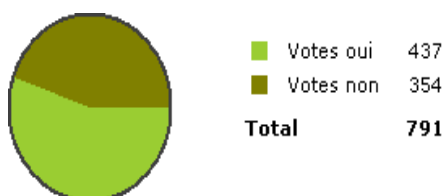


Sicav PROXY ACTIVE INVESTORS

COMPTE RENDU DE LA POLITIQUE DE VOTE 2011

Chers investisseurs,

- Nous avons voté sur **42 assemblées** au cours de la période 2011, soit un total de **791 résolutions**.
- Sur ces assemblées, il y a **39** sur lesquelles nous avons voté "non" à au moins une résolution, **soit 92,86%**
- Nombre total de **votes OUI** : **437 sur 791, soit 55,25%**.
- Nombre total de **votes NON ou ABSTENTIONS** : **354 sur 791, soit 44,75%**.



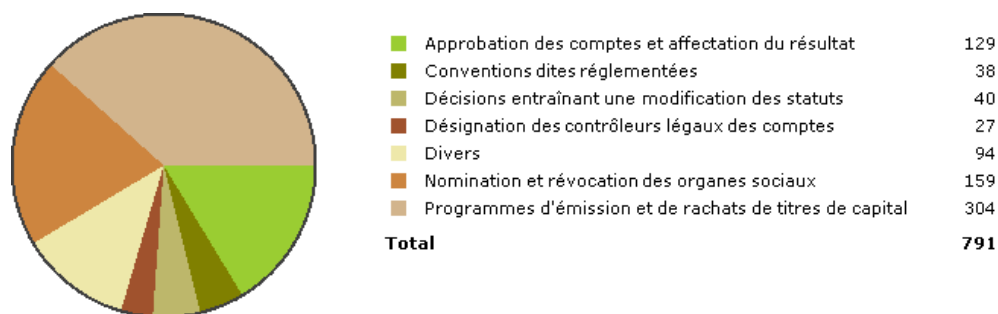
La répartition par catégorie de résolutions s'établit comme suit:

Type de résolution	Oui	Non	Abstention
Approbation des comptes et affectation du résultat	104	24	1
Conventions dites réglementées	13	24	1
Décisions entraînant une modification des statuts	30	10	0
Désignation des contrôleurs légaux des comptes	12	15	0
Divers	77	17	0
Nomination et révocation des organes sociaux	67	91	1
Programmes d'émission et de rachats de titres de capital	134	170	0

SICAV PROXY ACTIVE INVESTORS

REPARTITION DU VOTE PAR CATEGORIE DE RESOLUTIONS

Tableau de la répartition du vote par catégories de résolutions :



Répartition des votes « Non » ou « Abstention » pour ces catégories de résolutions :



ASSEMBLEES GENERALES AUXQUELLES NOUS AVONS ASSISTE ET VOTE

Société	Indice	Date de l'assemblée	Type d'assemblée
Accor	CAC 40	30/05/2011	mixte
Alcatel-Lucent	CAC 40	27/05/2011	mixte
Alstom	CAC 40	28/06/2011	mixte
ArcelorMittal	CAC 40	10/05/2011	mixte
ArcelorMittal	CAC 40	25/01/2011	ordinaire et extraordinaire
AXA	CAC 40	27/04/2011	mixte
BNP Paribas	CAC 40	11/05/2011	mixte
Bouygues	CAC 40	21/04/2011	mixte
Bouygues	CAC 40	10/10/2011	extraordinaire
Cap Gemini	CAC 40	26/05/2011	mixte
Carrefour	CAC 40	21/06/2011	mixte
Compagnie de Saint-Gobain	CAC 40	09/06/2011	mixte
Compagnie générale des établissements Michelin	CAC 40	13/05/2011	mixte
Crédit Agricole SA	CAC 40	18/05/2011	mixte
Danone	CAC 40	28/04/2011	mixte
EADS NV	CAC 40	26/05/2011	mixte
Electricité de France	CAC 40	24/05/2011	mixte
Essilor International	CAC 40	05/05/2011	mixte
France Telecom	CAC 40	07/06/2011	mixte
GDF Suez	CAC 40	02/05/2011	mixte
Lafarge	CAC 40	12/05/2011	mixte
L'Air Liquide	CAC 40	04/05/2011	mixte
L'Oréal	CAC 40	22/04/2011	mixte
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton	CAC 40	31/03/2011	mixte
Natixis	SBF 120	26/05/2011	mixte
Pernod Ricard	CAC 40	15/11/2011	mixte
Peugeot SA	CAC 40	31/05/2011	mixte
PPR	CAC 40	19/05/2011	mixte
Publicis Groupe SA	CAC 40	07/06/2011	mixte
Renault	CAC 40	29/04/2011	mixte
Sanofi	CAC 40	06/05/2011	mixte
Schneider Electric SA	CAC 40	21/04/2011	mixte
Société Générale	CAC 40	24/05/2011	mixte
STMicroelectronics N.V.	CAC 40	03/05/2011	annuelle
Suez Environnement Company	CAC 40	19/05/2011	mixte
Technip	CAC 40	28/04/2011	mixte
Total	CAC 40	13/05/2011	mixte
Unibail-Rodamco	CAC 40	27/04/2011	mixte
Vallourec	CAC 40	07/06/2011	mixte

