

La Lettre

de l'AFGE

Lettre d'information sur le gouvernement d'entreprise

N° 29

1^{er} Trimestre 2012

EDITORIAL

Sommaire

Vers une nouvelle gouvernance économique et financière européenne.....	2
Protection de l'investisseur dans la commercialisation des produits financiers et l'organisation des marchés.....	4
Régulation européenne : Ou en sommes nous ?	5
The Board of Directors and Banking Risk.....	5
Synthese du Rapport 2011 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants.....	7
Le nouveau paysage de l'assurance française	11
Independent commission on banking final report and recommendations.....	12
Continuing the dialogue.....	17
Growing up to the challenge: Corporate governance in India	19
La recapitalisation des 30 banques européennes en 2012 est impossible.....	20
Systemic Risk in Financial Services.....	21
Euro Zone may see years without growth, says ECB.....	21
Horizon 2050.....	22
Une nouvelle norme comptable pour les engagements post-emploi.....	24
News : Publication du rapport du Monitoring Board de la Fondation IFRS sur sa gouvernance.....	26
Financial reform after the crisis: An early assesment.....	27
Ethos s'oppose à la réélection de deux membres du comité de rémunération chez Novartis.....	28
Buhlmann's Corner: Questions to shareholders.....	28

Qui fait quoi ?

Mise à jour du code AFG, en amont de la saison 2012 des AG : recommandations sur le gouvernement d'entreprises
www.afg.asso.fr

FACE A LA CRISE FINANCIERE ET SOCIALE : ACTIONNAIRES SALARIES ET INSTITUTIONNELS MEME COMBAT

Le rôle des actionnaires salariés dans les entreprises européennes et françaises plus particulièrement est mal perçu par les actionnaires institutionnels anglo-américains. Et pourtant, les plans d'épargne salariale en vue de la retraite investis en actions, de type ESOP, y sont très répandus ; mais l'exercice des droits de vote est méconnu, l'optique d'épargne retraite prime sur l'esprit de participation, qui prévaut en France grâce aux ordonnances du général de Gaulle, et aux programmes de privatisation commencés en 1986.

En 2012, dans la plupart des entreprises cotées et dans plusieurs PME, les actionnaires salariés sont devenus le premier actionnaire en pourcentage du capital, et souvent le droit de vote double attaché à leurs actions rend leur vote prépondérant lors des assemblées générales.

Les investisseurs institutionnels devraient tenir compte de cet allié, afin de faire progresser la mutation des entreprises et la mise en oeuvre des principes de gouvernement d'entreprise dans le but d'affronter les crises et de maîtriser les risques.

L'actionnariat salarié, en 20 ans, s'est largement imposé comme un moyen d'associer les salariés aux résultats et aux performances annuelles, de les faire participer au capital et au développement de l'entreprise, de constituer ainsi une épargne de précaution ou un complément d'épargne retraite selon les cas. Par ailleurs, cette politique de participation et de redistribution des profits de l'entreprise a permis d'atténuer l'impact de la détérioration des rémunérations sur la même période, justifiée en principe par l'amélioration de la compétitivité

Aujourd'hui, les différentes parties prenantes de l'entreprise reconnaissent que *les actionnaires salariés sont devenus des acteurs essentiels du dialogue social*. Face aux défis de la crise financière et sociale, aux risques multiples qui en découlent, le dialogue social s'impose non seulement au niveau de l'élaboration de la stratégie par les membres du Conseil d'administration, mais aussi au niveau de l'application sur le terrain par les dirigeants opérationnels des politiques décidées.

La crise financière a révélé les dysfonctionnements de la gouvernance d'entreprise dans les institutions financières, banques et assurances, les effets pervers résultant de la prise de risques accrus et incontrôlés, la cupidité et l'irresponsabilité des cadres des banques d'affaires, au mépris de la gestion prudentielle et de la responsabilité fiduciaire (cf. les mesures prises par la Commission, DG Marché Intérieur & Services). Les actionnaires salariés et institutionnels devraient s'impliquer dans le processus en cours de mutation du secteur banque assurance, dans la séparation des métiers (cf. le rapport Vickers) pour préserver le capital de confiance, mais aussi pour assurer la pérennité de l'entreprise et des emplois. Les actionnaires salariés devraient s'inquiéter des répercussions de cette crise sur la capacité financière à moyen et long terme de leur entreprise industrielle ou de services, sur la nature des placements financiers (comme la détention de CDS), les conséquences des programmes de rachat d'actions (OPRA) qui vont à l'encontre des intérêts des salariés, des actionnaires et du développement durable de l'entreprise.

