

# La Lettre

## de l'AFGE

Lettre d'information sur le gouvernement d'entreprise

N°26

1<sup>er</sup> Trimestre 2011

### EDITORIAL

### RESPONSABILITE DES ADMINISTRATEURS ET DES ACTIONNAIRES INSTITUTIONNELS POUR AMELIORER LA GOUVERNANCE

#### Sommaire

L'Etat actionnaire.....	p2
AFG Recommendations 2011.....	p4
New UK Codes for listed Companies and Institutional Investor.....	p5
2 <sup>ème</sup> Rapport annuel sur le code AFEP-MEDEF.....	p7
Les propositions d'actionnaires: Un droit des actionnaires et un pilier de saine gouvernance.....	p8
6 <sup>ème</sup> baromètre annuel capitalcom.....	p10
Ethos refuse le rapport annuel de BP..	p11
The role of asset owners in making Stewardship work.....	p11
Les trois nouveaux défis de la réforme financière mondiale.....	p12
Indépendance et dualité du Conseil d'Administration : impact sur la performance des entreprises.....	p14
The new architecture of financial regulation.....	p16
Les trois lectures de la crise mondiale par les économistes.....	p20
Regulatory Developments in Europe: An Overview and Analysis.....	p21

#### Qui fait quoi ?

Publication du Livre vert « Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE » (Avril 2011) et du « Livre vert sur les jeux d'argent et de hasard en ligne dans le marché intérieur » (Mars 2011). DG Marché Intérieur.

Au début de l'année dernière, on pouvait écrire qu'en 2010 la gouvernance serait soumise à l'épreuve des faits sociaux, même si les confrontations socio-économiques semblent avoir été différées et le taux élevé de chômage des jeunes diplômés n'avoir pas suscité l'indignation. Au début de l'année 2011 l'une des priorités, me semble-t-il, est l'amélioration de la gouvernance des entreprises.

Le contrôle de l'application effective des principes de gouvernement d'entreprise est de la responsabilité des membres du Conseil d'administration d'une part et des actionnaires institutionnels d'autre part.

Ils ont le devoir de veiller à l'adaptation permanente de ces principes aux spécificités de la société, à leur respect par les mandataires sociaux, par les cadres dirigeants et par les salariés, de s'impliquer dans l'élimination des dysfonctionnements constatés, de s'assurer du libre fonctionnement des mécanismes d'alerte (« whistleblowing »), de contrôler la sincérité et la fiabilité du rapport sur le contrôle interne ainsi que sur la maîtrise des risques, la qualité de la communication financière et de la réputation de l'entreprise, ainsi que le niveau de confiance des actionnaires et des parties prenantes. Le Conseil d'administration (CA) ou le Conseil de surveillance (CS), selon les statuts, a dorénavant des pouvoirs étendus issus des recommandations des différents codes de gouvernement d'entreprise : de l'AFEP-MEDEF, de l'AFG, de l'OCDE, de l'European Corporate Governance Forum, du FRC Britannique et de l'ICGN ; chaque année ces recommandations ont été enrichies des propositions de plus en plus précises et exigeantes des fonds de pension européens et nord américains (Say on Pay Report de Railpen et PIRC, d'Ethos, des canadiens Ccgg, Giref et Medac). Les derniers travaux de la Commission Européenne, dont la Lettre a publié des extraits du Livre Vert, soulignent le rôle éminent des administrateurs et la responsabilité des actionnaires pour éliminer les dysfonctionnements dans les entreprises et pour améliorer la gouvernance.

Le Président du CA ou du CS, qu'il soit un ancien cadre exécutif de l'entreprise ou une personnalité externe, a la mission d'élaborer la stratégie inscrite dans une perspective de long terme avec l'aide de son Conseil, de s'assurer du bon fonctionnement des comités spécialisés pour préparer avec plus d'efficacité les travaux du Conseil, de contrôler la mise en œuvre de cette stratégie par les responsables opérationnels et les résultats obtenus, de veiller à la pérennité de l'entreprise, à la maîtrise des risques qui pourraient nuire à la réputation de la société, notamment. La responsabilité du Président est dorénavant considérable ; elle ne permet plus un cumul des fonctions de Président et de Directeur Général, ni la confusion entre les responsabilités du contrôle et de la gestion.

Certains PDG se justifient par la nécessité de « raccourcir les circuits de décision ». Malheureusement les faits sont défavorables : à trop cumuler plusieurs PDG ont perdu leur lucidité ; ils ont fait des erreurs de jugement préjudiciables à la réputation, à la rentabilité et à la pérennité de l'entreprise, comme le montre le comportement du PDG de Renault, et dans un autre contexte celui des dirigeants de la BP.

Les actionnaires institutionnels également sont responsables des graves dysfonctionnements dans la gouvernance des entreprises dans lesquelles ils ont investi, comme le relevait dans ses conclusions le Livre Vert de la Commission Européenne.

Ces grands actionnaires, qui disposent d'équipes dédiées depuis peu, ont trop longtemps voté « avec leurs pieds » ; ils ont négligé le dialogue avec les émetteurs et les administrateurs de ces sociétés, se contentant d'assister à des « road show » sans vérifier la fiabilité des données, sans faire la comparaison avec les annonces précédentes, ni faire le lien entre les différentes informations pertinentes ; c'est le travail de base de l'intelligence économique aujourd'hui vulgarisée. Or les actionnaires institutionnels, les fonds de pension et les caisses de retraite très affectés par la crise financière et la détention de « subprimes », ont une responsabilité double : un devoir de vigilance d'une part en exerçant leurs droits et leurs obligations (exercice des droits de vote, analyse permanente de la marche de la société, dialogue régulier avec le CA et les dirigeants, prévention des risques potentiels de conflits d'intérêts ; et d'autre part un devoir d'alerte des autres actionnaires lorsqu'ils constatent une faute de gestion et évaluent le préjudice subi par les actionnaires pour engager, si besoin, une action collective en réparation. Depuis un an, à la suite du discrédit des agences de notation, ils considèrent qu'il est de leur responsabilité d'effectuer régulièrement un audit de la gouvernance et de la régulation avec leurs équipes dédiées ; depuis 2008, je préconisais ce rôle ou cette responsabilité auprès des investisseurs institutionnels et des fonds de pension rencontrés lors de mes conférences en Europe et en Amérique du Nord. Le message a été entendu ; maintenant le processus est engagé, il semble irréversible. L'adoption d'un code de bonnes pratiques, le rétablissement du respect des valeurs morales, de l'argent confié par les épargnants et de la parole donnée, le retour de la confiance devraient en résulter.

Jean-Aymon MASSIE

## **POINT DE VUE ACTIONNAIRE**

### L'ÉTAT ACTIONNAIRE

« L'année écoulée a représenté, pour l'État actionnaire, un moment-charnière pour continuer à soutenir l'économie dans son ensemble et préparer le rebond de la croissance. Une année de modernisation aussi de ses outils d'intervention au service d'une ambition industrielle réaffirmée, pour créer de la valeur et des emplois dans notre économie... » Extrait de la Préface par Mme Christine LAGARDE, Ministre de l'Économie de l'Industrie et de l'Emploi du rapport annuel rédigé par l'Agence des Participations de l'État.

#### **I- L'exercice par l'État de sa fonction d'actionnaire**

L'exercice par l'État de sa fonction d'actionnaire a été profondément rénové en 2010.

La nomination, à compter du 15 septembre 2010, d'un commissaire aux participations de l'État rattaché directement au Ministre de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi s'inscrit dans une évolution majeure du rôle que doit jouer l'État actionnaire et de ses modes d'intervention afin d'améliorer son efficacité et sa pertinence économique et industrielle.

La démarche retenue conduit l'État à mettre désormais au premier plan la vision industrielle du pilotage de ses participations et à affirmer ainsi, pour les entreprises concernées, une stratégie de développement industriel et économique claire de long terme, dans le respect de ses intérêts patrimoniaux et de l'objet social de chacune de ses participations.

Pour chaque entreprise où l'État est actionnaire, une réunion entre le Ministre de l'Économie, les autres ministres intéressés (Défense, Transports, Industrie, Énergie ou Communication selon le cas) et les dirigeants de l'entreprise est désormais organisée afin de faire un point stratégique régulier. Un administrateur représentant l'État et compétent en matière industrielle est nommé systématiquement à côté de l'administrateur représentant le ministère de l'Économie au titre des intérêts patrimoniaux.

Les processus de nomination, de renouvellement et de succession des dirigeants sont mieux anticipés en demandant, avant la fin du deuxième mandat, à l'organe compétent du conseil d'administration, de les préparer.

#### **II- L'État actionnaire et gouvernance des entreprises :**

##### **L'État a participé activement à la bonne gouvernance des entreprises**

La participation des représentants de l'État aux organes sociaux des entités de son périmètre est un élément fondamental de la mission de l'État actionnaire. La qualité de la gouvernance de celles-ci, que l'État actionnaire a contribué à faire progresser, constitue un point d'attention permanent.

L'État a participé activement, comme chaque année, aux organes sociaux et comités spécialisés des entreprises de son périmètre d'activité. Les représentants de l'État actionnaire ont ainsi participé à 307 réunions de conseils d'administration ou de surveillance en 2009 et 223 réunions comparables au premier semestre 2010. S'agissant des comités spécialisés, il est systématiquement mis en place des comités d'audit dans lesquels les

Des revues régulières sur la répartition par pays ou grandes zones des investissements, de l'emploi, de la valeur ajoutée et des achats/sous-traitances sont demandées à l'ensemble des entreprises où l'État est actionnaire afin d'évaluer la contribution de chaque entreprise au développement industriel de la France. Le présent rapport de l'État actionnaire contient à cet égard les principaux résultats issus de la revue conduite en 2010.

Un compte-rendu périodique sur la politique de gestion des personnels et la manière dont chaque entreprise s'efforce de donner une meilleure visibilité à ses collaborateurs, ainsi que, sur l'existence d'éventuels dispositifs de détection et de prévention des situations de détresse ou de fragilité, est également demandé à l'ensemble des entreprises concernées. Avec un tel plan d'action, l'État joue davantage son rôle d'actionnaire industriel pour amener ces entreprises à converger vers trois priorités qui sont les siennes : contribuer à la compétitivité de long terme de notre industrie et de l'économie, créer de la valeur et fournir aux 1,9 million de salariés concernés des perspectives d'emploi et de développement de leur projet professionnel.

Afin de mettre en oeuvre ces orientations, les textes régissant l'agence des participations de l'État évoluent en conséquence, tout en maintenant l'unité de gestion des moyens et des personnels de l'APE et de la direction générale du Trésor au sein du ministère chargé de l'Économie. Cette nouvelle politique a été annoncée par le Président de la République lors des États généraux de l'Industrie le 4 mars dernier.

représentants de l'État actionnaire ont siégé à 132 reprises en 2009 et 80 au cours du premier semestre 2010. L'État actionnaire veille également à la création d'autres comités (stratégie, rémunérations) partout où cela est pertinent.

L'État actionnaire a pour mission la professionnalisation des administrateurs représentant l'État. Elle s'assure que ses agents soient en mesure d'exercer efficacement leurs responsabilités et veille à la bonne gouvernance des entreprises à participation publique. En étroite liaison avec l'Institut de la gestion publique et du développement économique (IGPDE) du ministère et l'Institut français des administrateurs (IFA), l'Agence a mis en place un programme de formation destinée aux administrateurs représentant l'État.

Cette formation, désormais obligatoire pour les agents de l'APE, est également accessible aux autres représentants de l'État. Elle est conjointement animée par des professionnels, des experts et des agents de l'APE. Elle comporte un séminaire initial de deux journées, complété par deux modules dédiés à la gouvernance de la rémunération et au comité d'audit. Au terme de ce cursus, les administrateurs représentant l'État bénéficient d'un référentiel commun et d'un cadre leur permettant des échanges d'expérience. Ils disposent ainsi des compétences et des outils nécessaires à l'exercice efficace de leurs mandats (bases juridiques, responsabilité, analyse des risques, pratiques du marché, etc.). En 2010, deux séminaires auront accueilli près de cent stagiaires, pour un total de 770 heures de formation.

### **La charte des relations avec les entreprises publiques a été mise en oeuvre de manière satisfaisante**

La création de l'APE s'est notamment accompagnée de l'entrée en vigueur en 2004 d'une charte posant les règles de gouvernance régissant les relations avec les entreprises à participation publique, la mise en place de bonnes pratiques de gouvernance au sein des entités de son portefeuille faisant partie des priorités de l'État actionnaire. Les principes de gouvernance de cette charte portent d'une part sur le fonctionnement des organes sociaux (création de comités spécialisés, rôle et mission du conseil d'administration ou de surveillance ainsi que des comités spécialisés, formalisation des règles de fonctionnement des organes sociaux dans un règlement intérieur, délai de transmission des documents préparatoires aux administrateurs) et d'autre part sur les relations entre les entités et l'APE (mise en place d'un *reporting* périodique, organisation de réunions régulières de bilan et de préparation des échéances importantes, mesures pour améliorer la connaissance opérationnelle des entreprises).

L'État actionnaire veille tout particulièrement à ce que ces règles et principes soient appliqués dans les entités de son portefeuille, en retenant toutefois une approche pragmatique liée aux enjeux des entités concernées. Un suivi de l'application de la Charte depuis son entrée en vigueur en 2004 est effectué annuellement dans le rapport État actionnaire à travers les appréciations portées par les administrateurs issus de l'Agence représentant l'État dans les conseils d'administration et de surveillance. La performance globale de 2010 reste satisfaisante en atteignant 80 % du score cible. L'évolution du périmètre, la méthodologie et les résultats détaillés de cette enquête sont exposés ci-après.