SICAV PROXY ACTIVE INVESTORS

TABLEAU DE VOTE DETAILLE PAR TYPE DE RESOLUTION

Type de résolution	Oui	Non	Abst
** Proposition externe non agréée par le conseil portant sur l'affectation des résultats :	0	1	0
** Proposition externe non agréée par le conseil portant sur modification statutaire :	1	0	0
Affectation du résultat	24	15	1
Approbation d'engagements postérieurs à l'emploi (indemnité de départ) pris par la société au bénéfice de	2	4	0
Approbation d'engagements réglementés correspondant à un régime de retraite à prestation définie accordés à	0	2	1
Approbation de dépenses non déductibles (articles 39-4 ou 223 quater du CGI)	1	0	0
Approbation des comptes consolidés	38	0	0
Approbation des comptes sociaux connaissance prise du rapport de gestion, du rapport du conseil et du rapport des commissaires aux comptes	35	3	0
Approbation du rapport sur les conventions réglementées.	11	18	0
Approbation d'un projet d'apport/de fusion-absorption sans augmentation de capital :	4	0	0
Approbation d'un rapport ou plan de rémunération des dirigeants	0	1	0
Attribution d'actions gratuites bénéficiant à tous les salariés	2	1	0
Attribution d'actions gratuites pour les salariés et mandataires sociaux dirigeants	4	16	0
Autorisation d'acquisition par la société de ses propres actions	9	29	0
Autorisation d'augmentation de capital dans le cadre d'une option de sur-allocation ("green shoe") :	0	19	0
Autorisation d'augmentation de capital en rémunération d'offres publiques d'échange par émission d'actions ou d'autres titres :	0	9	0
Autorisation d'augmentation de capital par émission d'actions réservées aux salariés :	31	12	0
Autorisation d'augmentation du capital par incorporation de réserves, primes ou bénéfices :	19	0	0
Autorisation de consentir des options d'achat aux salariés et mandataires sociaux:	0	1	0
Autorisation de déroger aux règles de fixation du prix d'émission sans DPS dans la limite de 10% du capital par an	1	7	0
Autorisation de réduction éventuelle du capital	29	2	0
Autorisation de scission (apport à une autre société) ou cession partielle d'actifs :	9	0	0
Autorisation d'émettre des obligations ou des valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créances :	7	0	0
Autorisation d'émission de bons de souscription autonomes sans DPS	1	0	0
Autorisation d'émission de bons en période d'offre publique (Bons Breton)	0	6	0
Autorisation d'émission de BSARs Managers	0	2	0
Autorisation d'émission d'obligations remboursables en actions sans DPS	2	0	0
Autorisation d'émission d'options de souscription ou d'achat à consentir aux salariés et mandataires sociaux :	3	10	0

