvre « toute convention intervenant directement ou par personne interposée ». « Il en est de même des conventions auxquelles une des personnes visées est indirectement intéressée. »

- b) Le cabinet ou un représentant de son réseau certifie les comptes de la société depuis 15 ans ou plus (soit un maximum de trois mandats consécutifs en France).
- c) Les honoraires des commissaires aux comptes ne sont pas communiqués.
- d) La société ne détaille pas la nature des missions de conseil alors que les honoraires de ces missions de conseil dépassent 10% des honoraires totaux de l'exercice.
- e) Les honoraires de missions accessoires d'audit et de conseil (due diligence,...) s'élèvent, sauf justification particulière, à plus de 50% des honoraires perçus au titre des missions de certification des comptes lors du dernier exercice ou en moyenne sur les trois derniers exercices¹⁶.
- f) Les honoraires versés par le groupe représentent plus de 10% du chiffre d'affaires total du cabinet du commissaire aux comptes.

1.4.3. Election des commissaires aux comptes suppléants

Pour la proposition sauf :

CONTRE si la condition suivante est vérifiée :

Le commissaire aux comptes suppléant est associé à un des commissaires aux comptes titulaires.

¹⁶ La société devra démontrer que le recours à son commissaire aux comptes titulaire pour des prestations accessoires à la mission de certification des comptes était obligatoire.

2. LE CONSEIL D'ADMINISTRATION OU DE SURVEILLANCE

2.1. Election d'un membre du conseil d'administration ou du conseil de surveillance (critères généraux)

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) La résolution concerne plusieurs candidats (élection en bloc).
- b) La présentation du candidat par la société est insuffisante (biographie, âge, fonctions et mandats externes, nombre d'actions détenues, évaluation de son indépendance par le conseil).
- c) Le candidat a manifestement manqué à ses devoirs vis à vis de tous les actionnaires¹⁷ ou de la société (cf. Principes II.2.) ou entretient un conflit d'intérêt majeur incompatible avec le mandat du membre de conseil ou a commis des actes jugés répréhensibles.
- d) La durée de mandat proposée est supérieure à quatre années.

Exception :

- *Seuls les candidats libres d'intérêt des sociétés à petite ou moyenne capitalisation (c'est à dire ne faisant pas partie des indices SBF 120, MSCI Europe ou FTSE Eurofirst 300) seront soutenus afin de promouvoir l'indépendance.*
 - *Un Directeur Général non Président ou un Président non-exécutif sera soutenu afin de promouvoir la séparation des fonctions de direction et de contrôle.*
- e) Le candidat cumule un nombre excessif de mandats dans des sociétés cotées ou grandes organisations. Ce critère ne s'applique pour les Présidents de conseil et les dirigeants que sur les seuls mandats externes du groupe présidé et/ou dirigé :
- Le nombre de mandats dans des sociétés cotées ou grandes organisations en France et à l'étranger ne devra pas excéder cinq¹⁸.
 - Si le candidat est dirigeant d'une société cotée ou grande organisation, le nombre de mandats devra se limiter à deux (soit un mandat maximum hors de son groupe).

Si le candidat est un Président du conseil d'une société cotée ou grande organisation, le nombre de mandats devra se limiter à trois (soit deux mandats maximum hors de son groupe).*Exception :*

¹⁷ Précision : la contribution à l'adoption d'un droit de vote double en 2014 ou 2015 est considérée comme un manquement aux règles de démocratie actionnariale et de respect de l'égalité entre actionnaires et justifiera alors une opposition aux candidats en renouvellement dès lors que le Président du conseil, principal responsable de ce défaut, n'est pas lui-même proposé au renouvellement (cf. ci-dessous). L'émission répétée de réserves des commissaires aux comptes sera aussi considérée comme un manquement à ses diligences.

¹⁸ Au-delà de trois mandats, Proxinvest se réserve le droit de s'opposer en cas de participation à un nombre important de comités spécialisés et/ou de taille d'entreprises importante.

Cette définition du cumul de mandats exclut les fonctions au sein de filiales non cotées, organisations caritatives ou fonds communs de placement.

Compte tenu de l'activité d'une société d'investissement, le nombre de mandats de ses dirigeants ou de son Président non-exécutif sera limité à cinq.

- f) Le candidat est en situation directement ou indirectement de croisement de mandats.
- g) Le candidat a été absent sans justification satisfaisante à 25% ou plus des réunions du conseil.
- h) Le candidat est un administrateur Vice-Président référent non libre de conflit d'intérêt¹⁹.
- i) Le candidat bénéficie de plus d'une voix au conseil : l'une en tant que membre et l'autre en tant que représentant d'une personne morale membre du conseil.
- j) Le candidat représente un opérateur concurrent non partenaire stratégique.
- k) Le candidat est rémunéré par l'entreprise pour des prestations de conseil.

2.2. Election ou réélection d'un membre du conseil d'administration ou du conseil de surveillance (cas particuliers)

2.2.1. Election ou réélection d'un Président du conseil de la société

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée:

- a) Le candidat cumule une fonction de dirigeant (Directeur Général)

Exception :

- *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 de neutralité en période d'offre publique, du principe une action – une voix)*
- *Adoption de la politique Proxinvest relative aux contre-pouvoirs et limitations de conflits d'intérêts, soit le respect des pratiques suivantes :*
 - Conseil d'administration composé d'une majorité de membres libres d'intérêts ;
 - Existence d'un Vice-Président référent indépendant, chargé notamment d'une mission spéciale permanente de communication avec les actionnaires sur les sujets de gouvernement d'entreprise et disposant statutairement du pouvoir d'exiger du Président la convocation d'un conseil d'administration sur un ordre du jour déterminé.
 - Généralisation des « executive sessions » avant ou après chaque séance du conseil d'administration ;
 - Existence d'un Directeur Général Délégué ;

¹⁹ Cf. définition en annexe 1

Exception :

- *Proxinvest soutiendra les PDG fondateurs ou leurs descendants même en l'absence des contre-pouvoirs susmentionnés, sous condition que le candidat ait veillé à se faire challenger par une majorité de membres libres d'intérêts et qu'il ne bénéficie pas d'avantages au détriment des autres actionnaires (ni droit de vote double, ni rémunération excessive, ni convention réglementée significative dont il serait bénéficiaire).*

Précisions :

- *L'analyse sera positivement ou négativement impactée par le niveau de création de valeur actionnariale absolue ou relative au secteur depuis l'arrivée du dirigeant à la tête de l'entreprise (performance financière).*
- *L'analyse sera positivement ou négativement impactée par la réduction de l'intensité carbone sur les périmètres 1 et 2 (émissions directes et émissions indirectes liées à la consommation énergétique), mesurée en tonnes équivalent CO2 par million de chiffre d'affaires (performance environnementale) ainsi que par les efforts sur l'amélioration du reporting du scope 3 (émissions indirectes) et l'adhésion à la démarche scientifique de la Science Based Targets Initiative visant à faire valider ses objectifs de réduction d'émissions de carbone .*

b) Le Président du conseil a manifestement manqué à ses devoirs vis à vis des actionnaires ou de la société, notamment :

- La société a laissé participer au vote une personne directement ou indirectement intéressée au vote d'une convention réglementée.
- Le conseil a refusé d'inscrire une résolution externe à l'ordre du jour et tout autre comportement entravant l'engagement actionnarial.
- Une non-conformité au code de gouvernement d'entreprise de référence jugée significative n'est pas déclarée, ou la société ne fournit pas une explication satisfaisante à une divergence qu'elle reconnaît.
- Manquement manifeste à l'intégrité de l'information, au respect des actionnaires²⁰ ou à la charte RSE de l'entreprise.