### **La recherche de la parité dans les conseils d'administration des entreprises**

À l'initiative de Mme Zimmermann, députée de la Moselle, l'Assemblée nationale a voté le 20 janvier 2010 une proposition de loi tendant à instaurer une représentation équilibrée des femmes et des hommes dans les conseils d'administration des entreprises. Cette proposition de loi concerne les sociétés anonymes cotées, les sociétés anonymes et établissements publics industriels et commerciaux (Épic) soumis à la loi de démocratisation du secteur public (DSP) et enfin les Épic non soumis à la DSP et les établissements publics administratifs (EPA).

Le principe de la proposition consiste à imposer au terme d'une période de six ans (ou au lendemain du second

renouvellement des conseils, pour les entreprises soumises à la DSP) la présence d'au moins 40 % de femmes dans les conseils d'administration ; une étape intermédiaire est par ailleurs prévue (20 % au bout de trois ans) ; enfin, les entreprises et les EPA qui n'en compteraient pas devraient, dans les six mois suivant la promulgation du texte, accueillir au moins une femme dans leur conseil. Aujourd'hui, le taux de féminisation dans les conseils des entreprises à participation publique est comparable à celui des entreprises privées : tandis que celui-ci s'établit à 15 % pour les entreprises du CAC 40, ce taux est de 13 % s'agissant des représentants de l'État et de 15 % chez les représentants des salariés.

Sans attendre la promulgation de la loi, l'État déploie des efforts particuliers et favorise à ce titre pleinement le mouvement en faveur la féminisation des conseils d'administration et de surveillance.

### **La politique de rémunération des dirigeants**

La rémunération des dirigeants des entités relevant du portefeuille de l'APE est une composante importante de la mission de l'État actionnaire qu'elle exerce conformément au cadre juridique applicable. La performance des dirigeants constitue une préoccupation naturelle de l'actionnaire.

L'État actionnaire veille tout particulièrement aux conditions de fixation de la rémunération des dirigeants des entreprises à participation publique (présidents, directeurs généraux et directeurs généraux délégués, membres de directoires). Il s'assure que des comités des rémunérations sont en place, lorsque cela est pertinent. L'une des principales missions de ces comités est de préparer les travaux des conseils en formulant des avis et propositions sur les différents éléments de rémunération. Une attention particulière est portée à l'articulation entre salaire fixe et salaire variable, aux critères et objectifs de part variable, ainsi qu'à l'appréciation portée sur les résultats obtenus au regard des objectifs fixés.

L'État actionnaire veille à ce que la rémunération des dirigeants soit directement liée à leurs performances et à ce que la composante variable de la rémunération ait un caractère pleinement incitatif, reposant sur des critères et des objectifs tant quantitatifs (résultats opérationnels, rentabilité, etc.) que qualitatifs (gouvernance, élaboration et mise en oeuvre de la stratégie, etc.).

En 2010, l'État actionnaire a tout particulièrement veillé à l'application, au sein des entreprises de son périmètre, des dispositions de l'article 25 de la loi n° 2009-431 du 20 avril 2009 de finances rectificative pour 2009 et du décret n° 2009-348 du 30 mars 2009 modifié.

### **La nomination des mandataires sociaux des entreprises**

L'État actionnaire s'est fortement impliqué cette année dans les procédures de renouvellement des mandataires sociaux de plusieurs entités du périmètre en 2008 et 2009, en sollicitant le recours, lorsque cela s'avérait nécessaire, à des professionnels du recrutement.

Sur le plan juridique, la loi constitutionnelle du 23 juillet 2008, en complétant l'article 13 de la Constitution, a institué une procédure modifiant les conditions dans lesquelles s'exerce le pouvoir de nomination du Président de la République, s'agissant notamment des postes de président d'entreprises publiques revêtant une importance particulière dans la vie économique et sociale de la Nation. Ainsi, ce pouvoir de nomination ne peut désormais

s'exercer qu'après avis public d'une commission permanente de chaque assemblée parlementaire, aucune nomination ne pouvant intervenir en cas de vote négatif représentant en cumul les trois cinquièmes des suffrages exprimés au sein des deux commissions. La loi organique du 23 juillet 2010, prise en application de l'article 13 nouveau de la Constitution, mentionne à ce titre trois établissements publics (RATP, RFF, SNCF) et sept sociétés anonymes (ADP, EDF, FDJ, France Télévisions, Radio France, AEF, La Poste). Bien que la loi organique ne fût pas encore adoptée à l'époque, le Gouvernement a manifesté sa volonté de suivre la nouvelle procédure, à l'occasion de l'arrivée à leur échéance des mandats de Pierre Graff, président d'ADP, de Christophe Blanchard-Dignac, président de la Française des Jeux, ainsi qu'à l'occasion de la nomination d'Henri Proglia en tant que président d'EDF : le renouvellement des deux premiers et

la nomination du troisième ont été précédés d'une consultation des commissions parlementaires dans les conditions prévues par la Constitution (sans vote toutefois).

Conformément aux orientations du Conseil des Ministres du 3 août 2010, les processus de nomination, de renouvellement et de succession des dirigeants sont mieux anticipés en demandant, avant la fin du deuxième mandat, à l'organe compétent du conseil d'administration, de les préparer. La nomination aux conseils des sociétés cotées des administrateurs représentant l'État actionnaire est, de fait et pour l'essentiel, réservée aux cadres ayant au minimum le rang de sous-directeur et disposant donc d'un bon niveau de connaissance des problématiques financières et stratégiques débattues au sein de ces conseils ainsi que d'une bonne expérience du fonctionnement des organes sociaux des entreprises

*Ce rapport a été réalisé par les équipes de l'Agence des Participations de l'Etat ; sa réalisation a été achevée en septembre 2010. Il est disponible sur le site : [www.ape.minefi.gouv.fr](http://www.ape.minefi.gouv.fr). Nous avons extrait les paragraphes en rapport avec le gouvernement d'entreprise.*

Contact : [secrétariat-général.ape@ape.finances.gouv.fr](mailto:secrétariat-général.ape@ape.finances.gouv.fr)

### **POINT DE VUE INVESTISSEUR**

#### **AFG RECOMMANDATIONS 2011**

Through the amount of assets they manage, professional management companies acting on behalf of third parties represent a significant percentage of market capitalisation. Complying with their professional code of ethics, they exercise their fiduciary responsibilities with full independence in particular vis-à-vis security issuers and for the exclusive benefit of their clients.

Knowing that good corporate governance practices may increase the value of their clients' investments, management companies seek to enhance the value of their clients' investments by exercising all their rights and duties as shareholders, in particular by actively participating to the general meetings of listed companies.

As early as 1997, the AFG code of ethics recommended that its members exercise their voting rights in the interest of their clients. The impact of these recommendations was amplified through the impulse of both the Financial Security Law (LSF) of 2003 and the General Regulation of the French securities regulator, Autorité des Marchés Financiers (AMF). French law now provides that management companies exercise the voting rights attached to shares held by the collective investment funds (CIF) they manage and requires that, should they not exercise such right, they explain their decision.

The AMF General Regulation goes further, requiring managers to publish an up-to-date "Voting Policy" stating the conditions under which they intend to exercise the voting rights attached to the shares held by CIFs they manage.

These regulations further require management companies to report on the conditions under which they exercised their voting rights. In 1997, with the aim of providing guidance to AFG members on the exercise of their voting rights, AFG Board of Directors also decided to create a Corporate Governance Committee, chaired since then by Jean-Pierre Hellebuyck. The Committee was allocated the responsibility of publishing a code of corporate governance. The recommendations resulting from this early work, published in 1998, were updated on several occasions. The present 2011 edition is thus the ninth version of this code.

These recommendations are intended for companies whose shares are listed for trading either on a regulated French market or on a multilateral trading platform; their principles are also to apply to all investments made abroad by investment managers. By encouraging a progressive approach, AFG invites small and medium sized listed companies to make their best efforts to comply with these recommendations. A proportionate approach may apply to a number of provisions, for instance the provisions on the separation of functions as well as, for companies with a board made up of a limited number of directors, the assignment of board committee functions (audit, nominations, compensation) to individual independent directors well qualified in the relevant field.

These recommendations set shareholder voting criteria for resolutions, notably for managers that are AFG members. They are not necessarily intended as a basis for new legislation. The main objectives of corporate governance are already well known and are widely embraced in many European corporate governance codes.

In this context, it would be well worth if work at the European level was completed so that basic corporate governance guidelines were defined in order to encourage best corporate governance practices in every field for all listed companies in the European Economic Area. It is essential that this process is not used to justify any potential undermining of shareholder rights in France.

## Summary

### I – The general shareholders' meeting

#### A – Facilitating participation in general meetings-providing appropriate information to shareholders

1. Timing of general shareholders' meetings
2. Place, date, and time of the general meeting
3. Shareholder information required before the general meeting
4. Two reports: a summary report and a full report
5. Explanation of the proposed resolutions
6. Providing the details of company strategy
7. Board members' participation to general meetings

#### B – Voting at the general meeting

1. Voting forms
2. Submitting resolutions and raising questions at the general meeting
3. Preferred shares and shares without voting rights attached
4. Double and/or multiple voting rights, "loyalty premium" dividend shares, preferred shares and other share categories
5. Record date
6. Electronic voting
7. Voting supervision and streamlining
8. Follow-up after the vote on resolutions

#### C – Special attention to particular resolutions

1. Opposition to bundled resolutions
2. Share issuances with or without pre-emptive rights
  - 2.1. Share issuances with pre-emptive rights
  - 2.2. Share issuances without pre-emptive rights
3. Protective measures - poison-pill defences (anti-takeover measures)

### II-The board of directors or supervisory board

#### A - Principles

1. The function of the board
2. Accountability and independence

#### 3. Separation of functions

#### B – Strengthening the board's independence and efficiency

1. Criteria applicable to board members as free from conflicts of interest
2. Standing committees
  - 2-1 Audit committee
  - 2-2 Nominating committee
  - 2-3 Compensation committee
3. Directors' fees
4. Compensation of the non-executive chairperson
5. Cross-shareholdings and cross-directorships
6. Diversity of board members

#### C –Ensuring appropriate and transparent compensation

1. The board's role with respect to compensation
2. Appropriate compensation
  - 2-1 Aligned with shareholders' interests
  - 2-2 Risk-taking
3. Transparency of compensation
4. Stock options and bonus shares
  - 4.1. Share subscription or purchase options
  - 4.2. Bonus shares
  - 4.3. Common provisions for options and bonus shares
  - 4.4. Delegation of shares management by executive directors
5. Severance Pay
6. Supplemental retirement benefits

#### D –Board organisation and responsibility

1. The board of directors' internal rules and procedures
2. Limitation on number of directorships
3. Assessment and transparency of board work
4. Board meetings
5. Resources at board members' disposal
6. Board member training
7. Board member's share ownership
8. Term of office – renewing board membership

AFG recommendations are available on web site: [www.afg.asso.fr](http://www.afg.asso.fr)

## POINT DE VUE REGULATEUR

### NEW UK CODES FOR LISTED COMPANIES AND INSTITUTIONAL INVESTOR

During 2010 the Financial Reporting Council (FRC) in the UK issued two new corporate governance codes. The UK Corporate Governance Code updated and replaced the old Combined Code for listed companies. The UK Stewardship Code is the first national code for institutional investors to be issued by a regulator rather than by the investment community. The codes followed two reviews of corporate governance carried out during 2009. The first review, looking exclusively at the corporate governance of banks and other financial institutions, was carried out at the request of the UK Government by Sir David Walker. Many of his recommendations have now been implemented by the UK securities regulator, the Financial Services Authority. The second review, carried out by the FRC, looked at the corporate governance of all listed companies. The FRC agreed with Sir David that many of the shortcomings in corporate governance in the UK related to behaviour rather than the regulatory framework. The FRC also considered that while many of the issues he identified in respect of banks and financial institutions were also found in other sectors, this was not always the case. It therefore decided only to extend the recommendations in the Walker report to cover other sectors where it felt they were relevant.

The UK Corporate Governance Code applies to financial years beginning on or after the end of June 2010, which means that the majority of companies will report against the Code for the first time in late 2010 or in 2011. Changes in the UK Listing Rules earlier in 2010 mean that all companies with a Premium Listing in London will be

required to "comply or explain" with the Code, not just UK incorporated companies as had previously been the case. The main new principles and recommendations in the UK Corporate Governance Code include:

- To increase accountability, all directors of FTSE 350 companies should be put forward for re-election every year.
- To help enhance the board's performance and awareness of its strengths and weaknesses, the chairman should hold regular development reviews with each director and FTSE 350 companies should have externally facilitated board effectiveness reviews at least every three years.
- To improve risk management, the company's business model should be explained and the board should be responsible for determining the nature and extent of the significant risks it is willing to take.
- To encourage boards to be well balanced and avoid "group think" there are new principles on the composition and selection of the board, including the need to appoint members on merit, against objective criteria, and with due regard for the benefits of diversity, including gender diversity.
- To promote proper debate in the boardroom, there are new principles on the leadership of the chairman, the responsibility of the non-executive directors to provide constructive challenge, and the time commitment expected of all directors.

Performance-related pay should be aligned to the long-term interests of the company and its risk policy and systems. As with most national codes for listed companies, the UK Corporate Governance Code operates on a "comply or explain" basis. For this approach to work effectively it requires shareholders to take an active interest in the governance of the companies in which they invest, and to be willing to take action to hold them to account where necessary.

During the UK banking crisis concerns were raised about the role played by shareholders. There was some criticism that they had failed to take enough action to restrain the bank boards, and some commentators argued the perceived short-term approach of some investors had encouraged boards to pursue reckless strategies.