SICAV PROXY ACTIVE INVESTORS

TABLEAU DE VOTE DETAILLE PAR TYPE DE RESOLUTION

Type de résolution	Oui	Non	Abst
Autorisation d'émission par filiale de titres donnant accès au capital de la société sans DPS :	0	3	0
Autorisation finale de réduction du capital avec ou sans dissolution de la société (annulation du capital) :	1	0	0
Autorisation générale d'augmentation de capital en vue de rémunérer des apports en nature non spécifiés	0	20	0
Délégation de compétence en vue d'augmenter le capital par émission d'actions et/ou d'autres valeurs mobilières avec droit préférentiel de souscription :	22	2	0
Délégation de compétence en vue d'augmenter le capital par émission d'actions et/ou d'autres valeurs mobilières sans droit préférentiel de souscription	9	29	0
Election en concours statutaire d'un administrateur (actionnaires salariés, autre..) :	1	9	0
Fixation du montant annuel des jetons de présence	9	6	0
L'assemblée générale extraordinaire prend acte de décisions spécifiques du conseil d'administration :	2	0	0
L'assemblée générale ordinaire prend acte de décisions spécifiques de gestion du conseil d'administration :	3	0	0
Limitation globale d'augmentation de capital par émission avec et sans DPS d'actions & titres divers	4	0	0
Limitation globale d'augmentation de capital par émission sans DPS d'actions & titres divers	1	0	0
Maintien des autorisations d'augmentation du capital en période d'offre publique	0	2	0
Mise en conformité des statuts ou mesures corrélatives en ligne avec les résolutions ci-dessus :	7	0	0
Modification des statuts (Divers)	12	3	0
Modification des statuts : âge maximal des membres du Conseil	0	1	0
Modification des statuts : âge maximal du Directeur Général	0	1	0
Modification des statuts : conseil d'administration (composition, missions, rémunérations spéciales) :	2	3	0
Modification des statuts : création de poste de censeurs	1	1	0
Modification des statuts : création ou réduction du seuil statutaire de déclaration, mise au nominatif oblig, notification oblig., régime NRE	0	1	0
Modification des statuts : mesure favorable à l'information ou à l'égalité des actionnaires :	2	0	0
Modification des statuts : objet social / siège social / raison sociale / nominal des actions (division de la valeur du titre) :	5	0	0
Modification des statuts: possibilité de distribution de dividendes en actions :	1	0	0
Nomination / renouvellement en qualité de commissaire aux comptes suppléant pour une durée de 6 ans.	0	11	0
Nomination en qualité de commissaire aux comptes titulaire	3	0	0
Nomination ou renouvellement d'un membre du Directoire	1	0	0
Nomination soit Ratification de la cooptation	36	12	0
Nomination/Renouvellement en qualité de censeur	0	2	0
Option de surallocation sur émission avec DPS	2	0	0
Option pour le paiement du dividende de l'exercice en actions	0	6	0
Pouvoirs pour les formalités liées à l'assemblée (dépôts, publicité...).	35	0	0
Quitus aux administrateurs.	6	0	0
Renouvellement du mandat	30	77	1
Renouvellement du mandat de commissaire aux comptes titulaire	9	4	0

SICAV PROXY ACTIVE INVESTORS

EXPLICATION TECHNIQUE SUR L'EXERCICE DE NOTRE POLITIQUE DE VOTE

L'appel public à l'épargne impose aux sociétés un devoir de communication sincère et de traitement équitable des actionnaires dans une optique de moyen et long terme, devoir qui se retrouve au niveau de chacun des domaines où nous avons exercé nos droits de vote.

Après définition préalable d'une politique de vote qui explique notre position pour chaque type de résolution, nous assistons systématiquement à la totalité des assemblées générales de notre portefeuille et nous exerçons nos droits de vote sanctionnant par un vote contre si certaines résolutions nous semblent contraires aux intérêts des actionnaires.

Nous avons voté contre ou nous sommes abstenus 354 fois sur un total de 791 résolutions. Ces votes « non » peuvent être expliqués suivant 4 catégories de résolutions :

1. [Nous avons voté 170 fois contre des programmes d'émission et de rachats de titres de capital :](#)

- Nous nous sommes opposés à certains programmes de rachat d'actions et de réduction de capital des 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. Ces sociétés doivent remédier à ces défauts de communication avant de procéder au rachat en bourse en régularisation du cours de leurs actions.
- Nous préférons refuser l'autorisation d'utilisation de la trésorerie à des fins de rachat d'actions aux émetteurs présentant un endettement significatif (*gearing* supérieur à un et couverture de la dette nette par les flux de trésorerie d'exploitation inférieure à quatre).
- L'intervention sur le capital par rachat en période d'offre publique ne doit pas être autorisée, car elle implique que la société aurait dû racheter avant l'offre à un prix inférieur et crée le risque qu'en l'absence de surenchère, la société ne se trouve alourdie par une auto-détention constituée à un prix supérieur au prix que le marché accepte d'offrir.
- Toutefois, la résolution peut autoriser le rachat en période d'offre publique s'il a exclusivement pour objet de respecter un engagement de livraison de titres (ex : satisfaire à l'exercice d'options d'achat, à la conversion d'OCEANes, etc) ou s'elle permet de rémunérer l'acquisition d'un actif par échange de titres lors d'une opération stratégique annoncée au marché avant le lancement de l'offre publique.

PROXY ACTIVE INVESTORS

- 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.
- La liquidité du titre est une question primordiale ; les demandes de réduction du capital ne sont pas soutenues si le flottant n'atteint pas 40% du capital.
- Pour des raisons de cohérence dans la politique de distribution, les sociétés ne doivent pas réduire leur capital lorsqu'elles ne sont pas en mesure d'offrir un dividende à leurs actionnaires, sauf justification circonstanciée telle que la réduction de capital pour poursuite de l'exploitation lorsque les fonds propres atteignent un niveau inférieur à la moitié du capital.

