

Sicav PROXY ACTIVE INVESTORS

COMPTE RENDU DE LA POLITIQUE DE VOTE 2008

Chers investisseurs,

- Nous avons voté sur **41 assemblées** au cours de la période 2008, soit un total de 693 résolutions.
- Sur ces assemblées, il y a **40** sur lesquelles nous avons voté "non" à au moins une résolution, **soit 97,56%**
- Nombre total de **votes OUI** : **432 sur 693, soit 62,34%**.
- Nombre total de **votes NON ou ABSTENTIONS** : **261 sur 693, soit 37,66%**.



Votes oui	432
Votes non	261
Total	693

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

Type de résolution	Oui	Non	Abstention
Approbation des comptes et affectation du résultat	111	3	2
Conventions dites réglementées	31	34	3
Décisions entraînant une modification des statuts	20	9	1
Désignation des contrôleurs légaux des comptes	8	8	4
Divers	68	11	11
Nomination et révocation des organes sociaux	85	82	2
Programmes d'émission et de rachats de titres de capital	109	83	1

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 :



Société	Date de l'assemblée	Type d'assemblée
Accor	13/05/2008	mixte
AIR FRANCE-KLM	10/07/2008	mixte
Air Liquide	07/05/2008	mixte
Alcatel-Lucent	30/05/2008	mixte
ALSTOM	24/06/2008	mixte
Arcelor Mittal	13/05/2008	mixte
AXA	22/04/2008	mixte
BNP Paribas	21/05/2008	mixte
Bouygues	24/04/2008	mixte
Cap Gemini	17/04/2008	mixte
Carrefour	28/07/2008	mixte
Crédit Agricole SA	21/05/2008	mixte
Dexia	14/05/2008	ord. et extraord.
EADS NV	26/05/2008	ordinaire
Electricité de France	20/05/2008	ordinaire
Essilor International	14/05/2008	mixte
France Telecom	27/05/2008	mixte
Gaz de France	19/05/2008	mixte
Groupe Danone	29/04/2008	ordinaire
Lafarge	18/01/2008	mixte
Lafarge	07/05/2008	ordinaire
Lagardère SCA	29/04/2008	mixte
L'Oréal	22/04/2008	mixte
LVMH	15/05/2008	mixte
Michelin	16/05/2008	mixte
Peugeot S.A.	28/05/2008	mixte
PPR	09/06/2008	mixte
Renault	29/04/2008	mixte
Saint-Gobain	05/06/2008	mixte
Sanofi-Aventis	14/05/2008	ordinaire
Schneider Electric SA	21/04/2008	mixte
Société Générale	27/05/2008	mixte
STMicroelectronics N.V.	14/05/2008	ordinaire
Suez	06/05/2008	mixte
Thomson	22/05/2008	mixte
Total	16/05/2008	mixte
UNIBAIL-RODAMCO	29/04/2008	mixte
Vallourec	04/06/2008	mixte
Veolia Environnement	07/05/2008	mixte
Vinci	15/05/2008	mixte
Vivendi	24/04/2008	mixte

SICAV PROXY ACTIVE INVESTORS

TABLEAU DE VOTE DETAILLE PAR TYPE DE RESOLUTION

Type de résolution	Oui	Non	Abst
** Proposition externe portant sur l'affectation des résultats ou la distribution :	0	2	0
** Proposition externe portant sur le conseil, un administrateur ou un membre du c.s. :	3	0	6
** Proposition externe portant sur les mesure en faveur des salariés :	1	0	0
** Proposition externe autres :	1	0	0
Affectation du résultat	36	3	0
Approbation de dépenses non déductibles (articles 39-4 ou 223 quater du CGI)	1	0	0
Approbation de la rémunération individuelle	1	0	0
Approbation des comptes consolidés et du rapport de gestion du groupe :	34	0	1
Approbation des comptes de la société connaissance prise du rapport du conseil :	38	1	1
Approbation du rapport sur les conventions réglementées (a. L225-38).	26	15	3
Approbation d'un projet d'apport/ de fusion-absorption portant augmentation du capital :	4	0	0
Approbation d'un projet d'apport/ de fusion-absorption sans augmentation de capital :	4	0	0
Approbation d'une convention réglementée portant sur une indemnité de départ	6	19	0
Attribution d'actions gratuites pour les salariés et mandataires sociaux dirigeants	6	10	0
Autorisation d'acquisition par la société de ses propres actions	28	13	0
Autorisation d'augmentation de capital dans le cadre d'une option de sur-allocation ("green shoe")	1	8	0
Autorisation d'augmentation de capital en rémunération d'offres publiques par émission d'actions ou d'autres titres :	0	3	0
Autorisation d'augmentation de capital par émission d'actions réservées aux salariés :	25	14	0
Autorisation d'augmentation du capital par émission d'actions avec droit préférentiel de souscription :	2	0	0
Autorisation d'augmentation du capital par émission d'actions sans DPS, avec délai de priorité facultatif :	1	0	0
Autorisation d'augmentation du capital par émission d'actions sans DPS, sans délai de priorité :	0	1	0
Autorisation d'augmentation du capital par incorporation de réserves, primes ou bénéfices :	8	0	0
Autorisation de consentir des options d'achat aux salariés et mandataires sociaux:	1	1	0
Autorisation de réduction éventuelle du capital / de restitution d'apport d'actionnaire (réduction du nominal) :	22	0	1
Autorisation de scission (apport à une autre société) ou cession partielle d'actifs :	2	0	0
Autorisation d'émettre des obligations ou des valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créances :	4	0	0
Autorisation d'émission de bons de souscription autonomes sans DPS	1	0	0
Autorisation d'émission d'options de souscription à consentir aux salariés et mandataires sociaux:	5	6	0
Autorisation d'émission par filiale de titres donnant accès au capital de la société sans DPS :	0	1	0
Autorisation d'imputer les frais et charges de fusion sur prime de fusion, d'apport, ou sur la situation nette :	1	0	0