2.2.2. Election ou réélection de l'administrateur Directeur Général de la société

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) Le dirigeant siège ou siégera au sein du comité de rémunération ou de nomination.
- b) Le dirigeant n'a pas investi au cours de son premier mandat un minimum en actions de la société correspondant à six mois de sa rémunération fixe.

²⁰ Le traitement de l'absence de vote sur le rapport spécial sur les conventions et engagements réglementés est indiqué au paragraphe 1.3 « Conventions réglementées » de la partie Principes de ce document. L'absence de restauration du principe « une action – une voix » dans les statuts conjuguée à l'absence de consultation des actionnaires en assemblée générale sur ce sujet est considérée comme un manquement grave au respect des règles de démocratie actionnariale et de l'égalité entre actionnaires et justifiera alors une opposition au Président en renouvellement.

Précisions :

- *L'analyse sera positivement ou négativement impactée par le niveau de création de valeur actionnariale absolue ou relative au secteur depuis l'arrivée du dirigeant à la tête de l'entreprise (performance financière).*
- *L'analyse sera positivement ou négativement impactée par la réduction de l'intensité carbone sur les périmètres 1 et 2 (émissions directes et émissions indirectes liées à la consommation énergétique), mesurée en tonnes équivalent CO2 par million de chiffre d'affaires (performance environnementale) ainsi que par les efforts sur l'amélioration du reporting du scope 3 (émissions indirectes) et l'adhésion à la démarche scientifique de la Science Based Targets Initiative visant à faire valider ses objectifs de réduction d'émissions de carbone .*

2.2.3. Election ou réélection d'un administrateur dirigeant (autre que le Directeur Général de la société)

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) Le conseil ne comprendra pas une majorité de membres libres d'intérêt.
- b) Le conseil comprend un nombre d'administrateurs exécutifs significatif (c'est à dire plus de deux administrateurs dirigeants).
- c) Le dirigeant siège ou siégera dans le comité de rémunération ou de nomination.
- d) Le dirigeant n'a pas investi au cours de son premier mandat un minimum en actions de la société correspondant à six mois de sa rémunération fixe.

2.2.4. Election ou réélection d'un membre du conseil non-exécutif non libre de conflits d'intérêt

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 »²¹) alors que le conseil ne comprendra pas une majorité de membres libres d'intérêt.

Précision :

- *En cas de répartition à 50%-50%, le Président du conseil devra être libre d'intérêt.*

Exceptions :

- *Un représentant pour chacun des trois principaux actionnaires sera soutenu même si le conseil n'a pas de majorité d'indépendants.*
- *Les actionnaires minoritaires détenant entre 3% et 10% du capital et des droits de vote pourront être soutenus dans les sociétés contrôlées, dans la limite d'un siège par actionnaire, afin de reconnaître leur apport positif potentiel en matière de contrôle et de contre-pouvoirs.*

²¹ Cf. définition du membre du conseil non libre d'intérêt en rubrique 2.3 de la partie des principes de gouvernance.

- *Un poste de représentant des salariés actionnaires sera soutenu même dans les cas de manque d'indépendance du conseil.*
 - *Le candidat s'engage sur des progrès de gouvernance conformes aux principes défendus par Proxinvest (via une profession de foi ou l'adhésion à une politique de vote publique).*
- b) Le candidat non libre de conflit d'intérêts n'a pas fait l'effort avant la fin de son premier mandat de détenir en actions de l'entreprise un minimum de 5000 € et l'équivalent d'une année de jeton de présence (ou la société ne communique pas le nombre d'actions détenues directement ou indirectement par le candidat).
- c) Le candidat représente un actionnaire important et son élection conduirait à une surreprésentation de cet actionnaire au conseil (sauf cas de conseil majoritairement indépendant).

Exception :

Un représentant pour chacun des trois principaux actionnaires sera soutenu

2.2.5. Réélection d'un Président du comité d'audit de la société

Pour la proposition sauf :

CONTRE si la condition suivante est vérifiée :

Le comité d'audit a manifestement manqué à ses devoirs vis à vis des actionnaires ou de la société, notamment :

- La société ne respecte pas la Loi et la recommandation de l'AMF sur la transparence des honoraires des commissaires aux comptes.
- Défaillance dans les procédures de contrôle interne et de gestion des risques.
- Omission de conventions réglementées contestables (ou engagements réglementés correspondant à des rémunérations différées).

2.2.6. Réélection d'un Président du comité des nominations de la société

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) Information insuffisante sur la politique de succession ou défaillance d'organisation de la succession des dirigeants (si le Président exécutif est âgé de plus de 65 ans).
- b) La composition du conseil est déséquilibrée, notamment :
 - Retard dans la représentation équilibrée des hommes et des femmes au conseil (<40%).
 - Réunion des fonctions d'un Président et du Directeur Général lors de sa présidence du comité.
- c) Manque de rigueur de la procédure d'évaluation de l'indépendance des membres du conseil.

2.2.7. Réélection d'un Président du comité de rémunération de la société

Pour la proposition sauf :

CONTRE si la condition suivante est vérifiée :

Le comité de rémunération a manifestement manqué à ses devoirs vis à vis des actionnaires ou de la société, notamment :

- Information insuffisante sur la politique de rémunération et/ou la rémunération attribuée au titre de l'exercice.
- Non mise au vote de la rémunération des mandataires sociaux dirigeants.
- Absence de réaction à la contestation d'éléments de rémunération par plus de 20% des voix de l'assemblée générale.

2.2.8. Election d'un membre du comité de rémunération de la société

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) La personne est dirigeante d'une grande société cotée et le comité des rémunérations comprend plus d'un tiers de dirigeants ou Présidents de grandes sociétés cotées.
- b) Le comité de rémunération n'a pas apporté de réponse adéquate suite au vote négatif des actionnaires sur la rémunération d'un dirigeant.