Le représentant des actionnaires salariés au Conseil d'administration devrait participer aux travaux du comité des comptes ou d'audit, et faire entendre le point de vue des salariés sur la prévention et la gestion des risques. Il devrait également siéger au comité des rémunérations et nominations pour prévenir les abus et les conflits d'intérêt. C'est pourquoi il a *un devoir de vigilance et d'alerte vis-à-vis des actionnaires* institutionnels, et de tous les actionnaires.

La crise sociale résulte à la fois du resserrement du crédit bancaire, « credit crunch », destiné à mobiliser toutes les ressources pour combler les pertes abyssales des banques, mais aussi de l'échec des programmes d'amélioration de la compétitivité et de « cost cutting », ou encore de la perte de

marché à l'exportation. Les salariés n'en sont pas responsables, mais ils subissent après coup les conséquences des mauvaises décisions stratégiques prises par les membres du Conseil d'administration. Les actionnaires salariés n'ont pas pu s'exprimer, mais ils ont perdu une large part de leur épargne salariale et de leur retraite complémentaire placée en actions dans leur entreprise, (pensons à Vivendi, Alcatel, BP). De même les investisseurs institutionnels et les fonds de pension ont subi des pertes considérables difficiles à justifier auprès des épargnants et des retraités qui leur ont fait confiance.

Le dialogue social en 2012 est devenu prioritaire pour la réussite des mesures d'adaptation à la crise : le recours au chômage partiel, à l'alternance/apprentissage, les accords de compétitivité emploi qui devraient être appliqués dans un cadre de codécision (modèle allemand), la gestion prévisionnelle des compétences et la formation des salariés. Le dialogue social devrait se développer non seulement dans les entreprises mais aussi au niveau des instances européennes pour innover dans le financement de la protection sociale et engager une harmonisation fiscale, qui allégerait le coût du travail et permettrait un meilleur partage des richesses produites. Ce dialogue social permettrait en effet de tenir compte des enseignements de cette grave crise sociale, de trouver des solutions durables pour retrouver la

compétitivité des entreprises nationales, et également pour contribuer à la ré industrialisation des pays membres de l'UE en créant des filières à forte valeur ajoutée rivalisant avec les entreprises asiatiques, et permettant de «recréer l'étincelle de la croissance» selon l'expression de Michel Barnier.

Les représentants des actionnaires salariés dans les Conseils d'Administration, comme les administrateurs représentant les actionnaires institutionnels, ont désormais une responsabilité accrue, s'ils veulent l'assumer, dans le développement du dialogue social afin de vaincre les effets de la crise, maîtriser les risques et garantir la pérennité sur le long terme de l'entreprise. Ils ont également la responsabilité de nouer et d'entretenir le dialogue avec l'ensemble des actionnaires en désignant un «administrateur référent» (cf. le rapport 2011 AMF), en veillant à la qualité de la communication financière et de la réputation de l'entreprise. Ainsi, les actionnaires salariés et institutionnels ont le même combat à mener.

Jean-Aymon MASSIE

POINT DE VUE REGULATEUR

VERS UNE NOUVELLE GOUVERNANCE ECONOMIQUE ET FINANCIERE EUROPEENNE

Avec l'accord du Commissaire Européen Michel BARNIER, nous reprenons le discours qu'il a prononcé lors de la Conférence "Restoring Confidence in Financial Markets" à Tokyo le 20 janvier 2012

...Vue de Tokyo, la "crise de la zone euro" peut paraître lointaine. Mais je sais qu'elle est suivie ici avec un intérêt aigu - à la hauteur des liens qui unissent les économies japonaise et européenne.

La crise que traverse aujourd'hui l'Europe, et singulièrement la zone Euro, est complexe. Elle est sans doute grave. Il est parfois difficile d'en comprendre les tenants et les aboutissants, et le processus de décision, complexe, est parfois mal compris en dehors de l'Union Européenne. Avant d'en venir au fond, gardons en mémoire que depuis 50 ans, l'Union Européenne a connu nombre de crises également jugées sérieuses. Pour autant aucune de ces crises n'a remis en cause notre volonté de construire ensemble un destin commun. L'Europe est même ressortie plus forte et plus unie des crises. Aujourd'hui encore, le sens des décisions arrêtées par la Commission européenne, les chefs d'Etat et de gouvernement, est très clair. Au plus haut niveau, il y a une volonté politique absolue de prendre les mesures nécessaires pour surmonter la crise actuelle.

De quoi parle-t-on quand on évoque la crise en Europe?

Tout d'abord, il me paraît utile de préciser qu'il ne s'agit pas d'une crise de l'euro. En 10 ans, l'euro s'est imposé comme une monnaie de référence au plan international. Il est utilisé chaque jour par des millions de consommateurs et d'entreprises. Il est et il restera l'un des principaux atouts de l'Europe. En réalité, la crise actuelle est le prolongement de la crise financière née aux Etats-Unis il y a 4 ans, avec les *subprimes* et la faillite de Lehman Brothers. Ces chocs se sont traduits par une crise économique et sociale, dont les pays européens ont dû limiter les effets par d'importants plans de relance budgétaire.