In response to these concerns, Sir David Walker recommended that the FRC issue a code for institutional investors on the monitoring of, and engagement with, investee companies. The FRC accepted this recommendation and, following public consultation, published the UK Stewardship Code in July 2010.

The Stewardship Code is not mandatory, but since December 2010 investment managers that are authorised to manage investments on behalf of professional clients in the UK are required to state publicly whether or not they apply

the Code. If they say that they do, they are expected to produce a more detailed report on how they have applied the Code.

The Stewardship Code itself is heavily based on a code that had previously been produced by the Institutional Shareholders Committee, a body bringing together the main investor representative organisations in the UK. It has seven principles, each of which operates on the "comply or explain" basis. The principles recommend that investors should:

- publicly disclose their policy on how they will discharge their stewardship responsibilities;
- have a robust policy on managing conflicts of interest;
- monitor companies in which they invest;
- establish clear guidelines on when and how they will escalate their activities to protect and enhance shareholder value;
- be willing to act collectively with other investors;
- have a clear policy on voting and disclosure of voting activity; and
- report periodically on their stewardship and voting activities.

The objective of the Stewardship Code is to create a discernible improvement in the nature and quality of dialogue between shareholders and companies to promote sustainable long-term value. To do so the FRC aims to identify a critical mass of investors willing to act as real owners, coupled with a more effective intervention on their part. The initial response has been very encouraging. As of the end of December 2010 just over 100 asset managers had signed up to the Code. The FRC estimates that collectively they account for at least 40% of assets under management in the UK. While this is a good start, the real test is whether we see real change in the UK market. Although the Stewardship Code is primarily addressed to investment managers, all parts of the investment chain need to play their part if that is to be achieved. Asset owners can play a particularly important role through the mandates they award to investment managers.

That is why the FRC encourages owners such as pension funds and advisers including investment consultants and proxy voting agencies to sign up to the Code on a voluntary basis, and would be very happy to talk to any readers of this article from the investment community who might be interested in adopting the Stewardship Code, whether or not they are based in the UK.

The Stewardship Code can be found at: <http://www.frc.org.uk/corporate/investorgovernance.cfm>.

If you are interested in becoming a signatory to the Code, or just learning more about it, the FRC can be contacted at [stewardshipcode@frc.org.uk](mailto:stewardshipcode@frc.org.uk)

**Chris HODGE**

Financial Reporting Council-FRC- London  
[c.hodge@frc.org](mailto:c.hodge@frc.org) ; [www.frc.org.uk](http://www.frc.org.uk)

## POINT DE VUE ENTREPRISE

### 2<sup>EME</sup> RAPPORT ANNUEL SUR LE CODE AFEP-MEDEF APPLICATION DU CODE CONSOLIDE DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE DES SOCIETES COTEES PAR LES SOCIETES DE L'INDICE SBF120 (EXERCICE 2009)

#### Préface

En novembre 2009, l'AFEP et le MEDEF ont rendu public le premier rapport annuel sur l'application du code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées. La deuxième édition de ce rapport, réalisé comme le précédent à partir des données publiques figurant dans les rapports annuels et / ou documents de référence des sociétés du SBF 120, permet de poursuivre le suivi de l'application du code AFEP-MEDEF, qui constitue aujourd'hui l'un des référentiels les plus exigeants en matière de gouvernement d'entreprise, tant au niveau européen qu'au niveau international. La publication en avril 2010 d'une recommandation sur le renforcement de

la présence des femmes dans les conseils participe de ce souci d'amélioration constante du code.

Ce deuxième rapport montre que le taux de conformité au code AFEP-MEDEF continue de s'améliorer, pour atteindre un niveau qui va du satisfaisant à l'excellent. On constate ainsi que beaucoup de recommandations sont appliquées par l'ensemble des sociétés du SBF 120 et on enregistre une progression sur la plupart des recommandations les plus récentes. Avec la publication de ce nouveau rapport annuel, l'AFEP et le MEDEF continuent de démontrer l'engagement des entreprises françaises en faveur d'un gouvernement d'entreprise transparent et exigeant.

#### Sommaire

##### 1. Le mode de direction

##### 2. Le conseil d'administration ou de surveillance

- 2.1. Nombre d'administrateurs
- 2.2. Indépendance des administrateurs
- 2.3. Informations sur les administrateurs
- 2.4. La proportion de femmes dans les conseils
- 2.5. Rémunération des membres du conseil
- 2.6. Durée et échelonnement des mandats des administrateurs

##### 4. La rémunération des dirigeants mandataires sociaux

- 4.1. Information sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux
- 4.2. Options de souscription ou d'achat d'actions
- 4.3. Actions de performance
- 4.4. Indemnités de départ

##### 2.7. Informations sur les séances du conseil

- 2.8. Evaluation du conseil
- 2.9. Règlement intérieur
- 2.10. Le conseil et le marché

##### 3. Les comités du conseil

- 3.1. Comité des comptes
- 3.2. Comité des rémunérations
- 3.3. Comité de sélection

##### 4.5. Retraites

##### 5. Contrat de travail et mandat social

##### 6. Nombre de mandats

##### Annexe 1 – Liste des sociétés du SBF 120 et du CAC 40

##### Annexe 2 – Liste des sociétés non incluses dans l'étude

**Maurice LEVY : Président de l'AFEP**

**Laurence PARISOT : Présidente du MEDEF**

*Ce rapport est disponible sur le site des deux organisations*

## POUR VOTRE INFORMATION

Nous vous recommandons la lecture des études et publications suivantes :

- La Lettre Juridique et Fiscale de Ernst&Young société d'avocats de février 2011, [contac@ey-avocats.com](mailto:contac@ey-avocats.com).
- Publication périodique du Crédit Agricole SA. « Etudes Economiques », dirigée par J.P BETBEZE chef économiste. [www.études-économiques.crédit-agricole.com](http://www.études-économiques.crédit-agricole.com).
- Financial Markets Group (FMG) de LES publie d'excellentes études ou conférences ; contact à LSE London: [a.brown7@lse.ac.uk](mailto:a.brown7@lse.ac.uk).
- La lecture du Rapport 2010 de BP sur le développement durable est édifiante par son cynisme et son mépris des dommages causés aux populations comme aux générations futures ; un curieux « greenwashing »
- Revue Banque séminaires-Atelier « Les nouveaux dispositifs de gestion des risques à l'ère de Bâle III », le 10 mai 2011 de 9h à 12h, dans les salons Hoche, Paris 8<sup>ème</sup>, Contact : Anabelle Bail ; [bail@revue-banque.fr](mailto:bail@revue-banque.fr).
- ETHOS News : les positions de vote d'Ethos lors des AG d'UBS le 28.04, et de Crédit Suisse le 29.04 [www.ethosfund.ch](http://www.ethosfund.ch)

## **POINT DE VUE INVESTISSEUR**

### **LES PROPOSITIONS D'ACTIONNAIRES : UN DROIT DES ACTIONNAIRES ET UN PILIER DE SAINTE GOUVERNANCE**

Le gouvernement québécois adoptait au début de décembre 2009 le Projet de loi no 63 portant sur les sociétés par actions. Rappelons que la Loi des compagnies du Québec n'avait pas été revue depuis 1981. Le 14 février dernier, une nouvelle Loi des sociétés par actions entrain en vigueur. L'un des éléments importants de cette loi (qui devrait entrer en vigueur en 2011) est le droit accordé aux actionnaires de déposer des propositions lors des assemblées annuelles, droit déjà enchâssé dans la Loi fédérale des compagnies. Dans sa lutte pour la reconnaissance de ce droit, le MÉDAC a été souvent confronté à la perception que les propositions d'actionnaires étaient dérangeantes, non pertinentes et n'apportant aucune valeur ajoutée. L'objectif de cette étude est de vérifier si celle-ci est juste ou si, au contraire, les propositions ont contribué à améliorer la gouvernance au sein des entreprises canadiennes. Pour ce faire, nous rappellerons rapidement les assises de la participation actionnariale telles que définies par l'OCDE, 2) nous tracerons un historique et un bilan des propositions d'actionnaires au Canada du début des années 1980 à aujourd'hui, 3) nous présenterons une analyse des propositions soumises au vote des assemblées, soit le nombre de propositions déposées, le type de proposeurs, les sujets abordés et leur taux de succès auprès des actionnaires. Nous pourrons enfin dégager de ce portrait un premier constat selon lequel les banques canadiennes, qui ont fait l'objet du plus grand nombre de propositions depuis 2002, sont aujourd'hui en tête du peloton sur le plan de la gouvernance.

#### **1) Les assises de la participation actionnariale**

D'entrée de jeu, rappelons que l'actionnaire remplit deux fonctions. En premier lieu, il apporte des capitaux à l'entreprise qui facilite son développement et lui ouvre les portes de sources de financement additionnelles comme les emprunts. Cette fonction de financement lui donne droit à une rémunération prenant la forme de dividendes ou d'appréciation de la valeur de son action. Ce risque qu'il prend confère à ce dernier une seconde fonction soit de s'assurer que les dirigeants agissent dans le meilleur intérêt de l'actionnariat en faisant fructifier l'investissement selon les valeurs préconisées par ce dernier. La participation actionnariale est donc à la fois un droit et un devoir des actionnaires. L'actionnaire peut donc manifester son mécontentement ou son insatisfaction sur la performance de l'organisation, sur les questions relatives à sa gouvernance, ou encore sur des préoccupations sociales ou environnementales. Cette participation peut prendre diverses formes, tel qu'illustré dans le graphique présenté à la page suivante. Selon l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE), un régime de gouvernance efficace doit, prenant en compte l'expérience de certains de ses états membres et des travaux réalisés dans ce domaine, protéger les droits des actionnaires et faciliter leur exercice en adoptant les principes suivants :

##### **Droit des actionnaires**

**A.** Les droits élémentaires des actionnaires doivent comprendre le droit : 1) de bénéficier de méthodes fiables d'enregistrement de leurs titres; 2) de pouvoir

céder ou de transférer des actions; 3) d'obtenir en temps opportun et de façon régulière des informations pertinentes et significatives sur la société; 4) de participer et de voter aux assemblées générales des actionnaires; 5) d'élire et de révoquer les administrateurs; et 6) d'être associés au partage des bénéfices de la société.

**B.** Les actionnaires doivent avoir le droit d'être suffisamment informés et de participer aux décisions concernant des changements fondamentaux pour la société, notamment pour : 1) toute modification des statuts de la société ou de tout autre document analogue régissant la société; 2) toute autorisation d'émission de nouvelles actions; 3) toute opération à caractère exceptionnel, notamment le transfert de tous ou quasiment tous les actifs se traduisant dans les faits par la cession de la société.

**C.** Les actionnaires doivent avoir la possibilité de participer effectivement et de voter aux assemblées générales des actionnaires et d'être informés du règlement de ces assemblées, notamment des procédures de vote :

1. Les actionnaires doivent avoir accès en temps opportun à des informations suffisantes concernant la date, le lieu et l'ordre du jour des assemblées générales, ainsi qu'à des informations complètes sur les décisions devant être prises lors de l'assemblée générale.

2. Les actionnaires doivent avoir la possibilité, dans des limites raisonnables, de poser des questions au conseil d'administration, y compris des questions relatives à la révision annuelle des comptes effectuée



par des auditeurs externes, de faire inscrire des points à l'ordre du jour des assemblées générales et de proposer des résolutions.

3. Il convient de faciliter la participation réelle des actionnaires aux grandes décisions relevant du gouvernement d'entreprise, notamment la nomination et l'élection des administrateurs. Les actionnaires doivent pouvoir faire entendre leur opinion sur la politique de rémunération des administrateurs et des principaux dirigeants. La composante en actions de la rémunération des administrateurs et des salariés doit être soumise à l'approbation des actionnaires.

4. Les actionnaires doivent pouvoir exercer leur droit de vote personnellement ou in absentia, et les votes ainsi exprimés doivent avoir la même valeur

Prenant ces exigences comme grille de base d'un bon encadrement des droits des actionnaires, on peut conclure que les droits reconnus aux actionnaires dans le projet de loi québécois permettent de rééquilibrer les pouvoirs entre les dirigeants de nos sociétés québécoises et les actionnaires, puisque des droits importants étaient absents de notre législation.

### 2) Le bilan de 1982 à 2009

Avant d'entrer dans le vif du sujet, nous nous permettons un bref rappel de l'histoire du dépôt des propositions au Canada. De 1982 à 1995, période pour laquelle nous avons pu repérer des études, seulement 18 propositions ont été insérées dans les circulaires des compagnies canadiennes. Si l'on compare cette donnée à nos voisins américains, il y a eu, pour la seule année 1994, 701 propositions déposées à cette période. Selon les études consultées, cette situation pourrait s'expliquer, entre autres, par le fait que l'actionnariat des compagnies canadiennes serait davantage concentré que celui des entreprises américaines. Le recours à cet outil de démocratie actionnariale a pris surtout son envol en 1997 avec le jugement Rayle. Dans cette cause, le président fondateur du MÉDAC, Yves Michaud, demandait que la Banque Nationale du Canada et la Banque Royale incluent dans leur circulaire de sollicitation de procuration les propositions suivantes :

- Il est proposé que la rémunération globale du dirigeant le plus haut salarié de la banque, incluant le salaire annuel, primes, gratifications, versements en

vertu de programmes de bonification à long terme et toutes autres formes de rémunération n'excède pas vingt (20) fois la rémunération moyenne des employés de la banque;

-il est proposé de mettre fin au 31 décembre 1997, au programme d'endettement des administrateurs, des hauts dirigeants et des dirigeants supérieurs autrement qu'en vertu des programmes d'achat de titres;

-il est proposé que le président du conseil soit désigné parmi les membres du conseil ne faisant partie du personnel de la banque;

-il est proposé qu'une personne liée à la banque en tant que prestataires de services ne soit pas éligible au titre de membre du conseil d'administration.