2.2.9. Election d'un administrateur représentant les salariés actionnaires

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) Le processus de désignation du ou des candidats représentants des salariés actionnaires n'est pas démocratique.
- b) A partir du deuxième poste réservé aux salariés actionnaires, la nomination sera soutenue en cas de majorité de membres libres d'intérêts au conseil.

Précision :

En cas d'élection en concurrence d'un administrateur représentant les salariés actionnaires, pour choisir entre différents candidats, Proxinvest observera les critères suivants :

- *Motivation du candidat (exprimée sous forme d'entretiens, lettres, messages ou communiqués).*
- *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.

2.3. Election ou réélection d'un censeur

Contre la proposition²²

²² Proinvest n'est toutefois pas défavorable à la nomination par le conseil d'un censeur qui serait révocable à la demande d'un seul membre du conseil et qui ne bénéficierait pas de la protection de mandat qu'offre le processus de nomination via l'assemblée générale.

3. L’AFFECTATION DU RESULTAT, LA GESTION DES FONDS PROPRES ET LES OPERATIONS EN CAPITAL

3.1. Affectation du résultat

3.1.1. Dividende

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l’une des conditions suivantes est vérifiée :

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

Contrôle d’excès : distribution excédant 80% du résultat net consolidé, 10% des fonds propres, représentant plus de 150% du taux de distribution sectoriel ou n’étant pas couverte par les flux de trésorerie libre (« Free Cash Flow »²³) ;

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’écarter de plus de 30% de l’évolution de celle des résultats sur les trois derniers exercices ; incohérence avec l’évolution des dépenses de Recherche & Développement ou avec l’évolution des investissements ;

Contrôle d’endettement : le gearing (ratio dette nette sur capitalisation boursière ou ratio dette nette sur fonds propres) est supérieur à 1,5 et la dette nette est supérieure à quatre années de flux de trésorerie opérationnels.

b) La société distribue un dividende au titre d’un exercice déficitaire en comptes consolidés.

ET

Non justification circonstancielle pertinente de la politique de distribution.

3.1.2. Option pour le paiement du dividende en actions ou modification statutaire l’autorisant

Pour la proposition sauf :

CONTRE si la condition suivante est vérifiée :

La résolution prévoit une décote.

3.1.3. Dividende majoré

Pour la proposition dans les limites légales de 10% de majoration sur une fraction maximale de 0,50% du capital.²⁴

²³ Flux de trésorerie opérationnels – dépenses d’investissement (CAPEX)

3.1.4. Dividende en nature

Cas par cas à la lumière des principes énoncés sous la rubrique « distribution ».

3.2. Opérations de rachats de ses propres titres

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

a) La société n'a pas porté dans ses statuts le principe de neutralité des organes de direction en période d'offre publique ou n'a pas inscrit dans la résolution la suspension de l'autorisation de rachat d'actions en période d'offre.

Exception :

Sauf cas des résolutions limitant strictement l'intervention en période d'offre à la satisfaction d'engagement de livraison de titres ou d'opérations stratégiques engagées et annoncées avant le lancement de la dite offre publique.

b) L'autorisation porte sur plus de 5% du capital et la situation d'endettement significatif semble non justifié (gearing²⁵ supérieur à 1,5 et dette financière nette supérieure à quatre années de flux de trésorerie d'exploitation)²⁶.

c) Le rachat porte sur un bloc à acquérir auprès d'un actionnaire de référence alors que ce dernier n'accepte pas d'effort financier en contrepartie de cet avantage, principalement à travers une décote sur la valorisation des titres rachetés.

d) La politique de rémunération variable des dirigeants comporte un indicateur financier calculé « par action » qui pèse pour plus de 30% du variable et serait mécaniquement favorablement impacté par la mise en œuvre d'un plan de rachats d'actions.

3.3. Réduction de capital

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

a) La société présente un risque de liquidité : la société est une société de petite ou moyenne capitalisation et a annulé des actions auto-détenues au cours des derniers exercices pour un montant significatif, réduisant ainsi son flottant alors que celui-ci est limité (moins de 40% du capital).

b) La réduction de capital envisagée impacte négativement le potentiel stratégique et la capacité bénéficiaire à long terme et n'est donc pas compatible avec les intérêts à long terme des actionnaires.

²⁴ Ceci exclut toutefois la création d'actions à dividende majoré sans droit de vote.

²⁵ Double contrôle du ratio Dette financière nette / Capitalisation boursière et du ratio Dette Financière nette / Fonds propres

²⁶ Analyse financière au cas par cas, en particulier pour le secteur financier régi par d'autres ratios de solvabilité.

- c) La demande est jugée incohérente au regard de la privation de dividende proposée lors de l'affectation du résultat.
- d) L'autorisation prévoit une OPRA (Offre Publique de Rachat d'Actions) sans apport de titres par le principal actionnaire renforçant ainsi sensiblement son contrôle.
- e) La mise en œuvre de l'autorisation pourrait faciliter une prise de contrôle effective.
- f) La mise en œuvre de l'autorisation permet à un actionnaire de franchir passivement le seuil de lancement d'une offre publique obligatoire.²⁷

3.4. Division du titre

Pour la proposition

3.5. Autorisations d'augmentation de capital

3.5.1. Autorisations d'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) La demande, y compris les autorisations subsistantes, excède 50% du capital et n'est pas justifiée par un projet spécifique (financement d'une acquisition majeure, restructuration financière).
- b) La société n'a pas porté dans ses statuts le principe de neutralité en période d'offre publique ou n'a pas inscrit dans la résolution la suspension de l'autorisation d'augmentation de capital en période d'offre publique.

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

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) La demande, y compris les autorisations subsistantes, excède un tiers du capital et n'est pas justifiée par un projet spécifique (financement d'une acquisition majeure, restructuration financière).
- b) La décote possible pourrait excéder 5% du cours moyen des trois dernières séances.
- c) La société n'a pas porté dans ses statuts le principe de neutralité des organes de direction en période d'offre publique ou n'a pas inscrit dans la résolution la suspension de l'autorisation d'augmentation de capital en période d'offre publique.

²⁷ A titre d'illustration, un actionnaire détenant 27% du capital détiendrait 30% du capital après rachat-annulation de 10% du capital.

3.5.3. Autorisations d'augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription et délai de priorité non garanti²⁸

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

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

b) La décote possible pourrait excéder 5% du cours moyen des trois dernières séances.

c) La société n'a pas porté dans ses statuts le principe de neutralité des organes de direction en période d'offre publique ou n'a pas inscrit dans la résolution la suspension de l'autorisation d'augmentation de capital en période d'offre publique.