SICAV PROXY ACTIVE INVESTORS

TABLEAU DE VOTE DETAILLE PAR TYPE DE RESOLUTION

Type de résolution	Oui	Non	Abst
Autorisation d'une émission d'actions réservée à tiers dénommé	2	2	0
Autorisation finale de réduction du capital avec ou sans dissolution de la société (annulation du capital) :	2	0	0
Autorisation générale d'augmentation de capital en vue de rémunérer des apports en nature :	0	7	0
Autorisation globale d'une émission réservée à tiers dénommé (actions et autres valeurs mobilières telles obligations convertibles, bons ou titres divers) (renonciation au DPS) :	0	1	0
Autorise l'émission de bons en période d'offre publique (Bons Breton)	0	8	0
Complément anodin de résolution ordinaire (pouvoirs) ou Modification d'autorisation antérieure :	1	0	0
Délégation de compétence en vue d'augmenter le capital par émission d'actions et titres composés avec droit préférentiel de souscription :	9	0	0
Délégation de compétence en vue d'augmenter le capital par émission d'actions, et titres composés sans droit préférentiel de souscription :	3	11	0
Election en concurrence d'un administrateur (actionnaires salariés etc...) :	3	6	4
Fixation du montant annuel des jetons de présence	10	3	0
L'assemblée générale ordinaire prend acte de décisions spécifiques de gestion du conseil d'administration :	3	0	1
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 ou nouvelles autorisations d'agir sur les titres ou les actifs de la société en période d'offre publique	0	2	0
Mise en conformité des statuts ou mesures corrélatives en ligne avec les résolutions ci-dessus :	4	0	0
Modification des statuts (Divers)	8	1	0
Modification des statuts : conseil d'administration (composition, missions, rémunérations spéciales) :	7	3	1
Modification des statuts : création ou allongement de droits de vote double (durée), limitation des droits de vote :	0	2	0
Modification des statuts : création ou réduction du seuil statutaire de déclaration, mise au nominatif oblig, notification oblig., régime NRE	2	2	0
Modification des statuts : objet social / siège social / raison sociale / nominal des actions (division de la valeur du titre) :	6	0	0
Nomination / Ratification de la cooptation au conseil	40	32	1
Nomination / renouvellement du commissaire aux comptes suppléant	1	7	0
Nomination en qualité de commissaire aux comptes titulaire	3	0	0
Nomination ou renouvellement d'un membre du Directoire	1	0	0
Nomination/Renouvellement en qualité de censeur	0	7	0
Non défini	3	0	0
Option de surallocation sur émission avec DPS	0	1	0
Option pour le paiement du dividende de l'exercice en actions	0	2	0
Pouvoirs pour les formalités liées à l'assemblée (dépôts, publicité...).	33	0	0
Quitus aux administrateurs	2	4	0

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 notre droit de vote.

Après définition préalable d'une politique de vote qui explique notre position pour chaque type de résolution, nous exerçons le droit de vote et nous pouvons voter contre ou nous abstenir si certains résolutions nous semble contraires aux intérêts des actionnaires.

Nous avons voté contre ou nous sommes abstenus sur 285 résolutions sur un total de 746. Ces votes « non » peuvent être expliqués suivant 5 catégories de résolutions :

Les programmes d'émission et de rachats de titres de capital.

Nous avons voté « contre » 84 fois sur un total de 193 résolutions concernant des opérations sur le capital. Nous considérons que ces opérations doivent être justifiées et équilibrées pour obtenir notre consentement. Avant le vote, chaque opération sur le capital a été appréciée en fonction de sa conformité à l'intérêt à long terme de tous les actionnaires, de sa cohérence avec les objectifs stratégiques de la société, et de ses conditions financières, lesquelles ne doivent pas mettre en cause ni la liquidité, ni la valorisation du titre.

Nous avons voté contre les résolutions qui ne respectaient pas le **droit préférentiel de souscription des actionnaires** lors des opérations d'augmentation de capital. Nous estimons que les enveloppes d'autorisations d'augmentation du capital sans DPS ne doivent pas excéder le niveau de 5% du capital et laisser une possibilité de souscription sous forme de délai de priorité.