-Il est proposé que le mandat des membres du conseil d'administration, autres que les dirigeants de la banque, n'excède pas dix années consécutives.

- Les banques intimées ayant refusé à cette période d'inclure de telles propositions dans leur circulaire, prétextant notamment qu'« il (Yves Michaud) n'était pas motivé par l'intérêt d'un actionnaire authentique », le fondateur du MÉDAC décidait d'entreprendre un recours judiciaire contre ces dernières.

La juge Pierrette Rayle obligeait alors ces dernières à inclure les propositions tout en étayant son jugement des réflexions suivantes : « L'expertise des premiers (les institutions financières) ne les autorise pas à ignorer l'opinion des seconds (les actionnaires). L'actionnaire qui se manifeste, ne doit pas être perçu ni traité comme un adversaire ou un intrus. [...] non seulement les propositions sont-elles pertinentes, mais le tribunal croit qu'une décision sereine civilisée sur les questions qu'elles soulèvent, servira l'intérêt prochain et lointain des actionnaires, et celui des banques intimées »; On a bien cité l'affaire Wilson c. Woolatt 13 dans laquelle la Cour d'appel d'Ontario décidait que la rémunération du président d'une société n'était pas du ressort des actionnaires. C'était une décision de 1928. Les mœurs ont évolué depuis. Si techniquement cela demeure exact, l'article 143 permet que les actionnaires soient les décideurs ultimes, même de cette question, si la proposition est votée par l'assemblée.

*On invite le lecteur à consulter le site du MÉDAC et plus particulièrement avec la référence suivante :*  
[http://medac.qc.ca/documentspdf/documentation/etudesrapports/2010-01-15\\_memoire.pdf](http://medac.qc.ca/documentspdf/documentation/etudesrapports/2010-01-15_memoire.pdf)

**Louise CHAMPOUX-PAILLÉ**

[lchampouxpaille@vdn.ca](mailto:lchampouxpaille@vdn.ca)

Les éditions du MEDAC. janvier 2010. Montréal

[www.medac.qc.ca](http://www.medac.qc.ca)

## POINT DE VUE ENTREPRISE

### 6<sup>ème</sup> BAROMÈTRE ANNUEL CAPITALCOM 2011 SUR LA MIXITÉ : UNE CUVÉE 2010 AU MILIEU DU GUÉ ?

A l'occasion de la Journée Internationale de la Femme, Capitalcom publie les résultats de son 6ème baromètre annuel sur la Mixité hommes/femmes au sein des entreprises du CAC 40.

Alors que le projet de loi déposé par Jean-François Copé et Marie-Jo Zimmermann a définitivement été voté en janvier dernier et que la loi sur les retraites prévoit une sanction pour les entreprises qui ne respectent pas l'Égalité Salariale entre les hommes et les femmes, le bilan sur la Mixité au sein des entreprises du CAC 40 en 2010 est pourtant encore très contrasté. Certains constats sont très encourageants : l'évolution du taux de Mixité dans les Conseils d'Administration, la montée en puissance des initiatives dans le domaine de la Mixité, mais surtout la croissance du nombre d'objectifs chiffrés définis par les entreprises ; d'autres sont consternants : le taux de Mixité est en totale stagnation à tous les autres échelons de l'entreprise, voire en baisse pour les effectifs globaux.

Pour Caroline de La Marnière, Présidente de Capitalcom, « Il est urgent de réagir à la stagnation, voire à la baisse, du taux de Mixité à tous les échelons opérationnels de l'entreprise ! En l'espace de 5 ans, la part des femmes dans l'effectif global du CAC 40 est passée de 34,3% en 2006 à 31,8% en 2010 ; le taux de Mixité dans l'encadrement de 27,2% à 29,5% ; enfin, le nombre de femmes dans les Comités Exécutifs, de 5,9 à 7,5%. Les femmes représentent donc moins du tiers des effectifs, quels que soient les échelons...

Fort heureusement, près d'une moitié de nos grandes entreprises en ont pris conscience si l'on se réfère à leur très forte mobilisation sur les objectifs chiffrés, gage d'efficacité pour les années à venir... Serions-nous au milieu du gué ? ».

#### **6 tendances majeures se dégagent de notre baromètre 2011 :**

- 1- Près de la moitié des entreprises du CAC 40 s'engagent !
- 2- Les prémices d'une prise de position en faveur de la Performance ?
- 3- Une volonté qui prend de l'essor : contribuer à la valorisation de la Marque Employeur
- 4- Les initiatives se multiplient...
- 5- Mais stagnation, voire baisse, de la Mixité à tous les échelons opérationnels de l'entreprise !
- 6- Stagnation également du côté de l'égalité salariale...

**- Les 2 Outsiders du CAC 40 : Les plus fortes remontées depuis 2009 : GDF SUEZ, AXA**

**- Top 3 des groupes du CAC 40 : Orange, PSA Peugeot Citroën, BNP Paribas**

**Contact :** Laure COHENDET, 01 45 4965 54

[www.capitalcom.fr](http://www.capitalcom.fr)

[infos@capitalcom.fr](mailto:infos@capitalcom.fr)

## POUR VOTRE INFORMATION

Nous vous recommandons la lecture des études, des discours et des livres récents :

- « Master Banque de Détail » par Michel ROUX, Edition ESKA, janvier 2011 ; l'ouvrage s'efforce de concilier une approche théorique et pratique de l'activité de banque de détail.
- « Droit Bancaire », par MM.G.Decocq, Y.Gérard, Mme J. Morel-Maroger, Revue Banque Edition janv.2011.....
- « Normes IFRS et Gouvernance des Entreprises » par Benoît PIGET et Xavier PAPER ....
- « Les Engagements Hors Bilan : L'AMF complète les normes IFRS », La Lettre de Xavier PAPER, mars-avril 2011.
- Investir-Le Journal des Finances a publié « Les dossiers chauds de la Bourse », début avril, dans lequel il passe en revue, analyse et décrypte tous les dossiers chauds du moment en Bourse et délivre des conseils ; il donne le calendrier complet des assemblées générales des sociétés du CAC40 et du SRD. Contact : Bruno SEGRE ; Directeur de la rédaction.
- « Des Conseils d'administration sous surveillance », dossier GPGE de l'Agefi Hebdo 23-29 septembre 2010 (pp.28-36).
- « L'opacité (des AG) dans la ligne de mire », dossier Assemblées Générales de l'Agefi 24-30 mars 2011 (pp.28-31).

## **POINT DE VUE INVESTISSEUR**

### **ETHOS REFUSE LE RAPPORT ANNUEL DE BP**

**Lors de l'assemblée générale de BP, qui a eu lieu le 14 avril 2011, une année après le désastre écologique et humain dans le golfe du Mexique, les actionnaires ont exprimé leur mécontentement d'une manière claire : 43% des votants n'ont pas approuvé la réélection du président du comité de Sécurité, Ethique et Environnement, 15% n'ont pas approuvé le rapport annuel, 25% ont fait pareil pour le rapport de rémunération et 15% n'ont pas réélu le président du conseil.**

Ethos fait partie de la coalition internationale d'investisseurs socialement responsables qui avaient déclaré avant l'assemblée générale leur refus d'approuver le rapport annuel 2010 de BP. Ce groupe d'actionnaires s'est également opposé à la réélection de certains membres du comité « Sécurité, Ethique et Environnement ». L'insuffisante réaction de la société au désastre humain et écologique survenu dans le Golfe du Mexique suite à l'explosion de la plateforme pétrolière « Deepwater Horizon » en avril 2010 justifie cette position. Le rapport annuel 2010 du géant pétrolier britannique BP identifie certes plusieurs risques et enjeux environnementaux, mais ne comprend pas suffisamment d'information pour permettre aux actionnaires d'évaluer dans quelle mesure la gestion des risques de la société a été renforcée suite à la catastrophe. Le rapport ne précise pas non plus comment les risques sont évalués, gérés et contrôlés par le conseil d'administration, ni comment les progrès en matière de gestion des risques seront identifiés et mesurés à l'avenir.

Par ailleurs, le passage à une économie faible en carbone est au centre de la stratégie à long terme affichée par la société pétrolière. Le rapport annuel de BP n'a cependant pas fourni des informations détaillées sur cette transition, ni expliqué les mesures qui seront adoptées afin de pouvoir atteindre ce but.

Pour envoyer un signal fort au conseil d'administration, Ethos ensemble avec une coalition internationale d'investisseurs ont décidé de ne pas approuver le rapport annuel de BP et se sont opposés à la réélection de certains administrateurs membres du comité « Sécurité, Ethique et Environnement ». Ces investisseurs tiennent la société pour responsable de ce désastre sans précédent et s'attendent à ce que BP publie des détails sur sa stratégie à court et long terme, ainsi que sur la manière dont elle entend lutter contre le changement climatique.

Finalement, un grand nombre d'actionnaires n'ont pas ménagé le conseil. 43% n'ont pas approuvé la réélection du président du comité de Sécurité, Ethique et Environnement 25% n'ont pas approuvé le rapport de rémunération et 15% n'ont pas réélu le président du conseil. Fait très exceptionnel pour le Royaume-Uni: 15% des votants n'ont pas approuvé le rapport annuel, jugé insuffisant en termes de transparence.

Pour plus d'information: [www.cbisonline.com](http://www.cbisonline.com)

*La Fondation Ethos regroupe plus de cent caisses de pension et de fondations d'utilité publique suisses. Elle a pour but de promouvoir l'investissement socialement responsable et un environnement socio-économique stable et prospère. La Fondation est propriétaire de la société Ethos Services qui assure des mandats de gestion et de conseil dans le domaine des investissements socialement responsables. Ethos Services propose notamment aux investisseurs institutionnels une analyse des assemblées générales d'actionnaires avec recommandations de vote, une assistance administrative à l'exercice des droits de vote, ainsi qu'un programme de dialogue avec les entreprises.*

[www.ethosfund.ch](http://www.ethosfund.ch) - [info@ethosfund.ch](mailto:info@ethosfund.ch)

## **POINT DE VUE INVESTISSEUR**

### **THE ROLE OF ASSET OWNERS IN MAKING STEWARDSHIP WORK**

If 2008 was the year of crisis and 2009 the year of survival and steadying the ship, 2010 was the year of longer-term policy response. If one word stands out more than any other from the policy debates of last year, it is "Stewardship".

The word has so many aspects to its meaning, making it at once a perfect and gloriously vague encapsulation of what is expected of investors as we seek to establish post-crisis stability. A cursory glance at a thesaurus brings out some pertinent characteristics: care; guardianship; vigilance; monitoring; protectorship; leadership; intendancy. They suggest the notion of being responsible for looking after something that is fragile yet important for somebody else.

Stewardship is an abstract word. It is not easily quantifiable, even though individually we can understand its meaning. It is not something that can be measured in the same way that you might measure return on investment or hours in the day. It may be accounted for; but it may not be 'counted'.

All investment professionals are affected by stewardship. We are always managing something for someone else, even if we don't own it ourselves. More often than not, that 'something' is just a small part of a wider 'whole' from which all who own a part benefit. We therefore all have a 'societal' responsibility towards it, in that we all have to do our bit.

In summary, we're all impacted by stewardship, we all bear a responsibility for it, we all have our own

understanding of it, yet it cannot be counted so it can't be regulated meaningfully. How, therefore, do we make it work?

The answer is, we have to look out for it ourselves, at an individual level. Both individually and as a global society, we cannot afford not to. Nor can (or should) we rely on government regulation to do it for us. Assuming someone else is 'looking after it' is the quick way to ensure no-one is doing so (see our blog piece from May 2009 – "Who's taking responsibility for corporate governance?

at <http://blog.manifest.co.uk/2009/05/591.html>), quite apart from the fact that it is also an abrogation of fiduciary responsibility. That is likely to be the main lesson history ascribes to the recent financial crisis.

The problem is many institutional asset owners don't have the resources to make their own investment decisions. But that doesn't mean asset owners don't have a responsibility to understand them. In fact, understanding them is all the more important if we've entrusted someone else to take those decisions for us. This applies not just to voting, but is also highly relevant with trading, for example – to what extent

might high turnover in your portfolio undermine the value of long-term positions and returns with trading fees?

That's why, when it comes to voting, it's important to know not just how your fund managers have voted, but why they cast your votes the way they did. Only then can you understand how your voting assets are being used to add value. What's more, you don't get if you don't ask. But how would you know what to ask about? You'd need someone who knew what your views are, and who understood the issues thoroughly and impartially.

Manifest is an independent, expert governance research and proxy advisory agency that specialises in putting individual client policy first. With our Governance Watch service, asset owners can be sure to get valuable analysis of their fund manager's voting in the context of their own views on real issues, rather than just dry statistics about how many times management have been opposed. It's about meeting the fiduciary responsibility of understanding the values of the decisions your fund managers have made. This is the cutting edge of making Stewardship Work – can you afford not to?