3.5.4. Autorisations d'augmentation de capital en rémunération d'une offre publique d'échange

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

a) L'enveloppe demandée y compris les autorisations subsistantes, excède 10% du capital²⁹.

b) La limite pour l'ensemble des autorisations sans DPS excède 10% du capital.

c) La société n'a pas porté dans ses statuts le principe de neutralité des organes de direction en période d'offre publique ou n'a pas inscrit dans la résolution la suspension de l'autorisation d'augmentation de capital en période d'offre publique.

3.5.5. Autorisations d'augmentation de capital en rémunération d'apports en nature

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

a) La demande correspond à une délégation de compétence au profit du Directoire ou du conseil d'administration, sans qu'aucun projet ne soit en cours, ce qui permettrait d'éviter la convocation d'une assemblée générale des actionnaires chargée de prendre connaissance du rapport du commissaire aux apports et d'approuver la valorisation des apports et leur intérêt stratégique.

b) La société n'a pas porté dans ses statuts le principe de neutralité des organes de direction en période d'offre publique ou n'a pas inscrit dans la résolution la suspension de l'autorisation d'augmentation de capital en période d'offre publique.

²⁸ 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.

²⁹ Cette enveloppe ne concerne pas les projets spécifiques qui sont analysés au cas par cas.

3.5.6. Option de sur-allocation (« Greenshoe »)

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) L'émission est sans DPS ou sans délai de priorité garanti.
- b) La société n'a pas porté dans ses statuts le principe de neutralité des organes de direction en période d'offre publique ou n'a pas inscrit dans la résolution la suspension de l'autorisation d'augmentation de capital en période d'offre publique.
- c) L'option de sur-allocation porterait sur une autorisation financière qui ne respecte pas les principes de Proxinvest et fait donc déjà l'objet d'une opposition.

3.5.7. Autorisation d'émission d'obligations convertibles en actions avec bons de souscription attachés (OCABSA)

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) La parité de conversion des obligations en actions fait ressortir une décote supérieure à 5% sur la moyenne des cours de bourse des trois derniers jours.
- b) Le prix d'exercice des bons de souscription attachés fait ressortir une décote sur la moyenne des cours de bourse des trois derniers jours.
- c) La valeur Black & Scholes des bons de souscription attachés est supérieure à l'économie réalisée sur le taux d'intérêt du financement obligataire.
- d) La demande porte sur plus de 10% du capital social³⁰
- e) Le bénéficiaire de l'émission ne présente pas un bilan satisfaisant sur ses opérations passées (cession massive accélérée des actions obtenues).

3.6. Opérations stratégiques spécifiques (émission réservée, apports, fusions, offres, scissions, assemblée générale spéciale convoquée en période d'offre publique)

Pour la proposition sauf :

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

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

³⁰ Afin d'éviter le risque de prise de contrôle sans offre aux autres actionnaires, les demandes ne seront pas soutenues dans les sociétés à droit de vote double.

4. REMUNERATION DES MANDATAIRES SOCIAUX ET ASSOCIATION DES DIRIGEANTS ET SALARIES AU CAPITAL

Note méthodologique introductive : les montants en pourcentage du capital ci-dessous indiqués s'entendent comme un pourcentage maximal du capital demandé sur la durée totale de l'autorisation.

4.1. Association des salariés au capital

4.1.1. Augmentations de capital réservées aux salariés

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) L'autorisation proposée porte sur plus de 5% du capital.
- b) La part des salariés au capital hors managers, nouvelle autorisation proposée incluse, peut excéder 10% du capital et la résolution autorise une décote supérieure à 5% du cours de bourse.

Exception :

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

- c) Ingérence du management dans l'exercice des droits de vote des actionnaires salariés :

La part des salariés au capital détenue via les FCPE, nouvelle autorisation proposée incluse, peut excéder 5% du capital et la société n'a pas confirmé ou indiqué la non-participation de représentants de la direction dans le sens du vote des actionnaires salariés lors de l'assemblée générale (vote direct des salariés actionnaires ou porteurs de parts ou non-participation des représentants de la direction à la décision du conseil de surveillance de FCPE sur positions de vote à l'assemblée générale).

4.1.2. Attribution d'actions gratuites au bénéfice des salariés

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

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

Exceptions :

- *Lorsque la société communique le nombre futur de bénéficiaires attendus et que le plan d'actions gratuites est à éligibilité large (plus de 50% des salariés en seront bénéficiaires), l'autorisation sera acceptée jusqu'à 1% du capital.*

- *Si la société s'engage à ne pas émettre plus de 10% du capital sous forme d'options, droits à actions gratuites ou de performance, BSARs et actionnariat salarié sur toute période glissante de dix ans.*
- *Lorsque la société communique le nombre futur de bénéficiaires attendus et que la valeur individuelle annuelle moyenne est inférieure à 15 000 €.*
- *Si des conditions de performance ont été fixées et sont particulièrement exigeantes.*

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

4.1.3. Attribution d'options au bénéfice des salariés

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) La période d'indisponibilité (interdiction d'exercice) est inférieure à quatre années.
- b) La ou les demande(s) d'attribution d'options excède(nt) 2% du capital.

Exceptions :

- *Si la société s'engage à ne pas émettre plus de 10% du capital sous forme d'options, droits à actions gratuites ou de performance, BSARs et actionnariat salarié sur toute période glissante de dix ans.*
- *Lorsque la société communique le nombre futur de bénéficiaires attendus et que la valeur individuelle annuelle moyenne est inférieure à 15 000 €.*
- *Si des conditions de performance ont été fixées et sont particulièrement exigeantes.*

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

d) La durée de vie maximale des options est trop courte (inférieure à cinq ans) ou trop longue (supérieure à douze ans).

4.2. Rémunération des dirigeants et association au capital

4.2.1. Vote ex post sur la rémunération d'un dirigeant

Proxinvest est susceptible de ne pas soutenir la rémunération d'un dirigeant si son analyse issue des critères décrits en annexe 2 est négative. Cette analyse repose sur la transparence, la structure de la rémunération, l'alignement avec la performance et le quantum.

4.2.2. Vote ex ante sur la politique de rémunération d'un dirigeant

POUR si la politique de rémunération proposée est globalement préférable (car présentant des améliorations significatives respectant les critères décrit en annexe 2) à la précédente politique de rémunération

CONTRE si la politique de rémunération proposée présente des dégradations par rapport à la précédente politique de rémunération

Si la politique de rémunération proposée ne présente aucun changement significatif par rapport à la précédente :

POUR si la politique de rémunération satisfait globalement aux attentes de Proxinvest.

CONTRE si la politique de rémunération ne satisfait globalement pas aux attentes de Proxinvest.

