

Bilan de la saison des Assemblées Générales 2014 en France* & Perspectives 2015

Octobre 2014

Le second millésime du vote sur la rémunération des dirigeants s'amorcera prochainement avec l'Assemblée Générale de Pernod Ricard, prévue le 6 novembre 2014. Avant d'introduire les tendances que l'on pressent pour l'an II du Say on Pay, et plus globalement aux sujets sensibles pour la saison des assemblées générales de 2015, une rétrospective de la saison 2014 s'impose.

Saison des Assemblées Générales 2014

A la lecture des résultats de votes des assemblées générales 2014, il ressort que nous n'avons, une nouvelle fois, pas assisté au printemps des actionnaires annoncé l'an dernier : peu de rejets, très peu de résolutions d'actionnaires et un taux de contestation moyen stable (<7% toutes résolutions confondues au SBF120)

- **Say on Pay et résolutions sur des éléments de rémunérations**

Pour cette première édition, le taux d'approbation moyen des résolutions Say on Pay a été supérieur à 90% pour les sociétés du SBF 120.

Le Say on Pay (SoP) semble avoir rempli son objectif premier pour cette année de mise en route : les sociétés ont suivi les recommandations AFEP-MEDEF et ont fait preuve de davantage encore de transparence sur les rémunérations de leurs dirigeants.

En effet, pour faciliter la lecture, les émetteurs ont regroupé les informations relatives à la rémunération des dirigeants mandataires sociaux dans un seul chapitre du document de référence, conformément aux recommandations du code AFEP-MEDEF. On note également un effort de la part des émetteurs sur la transparence des rémunérations variables annuelles, avec des précisions sur les critères utilisés, leur pondération, la répartition entre part qualitative et quantitative, les taux d'atteinte ex-post par grande catégorie.

Ce résultat est à interpréter avec précaution... En retraçant le vote des actionnaires de référence, on perçoit, même s'il ne faut pas la surpondérer, une contestation récurrente de la part des actionnaires minoritaires. Ainsi 7 résolutions (sur 65) soumises au vote par des sociétés du CAC 40 et 51 résolutions (sur 141) soumises par des sociétés du Next 80, ont enregistré plus d'un tiers d'opposition de la part de leurs actionnaires minoritaires :

*Sociétés du SBF 120 hors sociétés de droit non français ainsi que Pernod Ricard et Eutelsat



		Opposition moyenne Actionnaires minoritaires									
Résolutions Say on Pay		< 10%		10-20%		20% - 1/3		1/3 - 50%		> 50%	
# resos		# reso	% reso	# reso	% reso	# reso	% reso	# reso	% reso	# reso	% reso
CAC 40	65	40	62%	12	18%	6	9%	5	8%	2	3%
Next 80	141	69	49%	13	9%	8	6%	30	21%	21	15%
	206	109	53%	25	12%	14	7%	35	17%	23	11%

Par ailleurs, la vigilance accrue des actionnaires et des agences de conseil en vote (Proxy Advisors) sur les autres sujets de rémunération tend à tempérer les scores sans appel des résolutions Say on Pay. Plus conséquents année après année, les taux d'opposition (ainsi que les recommandations négatives des Proxy Advisors) sont substantiels sur les plans d'attribution de stock options (SO) et d'actions de performance (AP) et sur les conventions réglementées relatives aux éléments de rémunération (sont critiqués les facteurs de déclenchement, le maintien SO/AP post-mandat, indemnités de départ jugées trop généreuses ou sans objectifs jugés exigeants ...).

Ainsi, certains plans de stock-options ou d'actions de performance ont rencontré une opposition marquée, avec un score moyen de 85%, et plus du tiers des résolutions approuvées à moins de 80% des voix (Publicis 70%, Michelin 74%, Total 76%, Scor 70%, Orpéa 69%), voire rejetées (Neopost...). Les Proxy Advisors et les actionnaires s'attachent en effet à évaluer la pertinence des critères et le degré d'exigence des objectifs, alors qu'en comparaison pour l'an I du Say on Pay, ils ont fait preuve d'indulgence et se sont assurés que les sociétés se livraient à l'exercice et leur donnaient les informations pour faire cette analyse à l'avenir.