**Paul HEWITT**

**Business Development Manager, Europe**

[Paul.Hewitt@manifest.co.uk](mailto:Paul.Hewitt@manifest.co.uk)

In response to the publication of the recent AMF Regulation on the role of Proxy Advisors, Sarah Wilson CEO Manifest, wrote to the Secretary General of the AMF, in connection with the AMF Draft Regulation n° 2011-06 of the 18<sup>th</sup> march 2011. This letter is available on the website [www.manifest.co.uk](http://www.manifest.co.uk)

### AVIS D'EXPERT

#### LES TROIS NOUVEAUX DEFIS DE LA REFORME FINANCIERE MONDIALE

La faillite de Lehman Brothers a brièvement propulsé la régulation financière au tout premier plan de l'agenda mondial, mais le souffle est largement retombé depuis. La présidence française du G20 cette année place d'ailleurs le sujet loin derrière les questions macroéconomiques internationales. Le secteur financier donne l'impression d'être revenu à ses habitudes d'avant la crise, bonus inclus. Les débats restent isolés du grand public par d'épaisses barrières de jargon et des écrans de fumée divers dont s'accommodent à la fois des dirigeants financiers peu avides de transparence et des autorités publiques soucieuses de faire oublier leurs errements passés.

Avec le recul, toutefois, les deux dernières années n'ont pas été inutiles. Aux États-Unis, la loi Dodd-Frank, dont les règlements d'application sont en voie de finalisation, a modifié de nombreux paramètres dont certains sont loin d'être négligeables. Dans l'Union européenne, la crise bancaire se prolonge et le processus législatif est dans l'ensemble très lent, mais un pas majeur a été franchi avec la création des trois autorités supranationales de surveillance à la suite du rapport de Larosière. Les exigences de capital ont également été renforcées.

Pour autant, les mesures adoptées jusqu'ici ne constituent pas encore une réponse adéquate au choc sans précédent de la crise. Trois défis majeurs vont probablement dominer les prochaines étapes.

Le premier défi est constitué par les institutions financières dont la faillite serait tellement dangereuse que les

gouvernements préfèrent les renflouer en cas de crise (« too big to fail »). Ce problème fait l'objet de discussions passionnées aux États-Unis mais il est encore plus aigu dans l'UE, en raison notamment de l'extrême concentration des systèmes bancaires nationaux. En Europe, seul le Royaume-Uni a pour l'instant engagé un véritable débat public sur ce sujet.

Le deuxième défi consiste à éviter que la rérégulation en cours ait pour conséquence involontaire de fragmenter l'espace financier international, ce qui serait sans doute négatif pour l'intégration économique et la croissance mondiales. Ceci exigerait une cohérence accrue dans la régulation et la supervision des infrastructures clés, matérielles et immatérielles, des marchés de capitaux mondiaux. La saga inachevée de l'harmonisation comptable internationale illustre la difficulté d'un tel effort.

## Association Française de Gouvernement d'Entreprise

Le troisième défi est de s'assurer que la capacité des systèmes financiers à favoriser la croissance économique ne diminue pas, et soit même améliorée par les réformes en cours. Au-delà des débats sur les exigences de fonds propres, l'enjeu essentiel est la concurrence et l'innovation pour offrir des services financiers meilleurs et économiquement plus productifs. Le crédit est généralement insuffisant dans les pays émergents, et dans les économies plus avancées, il n'est pas toujours alloué aux emprunteurs qui en feraient le meilleur usage, en particulier les sociétés à forte croissance.

La réponse à ces trois défis est rendue plus ardue par une remarquable carence de données statistiques et de travaux de recherche pertinents à leur sujet. En outre, les réformes financières sont de plus en plus contraintes par les évolutions politiques, avec une forte attente de l'opinion publique dans beaucoup de pays que le secteur financier

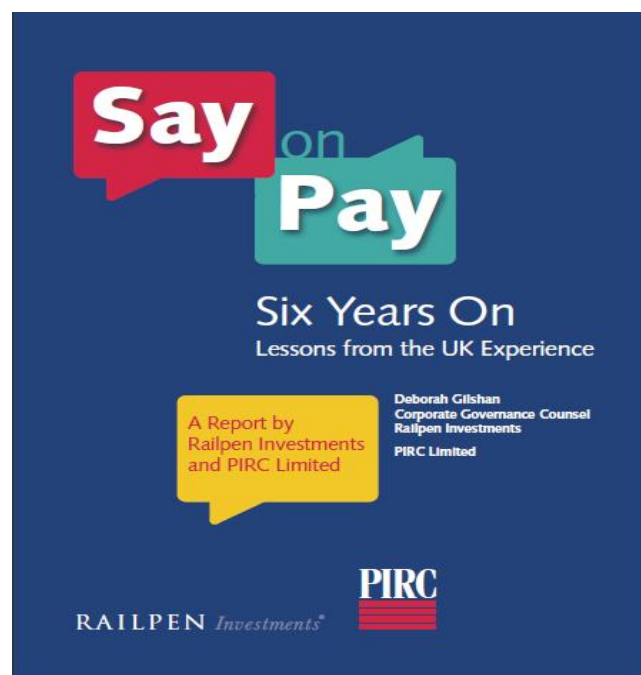
paye un prix pour avoir été à l'origine de la crise. L'interaction entre les différents niveaux géographiques de réforme ajoute un degré supplémentaire de complexité : le premier des trois défis implique un mélange de réponses locales et globales, le deuxième relève surtout du niveau mondial, et le troisième du niveau local (national ou européen). Ceci crée de multiples incitations, à la fois pour les autorités publiques et les acteurs financiers privés, à esquiver leur responsabilité et à arbitrer entre les différents niveaux.

Le cycle de réforme financière qui a commencé avec la crise est loin d'être achevé. Pour que sa poursuite augmente les chances d'aboutir à un système financier qui combine les attributs souhaités de stabilité, de transparence, d'efficacité et d'équité, les décideurs publics à tous les niveaux devront faire preuve d'encore plus de vision et de créativité que cela n'a été le cas jusqu'à présent.

Nicolas VERON  
[n.veron@bruegel.org](mailto:n.veron@bruegel.org)

Economiste au sein du « Think Tank » Bruegel (Bruxelles), chercheur invité au Peterson Institute for International Economics  
*Nous reprenons cet article, publié par la Tribune le 08 avril 2011 avec l'aimable autorisation de l'auteur.*

### POINT DE VUE INVESTISSEUR



### Contents

Page	
3	Executive summary
4	Introduction
7	The UK Say on Pay experience: the context and trends prior to the vote
12	What did the UK Say on Pay vote seek to achieve?
13	The UK Say on Pay vote in practice
16	What has been the impact on executive pay?
23	Results
25	Conclusions
27	A question for the UK: where do we go from here?
	Appendix A: Top UK remuneration related oppose votes: 2002-2008
	Appendix B: Reasons for opposing, abstaining, or voting for a remuneration report vote

#### Say on Pay works – when investors use their rights

The US should introduce a shareholder advisory vote on executive compensation, as experience in the UK has demonstrated that it has been an effective tool for investor engagement, according to a new study published by PIRC and Railpen.

The report, *Say on Pay: Six Years On*, reviews the UK's experience of shareholders having an advisory vote on remuneration since its introduction in 2003. It is intended to inform the debate in the US over the introduction of a similar advisory vote.

The study argues that this extension of shareholder rights in the UK has encouraged greater investor engagement over pay, and has led to increased, and better quality, dialogue with companies over remuneration policy. It has also resulted in the performance-related elements of remuneration forming a much larger part of the total, as shareholders have sought to use pay policy to align directors' interests with their own. But the report also highlights the need for investors to use the new right effectively once it has been granted.

Deborah Gilshan, Corporate Governance Counsel at Railpen Investments and co-author of the report. [Deborah.Gilshan@rpm.co.uk](mailto:Deborah.Gilshan@rpm.co.uk)  
Alan MacDougall, Managing Director at PIRC and co-author

## AVIS D'EXPERT

### INDEPENDANCE ET DUALITE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION : IMPACT SUR LA PERFORMANCE DES ENTREPRISES

Les problèmes de la séparation entre la propriété et le pouvoir décisionnel allaient resurgir avec la publication du célèbre ouvrage de Berle et Means (1932), « The modern corporation and private property », dans lequel ils affirment que les dirigeants poursuivent des objectifs qui peuvent différer notablement de ceux poursuivis par les actionnaires. La conséquence attendue de cette divergence est une moindre performance pour les entreprises de type managérial par rapport aux entreprises dont le capital est concentré dans les mains d'un propriétaire unique. Devant ce constat, les actionnaires potentiellement lésés vont trouver dans les développements de la théorie d'agence un ensemble de mécanismes de contrôle permettant d'une part de discipliner les dirigeants et d'autre part de limiter l'étendue de leur pouvoir de façon à ce qu'ils gèrent la firme conformément à leurs objectifs. Cet ensemble de mécanismes est repris sous le terme de la théorie du gouvernement des entreprises et qui connaît depuis les années 90 un développement continu. La théorie du gouvernement d'entreprise traite l'ensemble des mécanismes internes et externes à l'entreprise servant à résoudre les conflits d'agence et diminuer les coûts qui en résultent. Parmi les mécanismes internes on trouve le conseil d'administration. De nombreuses théories de la gouvernance d'entreprise (théorie d'agence, théorie de stewardship...) ont pour objectif d'étudier la relation entre les caractéristiques du conseil d'administration et la performance de l'entreprise. Selon la théorie d'agence, le conseil d'administration constitue le principal mécanisme interne de contrôle des dirigeants.

Il est largement reconnu dans la littérature que les principaux mécanismes internes de la gouvernance des entreprises sont le conseil d'administration et la structure de propriété. Nous allons privilégier l'étude du conseil d'administration en se basant sur les propos de Lefort & Urzúa (2008), qui confirment le fait que ce mécanisme est le plus important car il réduit les coûts verticaux d'agence entre les actionnaires et les hauts managers. Initié par Smith (1776) qualifié d'apex body dans les organisations internes du système de gouvernement des entreprises par Fama & Jensen (1983) et fortement débattu par d'autres, le conseil d'administration est la première ligne de défense et la solution la plus efficace pour la protection des actionnaires. Théoriquement, Hermalin & Weisbach (2003) signalent que le CA est une institution économique, admettant comme mission de réduire les problèmes d'agence entre les

actionnaires et les dirigeants. Dans cet ordre d'idées, Crespí & al. (2004) ont souligné que le bon fonctionnement des mécanismes internes, en l'occurrence le CA, conduit à la bonne gouvernance de l'entreprise puisque le CA supervise toutes les politiques des dirigeants et assure l'application de toutes les règles de supervision. Le CA retrouve ses racines dans la théorie des coûts de transaction (Williamson 1985). Il a pour mission d'exercer un contrôle approfondi et de garantir la sécurité de toutes les transactions entreprises par les firmes. Pour cerner l'interaction entre les caractéristiques du conseil d'administration et la performance des entreprises. Nous nous allons nous pencher, en particulier, sur l'indépendance du conseil d'administration et sa structure. Avant de s'embarquer dans l'exploration de cette interaction, il est utile de souligner que les résultats de cette relation sont, le plus souvent, contingents voire partiels.

#### Indépendance du CA

Conformément aux enseignements de la théorie d'agence, la présence des administrateurs indépendants dans la composition du CA cherche à aligner les décisions managériales à la création de la valeur actionnariale. Cette théorie ajoute que les administrateurs externes sont plus performants que ceux internes en matière de résolution des conflits et d'atténuation des coûts d'agence et les problèmes d'aléa moral. Un balayage de la littérature économique et financière nous a permis de conclure que le lien entre l'indépendance du CA et la performance débouche sur des conclusions contradictoires. Par conséquent, l'unanimité n'est pas prouvée à propos de cette relation.

La première vague des recherches soutient que l'indépendance du CA est redevable d'une performance élevée pour l'entreprise. En effet, en examinant en profondeur les travaux de Fama (1980) et de Fama & Jensen (1983), nous dégageons que les administrateurs externes, de nature indépendants, contribuent favorablement à un contrôle efficace des dirigeants et ceci, provient de leur incitation à exercer ce contrôle. Cette incitation à agir dans l'intérêt de l'entreprise découle en général de la réputation de ses administrateurs sur le marché de travail des hauts managers. Ces auteurs arrivent à conclure que l'indépendance engendre un accroissement de la performance de l'entreprise. Dans cet ordre d'idées, Fama (1980) avance que les administrateurs externes agissent dans l'intérêt de l'entreprise pour avoir de nouveaux mandats. Liang & Li (1999) partagent

favorablement cette jonction et approuvent sur un panel de 228 entreprises chinoises que cette présence favorise la réduction des coûts d'agence par le biais d'une harmonisation des intérêts entre les actionnaires et les dirigeants et par conséquent elle contribue à l'éclosion de la performance mesurée par le Q de Tobin et par des mesures comptables. Ces auteurs concluent en outre, que la présence des outsiders génère une hausse des rendements des investissements entrepris par la firme. Cotter & al. (1997) rejoignent ces propos et concluent que l'augmentation des dividendes des actionnaires est conditionnée par la forte présence des administrateurs indépendants. Black & al. (2006) arrivent à une conclusion similaire dans la Corée. Toujours dans ce cadre, Lefort & Urzúa (2008), en conduisant une application sur 160 entreprises chiliennes, corroborent encore cette idée et postulent que l'accroissement du nombre des administrateurs indépendants au sein du conseil favorise positivement la performance de la firme. Dahya & al. (2008) adhèrent à cette thèse et approuvent, en réalisant une étude sur un panel de 799 entreprises dans 22 pays, qu'un conseil très indépendant vis-à-vis des managers accroît la valeur de l'entreprise et assure un contrôle efficace de la firme. Kor & Misangyi (2008), en menant une application sur un échantillon de 78 firmes sur la période 1990-1995, approuvent que les outsiders disposent de bonnes compétences et celles-ci peut agir favorablement sur la performance de l'entreprise. Lunck & al. (2008) confirment que les outsiders sont moins informés que les insiders mais ils exercent un contrôle efficace et performant sur le CA. Ils ajoutent que les outsiders sont les mieux placés pour contrôler le CA. En application leur logique sur 461 entreprises chinoises sur la période allant de 1999 à 2002, Lin & al. (2009) concluent que l'indépendance du CA est intimement liée une augmentation de l'ordre de 10% de l'efficacité des firmes puisqu'elle conduit assurément à une bonne pratique de la gouvernance d'entreprise. Récemment encore, Chen & al. (2009) confirment toutes ces conclusions en réalisant une étude sur 101 firmes australiennes. Un CA indépendant pourra exercer un contrôle efficace sur les dirigeants. Sarkar & Sarkar (2009), en menant une étude sur 500 entreprises cotées sur Bombay Stock Exchange en Inde, arrivent à conclure qu'un CA à membres indépendants favorise mieux la création de valeur puisque les managers indépendants assurent une bonne gouvernance par rapport à ceux internes. Contrairement aux suggestions de la théorie d'agence, d'autres recherches, plus nombreuses, tentent de nuancer l'effet positif de l'indépendance du CA sur la performance. En effet, une seconde vague des recherches académiques abordant cette