2. Nous avons voté 91 fois contre les nominations des organes sociaux :

Nous encourageons la séparation des pouvoirs, l'indépendance du conseil et le respect des droits des actionnaires minoritaires. Sur un total de 159 résolutions, nous avons voté contre 90 et nous sommes abstenus 1 fois. Avec l'exercice de nos droits de vote, nous cherchons à récompenser une 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 les décisions collégiales.
- Le conseil hors censeurs, doit comprendre au minimum 7 membres et ne doit jamais excéder 18 personnes (sauf exception à la suite d'une fusion récente).
- Destinée souvent à parer aux limitations de cumuls de mandats, la nomination de censeurs au conseil n'est pas souhaitable car la présence obligatoire de personnes n'assumant pas les mêmes responsabilités risque de gêner les travaux des administrateurs.
- La législation française prévoit la désignation d'un ou plusieurs administrateurs parmi les actionnaires salariés dès lors que la participation des salariés dépasse le seuil de 3% du capital social et la possibilité d'une participation au conseil d'élus des salariés. La représentation statutaire au conseil de quelque catégorie que ce soit (salariés, représentants de l'Etat...) n'est pas souhaitable. Les postes statutairement réservés aux administrateurs salariés ne sont acceptables qu'à la condition d'une élection par l'assemblée générale des actionnaires dans les mêmes conditions que tous les autres administrateurs.

PROXY ACTIVE INVESTORS

- L'assemblée générale permettant de révoquer en cas de nécessité les administrateurs, leur mandat ne doit pas excéder une durée de quatre ans.
- La moyenne d'âge du conseil ne doit pas être supérieure à 65 ans.
- Dans le but de s'assurer d'un bon fonctionnement du conseil, un tiers de celui-ci doit être indépendant.
- Nous prônons une interprétation plus stricte du Code de l'AFEP-MEDEF concernant l'indépendance du Conseil : il doit être majoritairement composé de membres compétents et indépendants, c'est-à-dire libres de tout risque de conflit d'intérêts. Nous analysons l'incidence de chaque résolution portant nomination ou renouvellement des administrateurs sous l'hypothèse de l'adoption de toutes les résolutions présentées par le conseil à une assemblée générale.
- Nous encourageons les conseils à recruter leurs candidats dans une sphère aussi large que possible : la représentation des femmes et de la diversité dans le conseil doit être le résultat d'un processus de recrutement transparent.
- Lors de l'appréciation des conflits d'intérêts potentiels, le niveau de « diversité » notamment sexuelle, géographique et académique de composition du conseil constitue un facteur favorable.

3. Nous avons voté 25 fois contre les conventions réglementées :

- Les conventions doivent être signées dans l'intérêt de tous les actionnaires, ce qui implique une vigilance particulière pour l'approbation de conventions réglementées qui doivent être stratégiquement justifiées et dont les conditions doivent être équitables.
- Toute convention réglementée mal expliquée, peu justifiée stratégiquement, ou inéquitable a donné lieu à un vote négatif. A ce titre, sur un total de 38 résolutions, nous avons voté contre 25.
- Nous considérons que tout « **Golden parachute** » doit être soumis, préalablement à son octroi à tout mandataire social, à l'approbation des actionnaires via le rapport sur les conventions réglementées.
- Nous avons voté contre toute **indemnité de départ** des mandataires sociaux qui excédaient une année de pleine rémunération calculée sur la moyenne des deux dernières années en-sus des indemnités conventionnelles d'ancienneté.
- Nous nous sommes opposés aux **plans de retraites chapeau** qui excédaient 20% de la dernière rémunération.

PROXY ACTIVE INVESTORS

4. Nous avons voté 24 fois contre les affectations du résultat :

- Nous avons voté 24 fois « contre » sur un total de 104 résolutions d'affectation du résultat.
- Pour obtenir notre approbation, la distribution offerte aux actionnaires doit être bien justifiée et en ligne avec celle du secteur d'activité.
- Notre appréciation de la politique de distribution repose sur une analyse multicritères et nous avons pénalisée les distributions de dividende inférieures à 10% du résultat courant, à 2% des fonds propres distribuables ou à 50% du taux de distribution sectoriel.
- Nous sommes opposés à toute distribution de dividende s'écartant de plus de 30% de celle des résultats et de plus de 50% de l'évolution de la valeur sur deux ans.
- En tant qu'actionnaires de long terme, nous n'acceptons pas percevoir de dividendes lors d'exercices déficitaires et ne soutenons pas les distributions non couvertes par les bénéfices de l'exercice, sauf justification argumentée du conseil.
- La distribution du dividende en actions est un excellent instrument de fidélisation mais sa réglementation actuelle ne semble pas optimale. Le prix étant fixé de façon anticipé à la décision, elle 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.
- La fidélisation des actionnaires et le développement de l'actionnariat minoritaire 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 ».