Quant aux engagements différés (indemnités de départ et retraite-chapeau), ils ont été votés à 82% en moyenne, avec quelques résolutions largement contestées (Accor 54%, Air Liquide 68%, Vinci 60%, Veolia 58%, Saint-Gobain 74%) et même rejetées chez Saft et Thales.

- **Thèmes 2014**

Autre fait marquant de l'année 2014, le renouvellement de 13 des 27 PDG du CAC 40 : cette structure de gouvernance est très répandue en France et les Conseils d'Administration s'appliquent de mieux en mieux à justifier cette pratique et à mettre en place certains garde-fous (nomination de nouveaux administrateurs référents comme chez Orange, Alstom, Air Liquide... aux pouvoirs parfois étendus). Touchant également au fonctionnement des Conseils, les actionnaires continuent à s'opposer à l'élection ou réélection d'administrateurs ayant un nombre de mandats excessif, avec un taux d'opposition moyen supérieur à 20% pour ces résolutions. Avec les nouvelles règles du Code AFEP-MEDEF, la diversification et la féminisation des Conseils, le cumul excessif de mandats est néanmoins une pratique de moins en moins répandue.



Autre sujet sensible de la saison 2014, les résolutions afférentes aux droits des actionnaires : le passage en Société Européenne de quelques-uns a bien suscité des questions, mais aucune critique n'a été retenue, à l'inverse des dispositions de la loi Florange qui est unanimement critiquée par les acteurs de la gouvernance : l'instauration de droits de vote doubles devient la règle après 2 ans d'inscription au nominatif sauf soumission au vote des actionnaires d'une résolution pour supprimer ce dispositif automatique. Précurseurs, Alstom, Nexity, M6, Klépierre, Nexans, Rubis et Saft, ont proposé une modification statutaire en ce sens. A l'exception d'Alstom où l'Etat a rejeté le maintien du principe de proportionnalité du vote et du capital, ces résolutions ont été largement soutenues.

Enfin, les quelques rares mécanismes anti-OPA qui subsistent, enregistrent un taux d'opposition important alors que la contestation est en baisse sur les autorisations financières. Les sociétés du SBF 120 ont en effet largement pris en compte les préconisations des actionnaires institutionnels, de l'AFG et des Proxy Advisors avec des potentiels de dilution bien moindres qu'auparavant.

Tendance pour 2015

- **Say on Pay**

Avec la persistance des tensions économiques, la rémunération des dirigeants continuera à cristalliser le débat avec les acteurs de la gouvernance, les actionnaires et autres parties prenantes.

Un tour d'horizon de ce qui s'est passé en année II dans les pays ayant déjà adopté le Say on Pay permet d'anticiper le durcissement probable...

Aux Etats-Unis, le taux moyen d'approbation est resté stable au cours de la seconde saison du Say on Pay en 2012, mais le nombre de résolutions rejetées avait sensiblement augmenté par rapport à 2011, les actionnaires avaient affiné leurs analyses et concentré leur attention sur les sociétés ayant des pratiques perçues comme contestables: en particulier lorsqu'ils constatent une divergence entre la rémunération des PDG et le rendement des actionnaires, par rapport à leurs pairs.

En Espagne, entre 2012 et 2014, le taux moyen d'approbation a diminué de 90% à 85%, alors que les sociétés ont essayé de répondre aux attentes des actionnaires et n'ont eu de cesse d'améliorer leurs pratiques. Une tendance constatée aussi en Italie, la première année du Say on Pay avait été une année de transition, tandis que les saisons suivantes, les actionnaires et Proxy Advisors ont adopté une approche plus critique et exigé de mieux comprendre le lien entre stratégie, performance et rémunération.

En France d'ailleurs, Publicis avait inauguré l'exercice dès 2013 et a obtenu un score moins flatteur en 2014 (-11 points avec 68%) et du fait d'une analyse plus fine des actionnaires et Proxys Advisors. Ceux-ci ont d'ailleurs d'ores et déjà émis des réserves qui pourraient se traduire dans le futur par un accroissement des taux d'opposition si les Conseils d'Administration n'apportent pas d'explication convaincante. Ainsi, dans la revue de son exercice de droit de vote, Mirova (Natixis Asset Management) a soulevé « *la difficulté à relier les rémunérations avec la stratégie de l'entreprise (ex-ante) et la création de valeur réelle pour l'entreprise sur le long terme (ex-post)* ».