relation débouche sur le fait que l'indépendance du CA affecte négativement la performance des entreprises. La théorie de *stewardship* remet en cause l'indépendance du CA et postule que les dirigeants sont dignes de confiance et peuvent agir dans l'intérêt de la firme. D'autres travaux à l'instar de Fosberg (1989) font ressortir que les entreprises dont les sièges du CA sont occupés par une proportion des administrateurs externes et indépendants débouchent sur des mauvais résultats. Ils ajoutent que le rendement des fonds propres et les encaissements provenant des ventes subissent des baisses considérables. Yermack (1996) et Adams & Mehran (2003) parviennent à la même conclusion. La proportion des administrateurs externes et indépendants n'améliore pas la performance de l'entreprise. Par conséquent, les firmes qui détiennent un nombre réduit des administrateurs indépendants dans leurs conseils réaliseront assurément des performances meilleures. Dans le même sillage, Bhagat & Bolton (2008) rejoignent cette idée et argumentent que l'indépendance du conseil est intervenue pour améliorer le management de l'entreprise mais de telles stratégies pourraient être mal orientées et ne favorisent pas la performance. Sarkar & Sarkar (2009) confirment cette conclusion dans le contexte indien sur des entreprises qui font appel public à l'épargne. Kaymak & Bektas (2008) sur la base d'une étude réalisée sur 27 banques en Turquie sur la période 2001-2004, concluent que se sont les insiders qui conduisent à la hausse des rendements des actifs (ROA) et non les outsiders.

### Séparabilité versus cumul de fonctions

Selon Kaymak & Bektas (2008), l'indépendance du conseil d'administration ne constitue pas l'unique catalyseur pour favoriser l'augmentation de la performance pour l'entreprise. Une vue d'ensemble de la littérature met en perspective que la structure monale ou duale du CA pourra être considérée comme étant une source primordiale pour atteindre cet objectif. Néanmoins, les résultats produits sont, le plus souvent contradictoires. L'étude de la relation entre la dualité et la performance a produit un clivage entre les théories d'agence et de *stewardship*. La première défend l'idée qui plaide en faveur la séparation des fonctions alors que la deuxième privilégie la supériorité de la dualité de fonctions de décision et de contrôle pour exacerber les performances des entreprises.

L'examen des travaux de référence de Fama & Jensen (1980) et de Jensen (1993) nous fait ressortir que ces derniers reprochent fortement la dualité du CA. Ils avancent que le CA est inefficace dans sa mission de contrôle et de conseil. Ils ajoutent que ce CA est mis en évidence pour faire plaisir aux choix du CEO. Dans ce sillage, les défenseurs de la théorie

d'agence avancent que le cumul des fonctions engendre une divergence entre ces intérêts personnels et les intérêts des actionnaires de l'entreprise qui se manifeste par une accentuation des coûts d'agence et un abus de pouvoir. Pi & Timme (1993) en investiguant le secteur bancaire américain, approuvent que la rentabilité des actifs (ROA) est, de nature très faible dans les banques gouvernées par un CEO qui est lui-même le président du CA. Brickley & al. (1997) soutiennent l'idée que la dualité de fonctions conduit à la survenance de deux catégories de coûts d'agence, à savoir des coûts de contrôle du leadership et des coûts relatifs à la transmission des informations entre les dirigeants et le chairman du CA. En menant une étude sur 92 firmes égyptiennes sur la période 2000-2004, Elsayed (2007) conclut que la dualité des fonctions de contrôle et de gestion n'exerce pas un effet sur la performance de la firme. À ce niveau se pose la question : qui contrôle le CEO ? La dualité réduit le rôle du CA en matière de contrôle. Sur cette question, Bhagat & Bolton (2008) plaident pour la thèse de séparabilité des fonctions et concluent qu'il existe une relation positive et statistiquement significative entre le non cumul et la performance. Kaymak & Bektas (2008) sur la base d'une étude sur le système bancaire en Turquie sur la période 2001-2004, concluent que la dualité est associée négativement avec la performance de la banque. Lin & al. (2009), sur un panel de 461 entreprises chinoises sur la période allant de 1999 à

2002, concluent que la dualité n'exerce aucun effet sur l'efficacité et par conséquent sur la performance de l'entreprise. En cas de dualité, le CA se trouve incapable de licencier un CEO qui n'est pas performant. Dans cette perspective, Lau & al. (2009) stipulent que le CA devrait être fortement indépendant pour procéder à une telle décision.

Contrairement à la théorie d'agence qui avance que la dualité affaiblit l'indépendance du CA, il est possible de se rattacher aux travaux des tenants de la théorie de *stewardship* à l'instar de ceux de Cannella & Lubtakin (1993) et de Sridharan & Marsinko (1997), pour conclure que le cumul de fonctions accroît assurément la performance de la firme car le CEO dispose de toute l'information pour la divulguer par la suite aux membres du CA. Par conséquent, cette dualité privilégie la position du CEO dans le conseil. Les partisans de la dualité argumentent que cette optique de direction met en avant un seul leadership qui a pour mission de tracer les stratégies et les politiques de l'entreprise car la séparation de fonctions crée un cadre de divergence entre le directoire et le conseil de surveillance. Dans cet ordre d'idées, Tuggle & al. (2008) rejoignent cette conclusion et avancent que le partage du pouvoir entre le CEO et le conseil représente un facteur qui peut déterminer la capacité du CEO dans l'exercice de ses fonctions. Somme toute, les risques de la dualité contrebalancent ses avantages attendus en matière de réalisation de la performance.

**Dr. Houssein RACHDI**

**Ph.D in Financial and Banking Economics**

[rachdi@uvic.ca](mailto:rachdi@uvic.ca)

*Cette étude est extraite du papier de recherche : L'Impact de l'Indépendance et de la dualité du Conseil d'Administration sur la Performance des Entreprises : Application au Contexte Américain, publié dans la Revue Libanaise de Gestion et d'Economie, décembre 2009.*

## **POINT DE VUE ENTREPRISE**

### **THE NEW ARCHITECTURE OF FINANCIAL REGULATION:**

#### **Will it prevent another crisis?**

##### **1) Banks' own efforts**

After this brief digression into the field of geopolitics, I would like to comment briefly on the reforms that banks themselves have pursued before I delve into a discussion of the changes in the regulatory architecture. Like many others in the financial industry repeatedly stated in the wake of the crisis, I am also convinced that the first and most important line of defence for the financial system is the resilience of individual market participants. Based on this conviction, banks undertook massive efforts to rectify the deficiencies in their systems and risk

management that were revealed by and during the crisis. While many of these changes took place outside the view of public scrutiny and therefore are easily overlooked, one also has to admit that these efforts have not yet been fully completed. Yet neither of these observations makes such efforts any less important, for example, when it comes to bolstering the status of risk management and risk managers within banks. This also applies to changes made to risk models aimed at better capturing extreme events, different scenarios and correlations between the different risks in a diversified portfolio. In this



context one could, indeed one must also mention the changes made to remuneration schemes, which have been adjusted to better align remuneration with sustainable profitability. Last, but not least, I would like to draw your attention to the banks' efforts to boost their capital base - quite independently from and well in advance of changes to the official capital requirements regime. Since the end of 2008, the top-20 banks in Europe alone have increased their capital base by 320 billion euros. For these banks as a group, the Tier-1 ratio increased by 210 basis points to 11%. These actions show that banks are drawing the right lessons from the crisis. At the same time, it is clear that banks can only achieve so much. Regulatory change will need to complement their efforts.

## **2) Progress in and key principles for reforming regulation**

After two years of discussion the new regulatory framework is now taking shape. Despite a widespread feeling that little has happened, the past thirty months or so have been used productively. Let me elaborate:

- In less than two years, members of the Basel Committee have agreed on a fundamental reshaping of the capital requirements regime. Let us not forget that it took no less than five years from 1999 to 2004 - to negotiate the Basel II accord, which is similar to Basel III in terms of complexity and comprehensiveness.

- In the two largest financial markets of the world - the U.S. and the EU - legislation on the key reform elements has either been presented or already passed. Although many of the implementation rules will still have to be set out in detail, the encompassing nature of legislation such as the Dodd-Frank Act leaves no doubt that financial markets will be fundamentally reshaped.

- The Basel Committee and the Financial Stability Board have expanded to include all G20 members. This is enhancing the legitimacy of the measures taken by these regulatory bodies and also making it more likely - at least in principle - that the new rules will be adhered to all around the world. In light of the increasing role of emerging market economies in the global financial system this is very important for securing a level playing field.

## **3) Capital and liquidity requirements**

Without a doubt, the revised capital and liquidity requirements are by far the most important building block for a more stable financial system. A lack of high quality capital in the financial system has rightly been identified as one of the causes for and a catalyst of the financial crisis. Therefore, to raise the quality and quantity of capital in the system is the right objective. Similarly, the crisis has highlighted the

crucial importance of liquidity, which was neglected by both supervisors and banks in the long era of abundant liquidity prior to the crisis. Basel III will for the first time establish liquidity standards at the global level.

More contentious is the inclusion of a leverage ratio in the new capital regime. Of course, it is true that the leverage ratio does not fit in well with the risk-based capital regime established by Basel II. It is also true that it will be difficult to establish a leverage ratio that does not gravely distort competition as long as accounting regimes vary so fundamentally, especially with regard to the accounting rules for derivatives. Nonetheless, I can understand the rationale behind wanting to control the leverage of financial institutions to a greater extent than in the past.

While I continue to be sceptical about the usefulness of the leverage ratio as a Pillar 1 instrument, I can see merit in monitoring leverage in the context of Pillar 2. In such case, a leverage ratio can be a practical tool that can help both management and supervisors pay due attention to the development of business volumes and risk. Many of the past developments that - with the benefit of hindsight - should have been avoided, like the enormous expansion of trading books, may not have occurred if leverage had been of more concern to management and supervisors.

Overall, it seems to me that the Basel III proposals presented on September 12<sup>th</sup>, strike the right balance between establishing greater stability through tougher rules and at the same time limiting negative repercussions on the financial system's capacity to fund innovation and growth. Extended implementation periods and a phasing-in of the new rules will greatly help to contain the macroeconomic impact of the new rules.

## **4) Other necessary regulatory elements**

Capital and liquidity requirements are rightly seen as the cornerstone of the new regulatory framework. They are indeed necessary elements for greater financial stability, but they are not sufficient. We would be ill-advised to assume that higher capital ratios are a panacea to all weaknesses of the financial system. Additional measures are needed to effectively address the deficiencies of the system.

### **a) Effective supervision**

The first among these is to make supervision more effective. Designing new rules is one thing - but even the best rules are useless if adherence to them is not properly and effectively supervised and enforced. Against this background it is difficult to overstate the importance of robust and efficient supervision. The supervision of complex firms needs to be more in-depth than in the past and better attuned to their risk profiles and business models. Supervisors in many

countries need more resources, better training and the wherewithal to be truly effective interlocutors of banks. They should be in a position to challenge banks' management on the basis of sophisticated risk and market understanding. Banking supervision of cross border institutions needs to be internationally consistent and coordinated through well functioning "Supervisory Colleges".

### ***b) Transparency***

Another important measure of the new regulatory regime will be to enhance transparency. This was high on people's minds - and rightly so - in the immediate aftermath of the crisis, as a lack of transparency was widely identified both as a cause of and a catalyst during the crisis. Of course, progress has been made in addressing this deficiency. Let me cite just three initiatives to illustrate this progress.

- First, in securitization markets, efforts are underway to give investors better disclosure on the underlyings so that they can perform their own due diligence rather than simply rely on the judgement of rating agencies. Moreover, in Germany, a premium segment has been established under the aegis of the True Sale International initiative, which has been very successful in restoring investor confidence. A comparable initiative - the Prime Collateralised Securities, or PCS, initiative - is being pursued at the European level, not least with the support of the European Financial Services Round Table.

- Second, a key element of regulatory reforms for the derivatives markets is the establishment of trade repositories. These will significantly enhance supervisors' knowledge about exposures in these markets and about the distribution of risks in the financial system.

- Third, the successful stress tests conducted on a pan-European basis in July constitute a milestone in the quest for greater transparency. One can, of course, argue about the appropriateness of the scenarios simulated in the stress tests. There is no denying, however, that the stress tests have given investors and counterparties an unprecedented level of detail on banks' sovereign exposures, which in turn has certainly contributed to a normalization of the financing situation of European banks.