4.2.3. Avantages postérieurs à l'emploi

4.2.3.1. Critères généraux

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) La rémunération totale de l'intéressé (rémunération salariale, avantages, options et actions de performance, coût annuel au titre du régime retraite) excède la rémunération maximum socialement acceptable par Proxinvest, soit 240 SMIC³¹.
- b) L'avantage est octroyé à un Président du conseil n'occupant pas la fonction de Directeur Général.

4.2.3.2. Indemnités de départ

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) L'indemnité de départ pourrait excéder un montant d'une année de rémunération salariale (fixe + bonus annuel).
- b) Les conditions de performance ne sont pas jugées exigeantes.
- c) L'indemnité pourrait être versée pour un motif autre qu'un changement de contrôle.
- d) Le conseil n'a pas prévu que le versement de l'indemnité de départ est exclu dès lors que le dirigeant fait valoir ses droits à la retraite et qu'en tout état de cause, aucune indemnité ne peut être versée au-delà de 65 ans

³¹ Soit 5 M€ sur la base du SMIC mensuel brut pour 169h en 2019.

4.2.3.3. Clauses de non-concurrence

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) Un mandataire social dirigeant bénéficie d'une clause de non concurrence d'une période inférieure à deux ans et/ou une indemnité payée en contrepartie excédant un an de rémunération fixe et variable³².
- b) Le conseil n'a pas prévu que le versement de l'indemnité de non-concurrence est exclu dès lors que le dirigeant fait valoir ses droits à la retraite et qu'en tout état de cause, aucune indemnité ne peut être versée au-delà de 65 ans³³.

4.2.3.4. Maintien d'options ou actions de performance en cas de départ

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) Le départ n'est pas un départ contraint lié à un changement de contrôle ou un départ en retraite.
- b) Accélération des conditions de performance permettant l'acquisition ou l'exercice anticipé.
- c) Suppression de la condition de présence au-delà d'une simple acquisition prorata temporis.
- d) La performance aura été négative pour l'actionnaire sur la durée des fonctions exécutives du bénéficiaire.

4.2.3.5. Régimes de retraite sur-complémentaire

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) Le coût individuel de l'avantage de retraite accordé n'est pas communiqué.
- b) L'avantage accordé est un régime de retraite à prestations définies et
 - le régime permet l'attribution aux dirigeants d'une rente annuelle excédant 1,50% de la rémunération salariale par année d'ancienneté.
 - la période de référence permettant de calculer la rente ne repose pas sur un minimum de trois années.
 - le régime permet l'attribution aux dirigeants d'une rente additionnelle (hors les rentes versées au titre des régimes obligatoires) excédant 300 000 €.
 - le régime permet l'attribution aux dirigeants d'une rente totale (y compris les rentes versées au titre des régimes obligatoires) excédant 450 000 €.
- c) Les conditions de performance sont jugées inadéquates ou insuffisamment exigeantes³⁴.

³² L'indemnité maximale d'un an de rémunération pour les indemnités de départ et clauses de non-concurrence comprend les éventuelles indemnités conventionnelles et préavis en cas de présence d'un contrat de travail ainsi que tout autre complément de départ.

³³ §23.4 du code AFEP-MEDEF (version juin 2018)

4.2.4. Rémunération actionnariale

4.2.4.1. Résolution d'attribution d'options aux dirigeants

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

a) La ou les demande(s) excède(nt) 2% du capital.

Exceptions :

- *cas de conditions de performance particulièrement exigeantes.*
- *cas de prix d'exercice significativement supérieur au cours de marché.*

b) La dilution potentielle qu'indique le nombre total en circulation d'options et droits à actions de performance ou gratuites excède 10% du capital³⁵.

c) La durée de vie maximale des options est trop courte (inférieure à cinq ans) ou trop longue (supérieure à douze ans).

d) Une décote est autorisée dans la résolution alors que des dirigeants peuvent en être bénéficiaires.

e) 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 et les membres du Comité exécutif³⁶.

f) Ces critères de performance ne sont pas factuels, vérifiables, quantifiables³⁷ ou ne sont pas jugés adéquats (lien avec la performance, possibilité d'une attribution partielle en cas sous-performance relative ou de non atteinte des objectifs de performance)³⁸.

g) Les critères de performance comprennent une partie qualitative non vérifiable extérieurement par l'actionnaire.

h) Les critères de performance pratiqués par la société encouragent au court-termisme par une durée de mesure inférieure à trois années.

i) La période d'indisponibilité (interdiction d'exercice) pratiquée par la société est inférieure à quatre années.

³⁴ CF. article 229 de la Loi n° 2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques (Loi Macron)

³⁵ Sauf engagement de la société à ne pas pouvoir émettre plus de 10% du capital sous forme d'options, droits à actions gratuites ou de performance, bsars et actionnariat salarié sur toute période glissante de dix ans (exception également valable à la limite de 2% du capital par résolution mentionnée ci-dessus).

³⁶ Comité exécutif ou comité de Direction, comité de Direction Générale...

³⁷ Si la politique de la société est de ne pas annoncer d'objectifs au marché et que les critères de performance retenus sont basés sur des agrégats comptables internes, Proxinvest attendra alors de la société qu'elle s'engage à rendre compte à posteriori de façon très précise sur un tableau comparatif des objectifs cibles, des pourcentages atteints et des attributions définitives.

³⁸ Cette analyse portera sur les conditions de performance futures annoncées pour les grandes valeurs européennes et, à défaut, sur le dernier plan d'options pour les valeurs françaises de taille petite ou moyenne.

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 en moyenne à un mandataire social dirigeant d'une société du CAC 40 (sauf prise en compte de conditions de performance particulièrement exigeantes).

l) La part variable de la rémunération (rémunération variable, y compris la valeur annuelle actualisée du nombre d'actions et options proposé) excède 300% de la rémunération fixe.

4.2.4.2. Résolution autorisant l'émission de BSA ou BSARs Managers

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

a) La résolution n'indique pas les caractéristiques essentielles du bon, principalement son prix d'acquisition, mais aussi le prix et la durée d'exercice ainsi que la valorisation de la clause de forçage au gré de l'émetteur et l'émission ne respecte pas les lignes directrices de Proxinvest sur les options.

b) Des doutes peuvent subsister sur la juste valeur du prix d'acquisition des bons ou sur les pratiques passées de la société.

c) Le pourcentage du capital proposé est supérieur à 5% ou pourrait conduire à une dilution excessive au profit d'un nombre trop restreint de cadres dirigeants et leur créer un pouvoir de contrôle ou d'influence excessif.

4.2.4.3. Résolution autorisant l'attribution d'actions gratuites ou de performance aux dirigeants

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

a) La ou les demande(s) excède(nt) 0,5% du capital (sauf prise en compte de conditions de performance particulièrement exigeantes).