Il est souhaitable que **les augmentations de capital réalisées sans DPS** aient comme règle de fixation du prix d'émission, un prix au moins égal à la moyenne pondérée des cours des trois dernières séances de bourse précédant sa fixation, éventuellement diminuée d'une décote maximale de 5%. Si ce principe n'a pas été respecté par la société émettrice, notre vote a été négatif.

Nous avons voté contre les autorisations d'augmentation de capital dans le cadre d'une **option de sur-allocation ("green shoe")** car l'option de sur-allocation permet de décider d'une augmentation de 15% de l'émission initiale au même prix que celui retenu pour l'émission initiale dans un délai de 30 jours de la clôture de la souscription. Ce délai de 30 jours représente une facilité pour le syndicat de placement puisque en cas de hausse du cours, l'option sera exercée dans ce délai et la décote sur ce complément d'émission sera alors supérieure à la règle de la décote de 5% sur les derniers jours de bourse. Ce risque supplémentaire de dilution ne semble pas favorable à l'intérêt des actionnaires et mérite un vote contre.

PROXY ACTIVE INVESTORS

En ce qui concerne le **rachat d'actions**, nous estimons que les sociétés dont la stratégie ne présente pas assez de lisibilité, et dont le titre n'a pas assez de liquidité, créant les conditions d'une faible valorisation sur le marché, doivent procéder d'abord à une réflexion stratégique approfondie avant de procéder au rachat en bourse en régularisation du cours de leurs actions. Le prix de rachat des titres en régularisation de cours de bourse ne justifie pas nécessairement une réduction du capital à ce même prix, la réduction du capital ayant des conséquences sur la capacité bénéficiaire immédiate et sur le potentiel stratégique de la société.

Nous avons refusé tous **les types de dispositifs de protection du capital**, notamment les autorisations d'émission de bons de souscription d'actions créés par la Loi de 2006 dite « Loi Breton », autorisant le maintien des autorisations d'augmentation de capital en période d'OPA. Mais si ces augmentations sont statutairement et préalablement autorisées par le conseil et publiées avant le lancement de l'offre publique, nous votons « oui ».

Nomination et révocation 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 169 résolutions, nous avons voté contre 82 résolutions de nomination ou de renouvellement et nous nous sommes abstenus 2 fois.

Le conseil d'administration doit être composé au minimum **d'un tiers de membres libres de tout risque de conflits d'intérêts**. Nous avons voté contre les nominations ou renouvellements des administrateurs qui n'étaient pas en conformité avec notre définition.

Cette définition exclut notamment,

- les anciens dirigeants ou salariés, les parents et apparentés des dirigeants, les actionnaires détenant une part de 3 % des droits de vote et leurs représentants,
- les clients, fournisseurs et prestataires de la société, notamment les représentants des grandes institutions financières de la place et de l'Etat,
- les membres du conseil cumulant en France et à l'étranger plus de cinq mandats dans des groupes différents, ou plus de trois mandats s'ils sont dirigeants d'une autre société cotée,
- les dirigeants de banques et anciens dirigeants de banques (depuis moins de 3 ans) ou qui disposeraient encore d'avantages accordés par la banque dont ils étaient dirigeants
- et les administrateurs exerçant un mandat depuis plus de 12 ans.

Toute candidature de membre non libre d'intérêts qui portait le taux d'indépendance du conseil en dessous du tiers de ses membres a été rejetée par notre vote.

PROXY ACTIVE INVESTORS

Conventions dites réglementées

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. A ce titre, sur un total de 68 résolutions, nous avons voté contre 34 résolutions et nous nous sommes abstenus dans 3 votes.

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.

Les conventions doivent être toutes 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.

Désignation des contrôleurs légaux des comptes

Nous avons voté contre 12 résolutions sur un total de 20 qui désignaient des commissaires aux comptes suppléants appartenant au même cabinet que le commissaire titulaire. En outre, nous avons voté contre les désignations ou renouvellements des commissaires aux comptes titulaires qui assuraient en même temps la certification de sociétés affiliées cotées.

Approbation des comptes et affectation du résultat

Nous avons voté 3 fois « contre » sur un total de 120 résolutions d'approbation des comptes ou d'affectation du résultat. Pour obtenir notre approbation, la distribution offerte aux actionnaires doit être bien justifiée et au moins en ligne avec celle du secteur d'activité. Notre appréciation de la politique de distribution repose sur une analyse multicritères et nous avons notamment pénalisée toute distribution de dividende inférieure à 10% du résultat courant, à 2% des fonds propres distribuables ou à 50% du taux de distribution sectoriel. Nous sommes contre 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.

Par ailleurs, nous estimons que la distribution du dividende en actions selon les règles actuelles ne semble pas optimale. Elle constitue une prime à l'arbitrage contraire à la recherche de la fidélisation des actionnaires non justifiable pour les actionnaires passifs du fait de la dilution qu'elle induit surtout lorsque le titre est peu valorisé.