### ***c) Macro-prudential supervision***

A third element in the new regulatory regime is macroprudential supervision. This fills an important gap in the supervisory architecture. A regular analysis of the resilience of the financial system as a whole, of interconnectedness and issues of procyclicality is a longoverdue and valuable component of financial supervision. While the institutional framework for the new systemic risk supervisors is now in place, the operational framework is not. The new bodies will

quickly need to achieve credibility in the markets by virtue of the quality of their analyses and recommendations. Here, it will be important not to shy away from politically sensitive issues. It will also be indispensable for the work of the various macro-prudential supervisors to be coordinated internationally, to prevent differences in their statements from creating confusion in markets.

### ***d) Extend oversight to the shadow banking system***

Fourthly, one of the important tasks of the new systemic risk supervisors will be to closely watch the shadow banking system. Indeed, in the U.S., the Financial Stability Oversight Council (FSOC) has been tasked with identifying all financial companies that are relevant for financial stability, whether regulated or not, and will have powers to impose obligations on them.

The European Systemic Risk Board (ESRB) unfortunately has no such powers.

It has been widely documented that the rapid expansion of the shadow banking system was the underlying cause for the huge increase in the financial system's leverage before the outbreak of the crisis. The task of monitoring and, if need be, addressing similar developments in the future has not become any less important. In fact the shadow banking system may very well become attractive again, as the regulated part of the financial system is subject to ever stricter requirements.

These four measures are primarily aimed at crisis prevention; I would now like to move on to discuss two further elements of the new regulatory architecture that are principally designed to reduce potential spillovers from a failed institution.

### ***e) Financial market infrastructure***

The first element here will be to strengthen the financial market infrastructure. Amid all the fanfare on the details of derivatives market regulation, there is a risk that the principal objective of strengthening the market infrastructure may become lost. And this objective is to enable the financial system to better withstand the failure of a market participant by replacing a web of bilateral relationships with central counterparties and by requiring adequate collateral for each contract. This is not to suggest that the various issues currently under debate in the context of designing rules, for instance, the forthcoming Market Infrastructure Regulation here in Europe, are not important.

On the contrary: Specifying which trades and market participants will be exempted is clearly very important; determining the requirements CCPs will need to meet for authorization is very important; and who and what criteria will determine eligibility for CCP clearing are very important issues as well.

The key point here, however, is that these and other relevant questions must be viewed and answered through the lens of the fundamental objective. In other words: Do the envisaged solutions help to markedly increase the resilience of the financial system?

## *f) Effective structures for an orderly winding down*

And this brings me to the final element that I want to discuss today: restructuring and resolution regimes. The work here is arguably the last major building site for the new financial architecture. Admittedly, some progress has been made in this area: The Dodd-Frank Act awards broader resolution powers to the Federal Reserve and the Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), also to include non-bank financial firms. Similarly, legislation has just been presented to the German parliament which would establish a special recovery and resolution regime for banks.

Here in the UK, the Special Resolution Regime already took effect in February 2009. And the Basel Committee's Crossborder Bank Resolution Group has issued a thoughtful report in March 2010, which discusses the full range of cross-border aspects of

resolution regimes. Again, let me remind you why work on restructuring and resolution regimes is so crucial: The answer of course is that resolution regimes are our best answer to the "too interconnected to fail" problem. In a market economy it must be possible for all firms to fail - irrespective of their size. This must also hold true for financial institutions, including banks. I fully share the objective voiced by many politicians and supervisors that we must do everything we can to ensure that there are alternatives to using taxpayers' money to deal with the failure of a large, interconnected financial institution. Recovery and resolution as well as insolvency regimes are the right solutions to achieve that objective. They target the problem at its root, i.e. how to organize an orderly process for the recovery and resolution of a financial institution whose failure would otherwise negatively affect other healthy parts of the financial system. By defining processes for dealing with the underlying problem, if it does arise, this approach has the least side-effects on the efficiency of financial markets in normal times and sets it apart from other proposals to deal with the "too interconnected to fail" problem, like cutting down the size of banks.

**Dr. Josef ACKERMANN**

FMG Deutsche Bank

LSE Conference, London, October 2010

## **POUR VOTRE INFORMATION**

Nous vous recommandons la lecture des études, des discours et des livres récents :

- Newsletter IFGE, les Cahiers pour la réforme, et les thèses soutenues à EM Lyon; publication du Rapport sur le « Code de gouvernance Middlednext » ; [contact@ifge-online.org](mailto:contact@ifge-online.org).
- La Lettre n°12 d'Avril 2011 de [PRES@JE.com](mailto:PRES@JE.com) (droit, économie, justice), rédaction : Jacques Barraux et Albert Merlin, dont les articles de Michel Rouger et Xavier Lagarde (que nous reprendrons prochainement) ; [contact@presaje.com](mailto:contact@presaje.com).
- L'allocution de J.P.JOUYET jeudi 30 septembre pour l'ouverture du séminaire AGEFI-AMF sur « la gouvernance des conseils d'Administration » ; il est intéressant de le relire en cette période de tenue des AG des sociétés du CAC40.
- Le Bulletin mensuel du Global Corporate Governance Forum traite régulièrement le sujet "Towards more effective Boards of Directors", "how can... improve the effectiveness of Corporate Governance?" [www.gcgf.org](http://www.gcgf.org) , [www.ifc.org](http://www.ifc.org).
- L'excellent Rapport de J.F.LEPETIT et Thierry DISSAUX sur "La prévention, le traitement et la résolution des crises bancaires" remis à Mme LAGARDE le 9 février 2011, disponible sur le site du Ministère.
- Le Panorama des pratiques de gouvernance des sociétés cotées françaises (Bigcaps et Midcaps) 8<sup>ème</sup> édition oct.2010, est présenté par Ernst&Young ; il présente une évaluation de la performance des CA et de ses comités. [www.ey.com](http://www.ey.com) .
- Le dernier bulletin de JONES DAY, Business Restructuring Review, de janvier février 2011, traite « The year in bankruptcy : 2010 », dont avions repris les analyses de l'année 2009 ; contact : [mgdouglas@jonesday.com](mailto:mgdouglas@jonesday.com) .
- Grant &Eisenhofer, Delaware law firm, Client flash "in Royal Bank of Scotland securities litigation"; [info@gelaw.com](mailto:info@gelaw.com).
- DFCG, le blog des professions financiers, article de J.L.PEYRET « Haro sur les actionnaires:est-ce bien justifié ? » du 20.01 ; [blog@dfcg.fr](mailto:blog@dfcg.fr) ; et [www.dfc.com/newsletter](http://www.dfc.com/newsletter).
- NOVETHIC lettre du 25.01, intéressante « note sur la volatilité des prix des matières premières » ; [www.novethic.fr](http://www.novethic.fr)

### LES TROIS LECTURES DE LA CRISE MONDIALE PAR LES ECONOMISTES

Une crise mondiale et trois façons de l'interpréter en 2010. La controverse des économistes ne s'est pas calmée depuis qu'au milieu de l'année 2007, l'affaire des « subprimes » a été le déclencheur de la crise financière - puis économique - dont nous vivons aujourd'hui encore les prolongements. Pour André BABEAU, les économistes se partagent entre trois écoles qui préconisent trois types de médecine : les libéraux, les « atterrés » et les hybrides.

On connaît la boutade de Winston Churchill, Chancelier de l'Echiquier, dans les années 1920 : « Quand je réunis cinq économistes, j'ai cinq opinions différentes, sauf si Keynes est l'un d'entre eux, auquel cas j'en ai six ! ». Les analyses de la crise de 2008 par les économistes au cours des trois dernières années n'infirmes pas totalement cette boutade. Un éventail d'explications largement ouvert a en effet été proposé par les économistes, qu'ils soient français ou étrangers, pour tenter de rendre compte des soubresauts que nous avons connus depuis l'été 2007. Cependant, au risque de simplifier, on peut opérer des regroupements. En s'en tenant aux causes génériques qui ont été évoquées et sans descendre dans le détail des causes particulières, les opinions différents déséquilibres se répartissent sur deux axes orthogonaux : dans un cas, on attribue une responsabilité plus ou moins grande aux pouvoirs publics, aux politiques suivies, aux décisions des banques centrales et aux organismes de régulation ; dans l'autre, cette responsabilité repose sur la faillite des marchés, de la dérégulation et, disons pour faire bref, du paradigme de la finance moderne qui s'était imposé au cours des deux dernières décennies du XXe siècle. Dans cet espace à deux dimensions, trois groupes principaux d'économistes se dégagent ; ce qui n'exclut évidemment pas les situations intermédiaires que nous négligerons. Nous ne mentionnerons d'ailleurs pas de noms, pour éviter non seulement les protestations des collègues qui se jugeraient affectés à mauvais escient à tel ou tel groupe, mais aussi, et peut-être surtout, celles des collègues qui s'estimeraient avoir été oubliés, alors qu'ils eussent, selon eux, dû être nommés. Naturellement, les initiés n'auront aucun mal à replacer dans ces groupes les principaux protagonistes intervenant dans ce domaine sur la scène nationale ou internationale.

Le premier groupe à décrire rassemble les économistes libéraux - certains disent même ultralibéraux, voire libertaires. Ces économistes se rattachent à l'école autrichienne et aux analyses menées par Friedrich von Hayek dans les années 1930. Pour eux, la responsabilité principale de la crise repose, non sur le fonctionnement des marchés, mais sur les interventions intempestives des pouvoirs publics et des banques centrales : en l'occurrence, le maintien de taux d'intérêt trop faibles par la Federal Reserve depuis la fin des années 1990. Ce maintien a contribué à la faiblesse du taux d'épargne des Américains et au développement très excessif du crédit aux Etats-Unis et dans plusieurs autres pays comme le Royaume-Uni, l'Irlande et l'Espagne ; développement qui est bien sûr à l'origine de la crise. Dans la sortie de crise, le

rôle de l'Etat, assureur en dernier ressort, doit donc être aussi temporaire que possible.

Le second groupe se situe, du point de vue de la responsabilité des marchés dans la crise, à l'opposé du précédent : les marchés financiers, selon lui, sont plus souvent auto-déséquilibrants qu'auto-équilibrants ; c'est la concurrence financière qui est à l'origine de cette instabilité ; la notion d'efficience des marchés relève du mythe. Mais les pouvoirs publics ne peuvent pas non plus être exonérés de toute responsabilité, car, comme l'a avoué Alan Greenspan lui-même, ils ont reconnu trop tard cette absence d'autorégulation des marchés et des institutions. Deux sous-catégories d'économistes peuvent ici être mentionnées. D'une part, les « régulationnistes » - école largement française apparue à la fin du siècle dernier - d'autre part les « radicaux » qui sont favorables à un changement de système - voire de société ! - dans lequel le rôle des pouvoirs publics, au moins dans le secteur financier, devrait être durablement accru. Les « économistes atterrés », qui ont beaucoup fait parler d'eux ces dernières semaines, se rattachent clairement à ce second groupe.

Enfin, le troisième groupe comprend un grand nombre d'économistes qui se situent autour de l'origine des deux axes orthogonaux mentionnés ci-dessus. Pour eux, les responsabilités sont partagées. Les marchés comportent certes d'importantes déficiences, mais les pouvoirs publics et les organismes de contrôle n'ont pas, non plus, été à la hauteur. Les missions des banques centrales doivent, en particulier, être redéfinies et il faudra bien en venir progressivement à une régulation de l'économie mondiale. Du point de vue des interventions des Etats, le problème n'est pas alors de savoir si elles doivent être plus ou moins importantes qu'avant la crise, mais plutôt de modifier leur nature, notamment afin que soit tenu compte de la dimension internationale des décisions à prendre. Le poids relatif de ces diverses interprétations dans le débat scientifique et politique des deux dernières années ne peut évidemment être estimé que de façon très approximative. Mais donner un poids d'un à chacun des deux premiers groupes mentionnés et de trois cinquièmes au dernier n'est sans doute pas déraisonnable. Et naturellement, on l'a dit, le clivage des diagnostics se retrouve dans les thérapies de sortie de crise, en particulier dans l'appréciation du rôle joué par les mesures dites « non conventionnelles » prises par les Banques centrales. Le risque, si, comme on peut le penser, la troisième interprétation l'emporte, est qu'à force d'hésitations, de nuances et de compromis on retombe rapidement dans un « business as usual » rapidement générateur de nouvelles crises. Comme cette voie médiane est éloignée de tout esprit de système, elle demande davantage de perspicacité que les deux autres. Et aussi sans doute davantage de temps pour que nous puissions juger des premiers résultats. Nous y sommes et on ne peut pas dire à ce jour, dans les pays avancés, que la perplexité nous ait abandonnés.

**André BABEAU**

Professeur à l'université de Paris-Dauphine

Conseiller scientifique au BIPE

contact@presaje.com - www.presaje.com

### REGULATORY DEVELOPMENTS IN EUROPE: AN OVERVIEW AND ANALYSIS

*Nous vous recommandons la lecture du "View Point – February 2011 » de BlackRock-iShares disponible sur le site [www.iShares.com](http://www.iShares.com), dont nous avons extrait les paragraphes suivants.*

#### **European Market Infrastructure Regulation**

The aim of the Commission's proposal on derivatives markets, otherwise known as European Market Infrastructure Regulation (EMIR), is to reduce counterparty credit risk and to increase transparency of OTC derivatives. The Commission proposes that standard OTC derivative contracts be cleared through central counterparties (CCPs). Non-standard derivative contracts deemed to be ineligible for central clearing will continue to be traded bilaterally, but will be subject to higher capital requirements. In addition, information on OTC derivative contracts will be reported to trade repositories and be made accessible to supervisory authorities. Greater information also will be made available to all market participants.