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

c) La résolution ou le rapport du conseil à l'assemblée générale ou la politique de rémunération proposée au vote ne garantit pas que l'émission sera assujettie à des conditions de performance obligatoires pour les mandataires sociaux dirigeants et les membres du Comité exécutif.

d) Ces critères de performance ne sont pas factuels, vérifiables, quantifiables³⁹ ou ne sont pas jugés adéquats (lien avec la performance, possibilité d'une attribution partielle en cas sous-performance relative ou de non atteinte des objectifs de performance)⁴⁰.

³⁹ Si la politique de la société est de ne pas annoncer d'objectifs au marché et que les critères de performance retenus sont basés sur des agrégats comptables internes, Proxinvest attendra alors de la société qu'elle s'engage à rendre compte à posteriori de façon très précise sur un tableau comparatif des objectifs cibles, des pourcentages atteints et des attributions définitives.

⁴⁰ Cette analyse portera sur les conditions de performance futures annoncées pour les grandes valeurs européennes et, à défaut, sur le dernier plan d'actions pour les valeurs françaises de taille petite ou moyenne.

e) Les critères de performance comprennent une partie qualitative non vérifiable extérieurement par l'actionnaire.

f) Les critères de performance pratiqués par la société encouragent au court-termisme par une durée de mesure inférieure à trois années.

g) Ni la résolution, ni le rapport du conseil, ni la politique de rémunération n'indique le nombre maximal d'actions qui peut être attribué à chaque mandataire social dirigeant.

h) Plus de 0,03% du capital pourrait être attribué en moyenne à un mandataire social dirigeant d'une société du CAC 40 (sauf prise en compte de conditions de performance particulièrement exigeantes).

i) La part variable de la rémunération (rémunération variable, y compris la valeur annuelle actualisée du nombre d'actions et options proposé) excède 300% de la rémunération fixe.

4.3. Rémunération des membres du conseil d'administration ou de surveillance

4.3.1. Enveloppe de jetons de présence

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

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

Exception :

Si le jeton moyen est relativement faible et le taux de participation supérieur à 95%.

b) La rémunération moyenne individuelle proposée ou le coût global de la supervision par le conseil excède de manière significative (plus de 150%⁴¹) le montant observé dans les sociétés à capitalisation proche⁴².

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

d) La résolution propose une rémunération aux membres du conseil non exécutifs sous forme de variable lié aux résultats.

e) Le jeton unitaire moyen proposé présente une hausse significative (plus de 5%) sans que celle-ci soit justifiée.

f) Le conseil d'administration ou de surveillance est jugé défaillant⁴³.

⁴¹ Un jeton supérieur pourra être accepté s'il est investi à 50% ou plus en actions de la société avec obligation de conservation des actions jusqu'à la fin de mandat.

⁴² Dans les sociétés de petite ou moyenne capitalisation, un minimum de jeton de 20 000 euros par membre libre de conflit d'intérêt sera autorisé afin de soutenir leur recherche d'ouverture du conseil aux personnalités extérieures et libres de conflits d'intérêts.

g) Il est proposé de ne pas rémunérer les membres du conseil.

4.3.2. Attribution de bons de souscription d'actions aux membres du conseil d'administration ou de surveillance

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) La société n'est pas une société de petite ou moyenne capitalisation.
- b) La société ne fait pas face à des besoins de trésorerie récurrents.
- c) Les bons ne servent pas à rémunérer des membres qualifiés et indépendants.
- d) La dotation prévue atteint une valorisation annuelle individuelle significativement supérieure au jeton moyen observé dans les sociétés de capitalisation proche.
- e) Les caractéristiques de rémunérations sous-jacentes au plan sont identiques à celles du management.
- f) les bons sont émis à titre gratuit
- g) les bons ne sont pas émis à des conditions de marché⁴⁴.

4.3.3. Rémunération d'un Président non-exécutif

Pour la proposition sauf :

CONTRE si les conditions suivantes sont vérifiées :

- a) La rémunération excède la rémunération médiane de son indice de cotation (CAC 40, SBF 80, ...).

Exception :

- *Rémunération inférieure ou égale à 150 000€*

- b) La rémunération inclut une composante variable basée sur la performance financière.

Précision :

Proxinvest pourra ajuster au cas par cas son analyse en fonction de la qualité de la gouvernance du groupe mise en œuvre par le Président.

⁴³ Ex : Absence de réaction sérieuse suite au rejet de résolutions par l'assemblée générale, par exemple sur le sujet de la rémunération des dirigeants.

⁴⁴ CF. position de l'AMF : <https://www.amf-france.org/Reglementation/Dossiers-thematiques/Societes-cotees-et-operations-financieres/Marches-d-actions/L-AMF-attire-l-attention-des-metteurs-autour-de-l-attribution-de-bons-de-souscription-d-action-BSA-aux-administrateurs>

4.4. Rémunération des preneurs de risque au sein des établissements financiers

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) Le rapport sur la rémunération des preneurs de risque n'est pas disponible.⁴⁵
- b) Le montant de rémunération totale ou de la part des rémunérations annoncées comme variable est disproportionnée par comparaison aux autres établissements financiers.
- c) Les rémunérations variables de certaines divisions ne semblent pas évoluer en ligne avec leurs résultats.⁴⁶

⁴⁵ Rapport annuel relatif à la politique et aux pratiques de rémunération des membres de l'organe exécutif ainsi que des personnes dont les activités professionnelles ont une incidence significative sur le profil de risque de l'entreprise (article 43-1 du règlement CRBF 97-02).

⁴⁶ Un soin particulier sera apporté aux activités de marché et à la banque de Financement et d'Investissement, divisions concentrant la grande majorité des bonus versés.

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 introduction du principe « une action – une voix » dans les statuts

Pour la proposition

5.4. Suppression ou relèvement de la limitation de droits de vote

Pour la proposition

5.5. Améliorations des droits des actionnaires ou de la gouvernance

Pour la proposition

5.6. Passage à la structure de société en commandite par action

Contre la proposition

5.7. Modification statutaire touchant le conseil d'administration ou de surveillance

Pour la proposition sauf ⁴⁷ :

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 conseil⁴⁸.

⁴⁷ Liste non exhaustive. Chaque demande sera analysée en ligne avec l'esprit des principes définis au chapitre I.

⁴⁸ Excepté le cas d'un représentant des salariés actionnaires sous condition d'une ratification par une majorité des voix de l'assemblée générale.

- d) Suppression ou réduction de l'obligation de détention par les membres du conseil d'un minimum d'investissement en actions.
- e) Maintien ou instauration d'un ou plusieurs postes de censeur élus par l'assemblée générale ou non récusable par un seul membre du conseil.
- f) Limite statutaire d'âge ne respectant pas les principes de Proxinvest et n'instaurant pas un cadre suffisamment contraignant de planification du processus de succession.