Le Proxy Advisor ISS (Institutional Shareholder Services), a de son côté recommandé avec réserves 44 résolutions du SBF 120.



	Résolutions Say on Pay soumises au vote en 2014		Résolutions SoP ayant reçu une reco "CONTRE" de la part d'ISS		Résolutions SoP ayant reçu une reco "POUR AVEC RESERVES" de la part d'ISS	
	Score moyen	# resos	# resos	Score moyen	# resos	Score moyen
CAC 40	92 %	63	8	84 %	22	91 %
Next 80	91 %	135	63	85 %	22	92 %
	91 %	198	71	85 %	44	91 %

Ces réserves, qui pourraient se traduire par une opposition en année II, portent le plus souvent sur des pratiques jugées :

- abusives s'agissant des engagements différés : cumul potentiel des indemnités de départ et de la retraite, montant de l'indemnité de départ, non-respect d'une ancienneté minimum pour la retraite chapeau...
- en dessous des recommandations et pratiques de la place parisienne : absence de rémunération incitative long terme, période d'appréciation de la performance des plans d'incitation à long terme inférieure à 3 ans, bonus non plafonné, ou bonus garanti...
- insuffisantes en termes d'information sur le taux d'atteinte des objectifs du bonus ou d'explication sur la hausse du salaire fixe et/ou sur les critères retenus pour la part qualitative du bonus.

Le sondage annuel lancé par ISS auprès des investisseurs et émetteurs constituent un bon indicateur des évolutions envisagées de leur politique de vote à compter de février 2015. S'agissant du Say on Pay, l'accent est mis sur le lien entre performance et rémunération des dirigeants, le choix du panel de comparaison pour l'appréciation de la performance relative, voire le "pay ratio".

En résumé, les discussions se concentreront sur des sujets plus pointus, au-delà de la simple transparence, tels que:

- le niveau et la progression de ces rémunérations,
- l'évolution des pratiques d'une année à l'autre ainsi que dans le futur,
- le niveau d'exigence des conditions de performance (en miroir du vote sur les AP/SO),
- le lien entre la rémunération du dirigeant et la performance de l'entreprise.
- Ainsi, les Conseils d'Administration, et plus particulièrement les comités de rémunération, devront davantage expliciter la politique de rémunération et :
- justifier la structure de rémunération des dirigeants (pay mix),
- démontrer la pertinence des indicateurs de performance retenus, à court et moyen terme, par rapport aux sociétés comparables,
- convaincre sur l'objectivité de l'évaluation de la performance du dirigeant.



- **Autres thèmes pour 2015**

Même si le Say on Pay devrait continuer à occuper une part importante des discussions pour l'année à venir, les acteurs de la gouvernance et actionnaires s'intéresseront particulièrement aux développements la loi Florange, les 38 sociétés du SBF 120 ne disposant pas de droits de vote doubles vont-elles être tentées de les introduire? L'exemple d'Alstom (voir supra) laisse à penser qu'un rapport de force pourrait se mettre en place entre les actionnaires minoritaires qui militent pour le principe de la proportionnalité et les actionnaires de référence tels que l'Etat. Phitrust (fonds activiste français) qui sera vraisemblablement soutenu par les Proxy Advisors, a déjà lancé une campagne assez active pour la saison 2015 afin de s'opposer à la généralisation du droit de vote double. L'autre volet de la loi Florange introduisant la suppression du principe de neutralité en période d'Offre devrait également se traduire par des pressions pour à tout le moins exclure expressément l'utilisation des délégations financières en période d'Offre, comme c'est le cas pour les rachats d'actions.

CONCLUSION

Sur la rémunération des dirigeants comme sur les autres thèmes, les investisseurs institutionnels s'assureront que les Conseils d'Administration jouent bien leurs rôles de contrôle et de défenseur de l'intérêt social de l'entreprise en exigeant plus d'explications et de transparence sur les processus de décision. Les Conseils devront plus que par le passé être en mesure de motiver leurs décisions et l'adéquation des pratiques aux spécificités de l'entreprise

Hélène Salignac

Corporate Governance Advisory **Sodali**

Estelle Guichard

Account Manager – France **Sodali**

Samy Saadallah

Account Manager – France **Sodali**