BlackRock supports initiatives to strengthen oversight of the OTC derivatives market. We are actively engaging with policymakers, central clearing houses and clearing members to shape policy that provides optimal client protection while minimizing practical implementation costs. In our communication with these groups, we emphasize the following themes:

- Investor representation in the governance of central clearing
- The development of enhanced trade reporting
- The acceptance of high-quality, liquid non-cash assets as collateral
- The need to maintain customer collateral protection
- The exclusion of certain products, such as highly customized contracts, from compulsory clearing
- The exclusion of FX forward contracts, from the regulatory regime governing OTC derivatives

Given the interconnectedness of the OTC derivative market, we believe it is critical that policymakers balance the needs of dealers and investors, and take an internationally-coordinated approach in order to develop a fair and consistent regulatory framework.

#### **Short Selling**

Similarly, BlackRock supports the main objectives of the shortselling proposal to create a harmonised framework for coordinated action at the European level, increase transparency and reduce risks.

To increase transparency in short sales, the Commission's proposal requires that all share orders on trading venues be marked as "short" (so-called "flagging") if they involve a short sale. In addition, investors will have to disclose to regulators significant net short positions in shares at one threshold (0.2% of issued share capital), and to the market at a higher threshold (0.5%), including those obtained through sovereign CDS.

The proposal also gives national regulators power, in exceptional situations, to temporarily restrict or ban short selling in any financial instrument, subject to coordination by the European Securities and Markets Authority

(ESMA). In addition, if the price of a financial instrument falls by a significant amount in a day, national regulators would have the power to restrict short selling in that instrument until the end of the next trading day.

The Commission further states that naked short selling has the potential to increase the risk of settlement failure. The proposal requires that to enter a short sale, an investor must have borrowed the instruments concerned, entered into an agreement to borrow them, or have an arrangement with a third party to locate and reserve them for lending so that they can be delivered by the settlement date (at the latest, four days after the transaction). Trading venues must ensure there are adequate arrangements in place for buy-in of shares or sovereign debt, as well as fines and a ban on short selling where there is a settlement failure.

BlackRock welcomes efforts to align the regulatory environment around short selling in Europe and supports the general direction of the Proposal where it aims to better mitigate the potential risks associated with short selling. However, the public disclosure requirements seem disproportionate to the actual risks being addressed and will likely negatively impact SME and retail funds the most. It should also be noted that they go beyond regulation in comparable regimes in developed capital markets globally.

Unless these reforms are implemented thoughtfully, pensioners and long-term savers would be exposed at the same time to increased volatility, cost and risk from their investments alongside decreased choice, performance and return. Providing for aggregated anonymous public reporting, or even for a higher threshold (in line with the regime for disclosure of long positions), would significantly alleviate such risks.

#### **Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) Review**

Markets in Financial Instruments Directive Review (MiFID) is an EU law enacted by the European Parliament and Council that provides harmonised regulation for investment services across the 27 member states of the EU plus Iceland, Norway and Liechtenstein. The original MiFID directive included a review clause to assess the functioning of the directive and proposals for change. The Commission has received advice from CESR on a number of specific questions and a formal consultation was published in December 2010. It is expected that the new legislation will:

- Promote transaction and position reporting, giving regulators the ability to set position limits.
- Strengthen pre- and post-trade transparency across venues and over-the-counter (OTC) markets.
- Bring more derivatives onto organised trading venues.
- Strengthen investor protection, particularly by reviewing whether all UCITS should continue to be treated as

noncomplex products, as well as reviewing the regime for execution-only business and advised business.

- Further regulate commodities markets.

The proposals have the potential for increasing transparency, but there are concerns that this transparency may not be accompanied by a corresponding level of liquidity if OTC instruments move onto an exchange. Attempts to regulate "speculation" in the commodities markets may create unintended restrictions on investors in commodities and natural resources.

The distribution of UCITS also may be affected if certain structured UCITS are treated as complex products and, therefore, subject to appropriateness tests even if sold on an execution-only basis.

### Prudential Issues Corporate Governance

The European Commission is expected to finalise a corporate governance proposal for financial institutions in mid-2011. The European Commission will also release general corporate governance Green Paper for April 2011 with consultations through mid-2011. The European Parliament is currently preparing its own initiative report on the Commission's Green Paper on Corporate Governance in Financial Institutions, which was published on 3 June 2010. Current areas of focus include risk management, the boards of financial institutions, external auditors and supervisory authorities, shareholder responsibilities, executive compensation, and potential conflicts of interest for financial institutions. Overall, early work from the Commission represents a move from "comply or explain" rules to increased regulation. BlackRock agrees the stated goals, but we have expressed concerns about one-size-fits-all approach. Remuneration within financial institutions also will be covered by the Commission's proposal, and this is addressed by a number of other directives as well (e.g., Capital Requirements Directive III, commonly known as CRD III).

### Basel III

The Basel Committee on Banking Supervision developed measures to strengthen the regulation, supervision and risk

management of the banking sector. The goals of Basel III are to improve the industry's ability to weather systemic shocks; enhance risk management and governance; and strengthen transparency and disclosure.

On 13 January 2011, the Basel Committee on Banking Supervision issued minimum requirements to ensure that regulatory capital instruments are able to absorb losses in the event the issuing bank reaches the point of non-viability. These requirements were supported by the Committee's oversight body and are one measure aimed at strengthening the resilience of the banking sector.

While we appreciate the Committee's efforts to address concerns about moral hazard, BlackRock is concerned that the decision significantly reduces the size of the market for potential buyers of regulatory capital instruments. We question the logic of the permanent write-down feature which effectively subordinates debt investors to ordinary shareholders, while a partial write down could be constructed to replicate the losses typically absorbed by regulatory capital in liquidation. We also believe the blended total cost of capital charge imposed on for banks is likely to increase as there will be insufficient granularity between newly issued Tier 1 and Tier 2 securities with equity conversion features. Finally, the decision lacks specificity in its definition of key terms, heightening our concerns about the inconsistent application of requirements across jurisdictions.

As a large investor in debt and equity securities, we believe this decision will result in significantly reduced demand by investors for regulatory capital instruments. This, in turn, will result in increased capital costs for banks and have a knock-on effect on customer pricing. Instead, we favour contingent capital securities, which achieve a similar outcome but with a specified conversion event and conversion price... Lettre n°26, 21.02. [www.iShares.com](http://www.iShares.com)

Avec l'aimable autorisation de BlackRock-iShares, Paris

### AGENDA

-iShares et l'Agefi organisent la 3<sup>ème</sup> édition de la conférence débat « Sharing Experiences » mardi 3 mai à 17h 30 dans l'auditorium du Musée Guimet, Paris 8<sup>è</sup>, le rendez-vous incontournable des professionnels de la gestion ;

Contact : Elise Alcabas, [ishares@isharesetf.fr](mailto:ishares@isharesetf.fr) ; [www.ishares.com](http://www.ishares.com).

-Yale Governance Forum, organisé par Yale School of Management et le Millstein Center for Corporate Governance and Performance, les 16-17 juin 2011, New Haven CT ; contact : [Crysta.Collins@yale.edu](mailto:Crysta.Collins@yale.edu) .

-2011 ICGN Annual Conference in Paris 12-14 September, hosted by Paris Europlace ; contact: [Henrika\\_HARA\\_events@icgn.org](mailto:Henrika_HARA_events@icgn.org) .

-IFN 2011, Issuers & Investors Europe Forum, 7-8 July 2011, London ; [Cindy.Wong@REDmoneygroup.com](mailto:Cindy.Wong@REDmoneygroup.com) .

Or: "Islamic Finance in Europe".

### BULLETTIN D'ADHESION A L'AFGE POUR L'ANNEE 2011

*(AFGE) Association Française du Gouvernement d'Entreprise*

Nom : ..... Prénom : .....

Fonction : .....

Organisme - Société : ..... Téléphone : .....

Adresse : ..... Télécopie : .....

..... E-mail : .....

Domicile : .....

Je vous adresse, ci-joint, un chèque à l'ordre de l'AFGE de ..... euros. Date : ..... Signature :

La cotisation annuelle comprend le tirage papier de la lettre de l'AFGE.

Personne physique -----  Cotisation **50€ TTC et plus**

Personne morale - association -----  Cotisation **100€ TTC**

- entreprise -----  Cotisation **300€ TTC**

Membre bienfaiteur -----  Cotisation **1000€ TTC et plus**

A renvoyer à l'AFGE, 8 rue Henri Regnault – 92400 COURBEVOIE E-mail : [mail@afge-asso.org](mailto:mail@afge-asso.org) Site Web : [www.afge-asso.org](http://www.afge-asso.org)

**ETHIFINANCE, L'AGENCE SPECIALISTE DES PETITES ET MOYENNES VALEURS**



EthiFinance est une agence de notation extra financière, spécialisée dans l'évaluation de petites et moyennes valeurs pour le compte de clients investisseurs. Créée en 2003 sous la forme d'une société anonyme, l'entreprise a obtenu en 2004 le statut de SCIC (Société Coopérative d'Intérêt Collectif). Cette structure encourage le multi sociétariat, en permettant à toutes les parties prenantes de devenir sociétaires. Aujourd'hui, les actionnaires d'EthiFinance sont réunis en quatre collèges : les clients (qui représentent 32% des voix), les financeurs (28%), les experts (26%) et les salariés (14%). EthiFinance a toutefois mis une limite à ce fonctionnement afin de se protéger du travers des agences de notation financière et de rester indépendante des entreprises notées. Ainsi, les sociétés évaluées sont les seules parties prenantes à ne pas pouvoir devenir sociétaires de l'agence. Marché encore jeune, celui de la notation extra financière voit son paysage évoluer. Alors qu'il était essentiellement composé de sociétés spécialisées, il a beaucoup changé au cours des derniers mois. Depuis 2009, en effet, de grands acteurs de l'information financière s'intéressent aux données extra financières. C'est ainsi que Thomson Reuters a racheté Asset4 en novembre 2009, au moment même où Bloomberg ajoutait à son offre un module de données ESG (Environnementales, Sociales et de Gouvernance) collectées en interne ou provenant d'agences spécialisées. L'entrée de ces nouveaux acteurs sur le marché laisse à penser que nous assisterons, dans les années à venir, à une convergence de plus en plus forte entre les données extra financières et les données financières. Cette évolution a entraîné une baisse des prix, ce qui nécessite de la part d'une agence telle qu'EthiFinance qu'elle se spécialise et apporte une valeur ajoutée que les clients ne trouveront nulle part ailleurs.

Afin de se démarquer, EthiFinance a ainsi fait le choix de se positionner sur le marché des petites et moyennes

valeurs. Face aux moyens importants dont disposent les sociétés du CAC 40 pour communiquer sur leurs pratiques, les PME semblent bien démunies. Leur reporting est encore souvent assez pauvre, et nécessite de la part d'EthiFinance qu'elle aille à la rencontre des entreprises et mène des entretiens « terrains » pour identifier les bonnes pratiques. Car si les petites valeurs communiquent moins, cela ne veut pas dire qu'elles ne peuvent pas être exemplaires en matière de développement durable.

Pour permettre à ces sociétés de valoriser leurs pratiques, plusieurs outils ont été mis en place par l'agence. En 2008, on a créé les « Trophées EthiFinance », qui viennent récompenser tous les deux ans des entreprises exemplaires en matière de développement durable. EthiFinance a par ailleurs créé en 2009 l'indice Gaïa, qui évalue chaque année plus de 200 entreprises de taille moyenne sur les politiques et pratiques sociales, environnementales et de gouvernance. Afin d'attirer les investisseurs, un partenariat a été mis en place avec une société d'analyse financière, IDMidcaps, pour élaborer l'indice.

Enfin, afin d'éclairer les PME sur le paysage de l'ISR et de les aider à mettre en place et valoriser leurs bonnes pratiques, EthiFinance vient de publier, en partenariat avec MiddleNext, le guide « L'investissement Socialement Responsable et le Développement Durable pour les valeurs moyennes ». Alors que le décret d'application relatif aux obligations de transparence des entreprises en matière sociale et environnementale doit bientôt être publié, ce guide constituera une aide non négligeable pour les entreprises souhaitant mettre en avant leurs engagements et leurs pratiques en matière de développement durable. Il leur permettra peut être enfin d'être repérées par les investisseurs engagés dans l'investissement socialement responsable

**Aurélien VERRONNEAU**

Analyste RSE, EthiFinance

2, RUE CROIX CASTEL F-78600 MAISONS LAFFITTE  
[info@ethifinance.com](mailto:info@ethifinance.com), [www.ethifinance.com](http://www.ethifinance.com)

**COMITE DE REDACTION**

**Directeur de la publication** : Jean-Aymon MASSIE, [ja.massie@afge-asso.org](mailto:ja.massie@afge-asso.org)

**Comité de rédaction** : Emilie BALARD (relecture et documentation) ; Frédéric BELOT, avocat (relations internationales) ; M'Barek DADDAS (relecture et documentation) ; Pierre-Yves GOMEZ, Président de l'IFGE – EM Lyon (droit et gouvernance) ; Lavinia FOURNIER, chargée de communication AFGE (web master) ; Patrice LECLERC, (actionnariat salarié) ; Gilles RENAULT (questions financières) ; Dr. Houssem RACHDI, professeur de finance (crises bancaires et gouvernance des entreprises) ; Aurélien SCHNEIDER, avocate (social).

**Conception et documentation** : Ibtihaj DADDAS : [mail@afge-asso.org](mailto:mail@afge-asso.org)

*La lettre de l'AFGE est réservée aux adhérents et aux sympathisants de l'association. Elle est disponible sur notre site Internet.*

*Adresse Siège Social : 8 rue Henri Regnault – 92400 COURBEVOIE*