5.8. Création d'actions de préférence (modification des statuts ou émission)

Contre la proposition sauf :

POUR si les conditions suivantes sont vérifiées :

- a) Respect du principe de proportionnalité entre investissement en capital et contrôle des droits de vote (principe « une action-une voix »).
- b) Absence de rupture substantielle du principe d'égalité entre actionnaires (rémunération, information, sièges au conseil, ...)
- c) Absence de conséquences sur l'ouverture du capital et l'opportunité de lancement d'offres publiques par un tiers.
- d) Emission aux conditions équilibrées et stratégiquement justifiées.
- e) Ces actions de préférence correspondent à une forme indirecte de rémunération actionnariale respectant les critères de Proxinvest.

5.9. Obligations de déclaration de franchissement de seuil statutaire

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

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

5.10. Minimum statutaire d'actions à détenir par administrateur

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

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

5.11. Inscription statutaire de règles de bonne gouvernance

Pour la proposition

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

5.12. Modification statutaire : transfert du siège social ou transfert sur un autre marché de cotation

Pour la proposition sauf :

CONTRE si la condition suivante est vérifiée :

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

5.13. Modification statutaire mineure ou de mise en conformité

Pour la proposition sauf :

CONTRE si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

- a) La modification concerne un article des statuts pour lequel une non-conformité aux principes de gouvernement d'entreprise définis dans le présent document est observée.⁴⁹
- b) Il est proposé à l'assemblée générale d'adopter le nouveau texte intégral des statuts et ce dernier maintient une importante non-conformité aux principes définis dans le présent document.

5.14. Modification statutaire : insertion du principe de neutralité des organes de direction en période d'offre publique

Pour la proposition

5.15. Modification statutaire : abandon du principe de neutralité des organes de direction en période d'offre publique

Contre la proposition

⁴⁹ Par exemple le principe « une action – une voix », le principe de neutralité des organes de direction en période d'offre publique.

6. RESOLUTIONS EXTERNES

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

6.1. Candidatures externes

Pour la proposition sauf :

CONTRE si les conditions suivantes sont vérifiées :

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

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

Pour la proposition

6.3. Attribution d'actions gratuites ou de performance bénéficiant obligatoirement de façon égalitaire à tous les salariés⁵⁰

Contre la proposition

⁵⁰ Proxinvest n'est pas favorable aux résolutions externes visant à forcer la main du conseil pour une émission d'actions gratuites ou de performance bénéficiant de façon égalitaire à tous les salariés.

ANNEXE 1. DEFINITION DU MEMBRE DU CONSEIL LIBRE D'INTERET

La **qualification d'administrateur non libre d'intérêts de Proxinvest** repose essentiellement sur la notion de risque de conflits d'intérêts potentiels.

Elle s'applique notamment :

- a) aux dirigeants et anciens dirigeants (y compris les dirigeants des entités acquises ou des filiales) ;
- b) salariés et anciens salariés depuis moins de 5 ans ;
- c) aux actionnaires détenant une part minimum de 3% du capital ou des droits de vote et à leurs représentants⁵¹ (ceci inclut toute personne ayant un lien avec cet actionnaire ou toute personne missionnée par cet actionnaire) ;
- d) aux parents et apparentés des dirigeants ou principaux actionnaires ;
- e) aux représentants ou anciens représentants depuis moins de 3 ans des clients, concurrents, fournisseurs, prestataires (avocats, consultants,...), créanciers, partenaires, ou tout autre contractant du groupe ;
- f) aux administrateurs ou anciens administrateurs depuis moins de 3 ans de la société ou des filiales percevant une rémunération au titre de services fournis aux sociétés du groupe, son actionnaire de contrôle ou ses dirigeants ;
- g) aux personnes appartenant à un groupe administré par l'un des dirigeants de la société (croisement de mandats direct ou indirect) ;
- h) aux personnes ayant été actionnaire significatif ou impliquées depuis moins de 3 ans dans une transaction stratégique majeure (apport d'actifs, fusion) ;
- i) aux banquiers (banquiers d'affaires, dirigeants de grandes institutions financières et anciens dirigeants de banques depuis moins de 3 ans ou disposant encore d'avantages accordés par l'établissement dont ils étaient dirigeants)⁵² ;
- j) aux personnes disposant d'un mandat politique (conflit d'intérêt entre l'intérêt général et les intérêts privés)⁵³ ;
- k) aux administrateurs dont le mandat ou la présence au sein de la société ou du groupe atteint 12 ans ou plus⁵⁴ ;

⁵¹ Afin de tenir compte des spécificités des valeurs petites et moyennes définies comme toute société n'étant pas dans le SBF120, MCSI Europe et FTSE Eurofirst 300, de reconnaître leur apport positif en matière de contre-pouvoirs et diversité du conseil, les investisseurs détenant moins de 10% du capital et des droits de vote seront considérés comme libres d'intérêts si le capital de la société est déjà contrôlé.

⁵² Sauf si la société précise qu'il n'y a eu aucune relation d'affaires entre la société et la banque au cours des trois dernières années ou si les prestations (nature, montant) ne sont pas jugées significatives par Proxinvest.

⁵³ 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, dirigeant d'un établissement ou d'une entreprise publique) sera qualifiée comme membre non libre d'intérêt.

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

⁵⁴ Précision : soit une ancienneté qui excède 11 ans.

ANNEXE 2.

CRITERES D'ANALYSE DE LA REMUNERATION DES DIRIGEANTS

Proxinvest est susceptible de ne pas soutenir la rémunération d'un dirigeant si son analyse issue des critères suivants est négative. Cette analyse repose sur la transparence, la structure de la rémunération, l'alignement avec la performance et le quantum.

Transparence

- a) La rémunération fixe du dirigeant n'est pas communiquée.
- b) Le bonus annuel cible n'est pas communiqué
- c) Le bonus annuel maximal n'est pas communiqué
- d) Les critères du bonus annuel ne sont pas communiqués
- e) Les critères quantitatifs du bonus annuel ne sont pas vérifiables
- f) Le poids de chaque critère financier du bonus annuel n'est pas communiqué
- g) Les critères qualitatifs du bonus annuel ne sont pas communiqués
- h) La part des critères qualitatifs du bonus annuel n'est pas communiquée
- i) Le bonus annuel dû au titre de l'exercice n'est pas communiquée
- j) Le taux de réalisation de chaque critère financier n'est pas communiqué⁵⁵
- k) Les objectifs à atteindre ne sont pas communiqués
- l) Information insuffisante sur la rémunération actionnariale
- m) La valorisation des attributions de rémunération actionnariale n'est pas communiquée
- n) Les conditions de performance de la rémunération actionnariale ne sont pas communiquées
- o) Les objectifs des conditions de performance de la rémunération actionnariale ne sont pas détaillés, ce qui ne permet pas d'apprécier leur exigence
- p) Le taux de réalisation des critères des plans actionnariaux passés n'est pas communiqué
- q) Le coût individuel du régime de retraite supplémentaire n'est pas communiqué
- r) La rente estimée du régime de retraite supplémentaire n'est pas communiquée
- s) Le régime de retraite complémentaire n'est pas suffisamment détaillé
- t) Le plafond du régime de retraite estimée n'est pas communiqué
- u) Les critères de performance attachés à la retraite supplémentaire ne sont pas communiqués
- v) La rémunération individuelle des mandataires sociaux dirigeants n'est pas communiquée

⁵⁵ A ce titre, l'absence de communication du poids et/ou du taux de réalisation de chaque critère de performance contribuant au calcul de la partie quantitative du variable engendrera une recommandation de vote négative.

Pour les sociétés de petites et moyennes capitalisations (sociétés non comprises dans l'indice SBF 120), les taux de réalisation pour chacun des critères financiers ne sont toutefois pas exigés dès lors que les montants de variable restent modérés.

w) Les critères de performance attachés à l'indemnité de départ ne sont pas communiqués

Structure

- a) La rémunération fixe excède la médiane de son indice boursier français et /ou de son secteur européen
- b) La rémunération fixe augmente sans justification de la part de la société
- c) La hausse de la rémunération fixe est supérieure à l'inflation
- d) La rémunération fixe est revue plus souvent qu'à échéances relativement longues, par exemple trois ans
- e) Le bonus annuel cible excède 100% du fixe
- f) Le bonus annuel maximum peut excéder 150% du fixe
- g) Le bonus annuel dû excède notre plafond de 150% du fixe
- h) La part qualitative du bonus annuel non mesurée excède 20% de la rémunération variable cible
- i) La structure de rémunération semble court-termiste : la rémunération de long terme est inférieure à la rémunération variable annuelle
- j) L'intéressé n'est pas soumis à une politique de détention en actions (hors obligation légale de conservation des actions gratuites)
- k) La rémunération variable totale attribuée au cours de l'exercice (court et long terme) excède 300% du fixe
- l) L'indemnité de départ, y compris une clause de non-concurrence, excède 12 mois de la rémunération (fixe plus variable)
- m) L'indemnité de départ, y compris une clause de non-concurrence, pourrait excéder le plafond Proxinvest socialement acceptable de 240 SMIC (5 M€)
- n) L'indemnité de départ pourrait être versée dans des cas de départ autres qu'un départ contraint lié au changement du contrôle
- o) Le versement de l'indemnité est possible même si l'intéressé fait valoir ses droits à la retraite à brève échéance
- p) L'intéressé cumule une retraite chapeau et une indemnité de non concurrence
- q) La rente maximale de retraite, hors régimes obligatoires, pourrait excéder 300 000 € par an
- r) Le régime permet l'acquisition d'une rente annuelle excédant 1,50% de la rémunération (fixe plus variable) par année d'ancienneté

Alignement avec la performance

- a) La rémunération variable n'inclut pas un critère externe relatif permettant une comparaison avec un panel extérieur à l'entreprise
- b) La rémunération variable n'inclut pas de critère(s) ESG (Environnement – Social – Gouvernance)⁵⁶

⁵⁶ L'inclusion dans un indice ESG n'est pas un critère recommandé.

Proxinvest appréciera positivement l'inclusion de l'empreinte carbone comme critère pour les sociétés industrielles ou des secteurs extractifs ou du transport.

- c) Le taux d'atteinte de certains critères de performance ne semble pas cohérent avec leur évolution ou les perspectives annoncées au marché
- d) Le montant du bonus annuel n'est pas en ligne avec la performance et la situation financière ou générale de la société⁵⁷
- e) Les critères de performance du bonus annuel ne sont pas suffisamment exigeants
- f) Les critères de performance ESG reposent sur des notions peu vérifiables.⁵⁸
- g) La politique de rémunération du dirigeant ne contient pas de clause de Clawback
- h) Les critères de performance de la rémunération actionnariale sont mesurés sur une période inférieure à trois années⁵⁹
- i) La totalité de la rémunération actionnariale d'un mandataire social dirigeant n'est pas soumise aux critères de performance
- j) Les critères de performance de la rémunération actionnariale n'incluent pas le TSR
- k) La période de blocage d'options est trop courte (inférieure à 4 ans)
- l) Les critères de performance de la rémunération actionnariale ne sont pas suffisamment exigeants
- m) Le montant de la rémunération actionnariale acquise durant l'exercice n'est pas en ligne avec les performances financières passées de la société
- n) La grille de performance permet une acquisition partielle même en cas de performance relative inférieure aux sociétés comparables retenues
- o) Les conditions de performance préalables au versement d'une éventuelle indemnité de départ ne sont pas suffisamment exigeantes pour éviter le versement en cas d'échec
- p) L'évolution de la rémunération totale n'est pas en ligne avec la création de la valeur
- q) L'évolution de la rémunération totale sur moyen terme présente une hausse significative non cohérente avec le classement de la société issu du baromètre Performance de Proxinvest, notamment un positionnement dans le quartile le plus bas des performances relatives⁶⁰

Quantum

- a) La rémunération totale excède la médiane de son indice boursier français et /ou de son secteur européen
- b) La rémunération totale excède la rémunération maximale socialement acceptable définie par Proxinvest à 240 SMIC⁶¹

⁵⁷ Proxinvest appréciera donc positivement l'inclusion du critère « Fully-loaded capital requirement » (capital minimum « totalement chargé ») comme critère de performance, un critère de solvabilité recommandé par la Banque Centrale Européenne.

⁵⁸ Proxinvest attend l'inclusion de critères extra-financiers dans les politiques de rémunération variable, précis, vérifiables et cohérents avec les indicateurs clés de performance extra-financière sélectionnés par l'entreprise.

⁵⁹ Une mesure de la performance sur une période supérieure ou égale à cinq années sera considérée positivement.

⁶⁰ Le Baromètre Performances de Proxinvest repose pour 50% sur la performance boursière (cours + dividende) et pour 50% sur 4 indicateurs comptables équipondérés (Chiffre d'Affaires, Résultat opérationnel, Bénéfice par action et Flux de trésorerie opérationnels)

⁶¹ SMIC en base 39h

- c) L'évolution de la rémunération totale n'est pas en ligne avec l'évolution de la rémunération moyenne des salariés⁶²

⁶² Charges de personnel rapportées aux effectifs en équivalent temps plein.