Ces plans étaient nécessaires, mais ils sont venus s'ajouter à des années de déficits publics, et cela s'est traduit par la crise des dettes souveraines que nous connaissons aujourd'hui.

Pour autant, le niveau de la dette publique européenne doit être mis en perspective: en 2010, la dette des pays de la zone euro représentait 85% du PIB. C'est beaucoup, mais cela reste limité par rapport aux niveaux d'endettement de certains de nos partenaires, comme les Etats-Unis ou le Japon.

Cela dit, la zone euro souffre d'un déficit de confiance, et la situation est particulièrement sérieuse. La reprise économique, qui était en bonne voie, s'est presque arrêtée. Il y a quelques signes positifs, mais on s'attend généralement à une stagnation de l'activité dans les prochains mois. Selon les prévisions d'automne, la croissance pourrait être limitée à 0,5% en 2012.

Et la crise des dettes souveraines s'est développée et s'est étendue à d'autres marchés, comme le marché interbancaire.

Face à cette situation, les dirigeants européens ont pris des mesures d'une ampleur exceptionnelle tout au long des derniers mois. Ils ont pris des mesures d'urgence mais ils ont aussi décidé de mettre fin aux causes profondes des dysfonctionnements actuels.

Nous avons construit une Union Monétaire sans construire une vraie Union Economique et Budgétaire. C'est cela que nous avons décidé de changer.

Cela prend du temps mais c'est un effort exceptionnellement ambitieux. Nous allons aujourd'hui au bout de la logique de la monnaie unique. Ce que, reconnaissons le, nous n'avions pas eu le courage de faire il y a 15 ans.

Certains voudraient prophétiser la fin de l'Europe ou de l'Euro. Je crois au contraire que nous construisons une nouvelle Europe plus forte et plus intégrée.

Pour cela, nous avons décidé de créer des mécanismes de solidarité, de discipline et de stabilité qui sont indispensables aux pays qui ont choisi de partager leur monnaie, et qui jusque là nous faisaient pourtant défaut.

En parallèle et pour répondre pleinement à la crise, nous devons également continuer notre effort pour remettre les services financiers au service de l'économie réelle, grâce à une meilleure régulation de tous les acteurs et de tous les produits financiers. C'est une question de crédibilité.

Nous agissons donc à deux niveaux : nous apportons des réponses à la crise des dettes souveraines et nous menons à bien notre agenda de régulation financière. Sans oublier bien sûr le plus important à moyen et long terme, la relance d'une croissance durable et nouvelle.

I – Premier niveau d'action : les réponses à la crise des dettes souveraines

1) Au fil des derniers mois, nous avons été amenés à prendre de nombreuses mesures urgentes pour stabiliser l'économie. En particulier :

- Nous avons apporté une assistance financière décisive à la Grèce. La Grèce est un cas exceptionnel. Elle mérite des mesures exceptionnelles.

- Nous avons pris des mesures pour renforcer les banques européennes en relevant temporairement les ratios prudentiels des plus grands établissements et en assurant leur financement à moyen terme. C'était essentiel pour rétablir la confiance dans le système bancaire européen. Pour la première fois de son histoire, la Banque centrale européenne a proposé aux banques un financement à 3 ans, en prêtant 489 milliards d'euros à 500 banques européennes. Cette initiative était particulièrement importante pour permettre aux banques d'assurer dans de bonnes conditions le refinancement de leurs dettes, dont un large volume arrive à échéance au premier trimestre 2012.

- Et nous avons mis en place un Fonds européen de stabilité financière, doté de ressources significatives.

2) Cela dit, nous ne pouvons pas nous limiter à gérer l'urgence. La crise a agi comme un révélateur pour l'Europe. Elle a mis au grand jour nos faiblesses structurelles, notamment notre pension à

laisser filer les déficits publics et notre manque de coordination économique.

Il est évident que l'Europe ne redressera pas la barre sans s'attaquer à ces problèmes de fond en adoptant des réformes structurelles. Bien sûr, ces réformes ne produiront leurs effets qu'à moyen terme. Mais elles sont en réalité tout aussi urgentes que l'aide à la Grèce ou la recapitalisation des banques.

Ces mesures structurelles, quelles sont-elles ?

Tout d'abord, nous avons décidé de pérenniser le Fonds européen de stabilité financière dans un mécanisme européen de stabilisation, qui sera opérationnel en juillet 2012.

Par ailleurs, 26 pays européens se sont mis d'accord début décembre sur un nouveau "pacte budgétaire", qui impliquera des règles très strictes en matière de déficits publics. Concrètement, les pays concernés auront l'obligation de voter des budgets nationaux en équilibre, faute de quoi des mécanismes de sanction automatique s'appliqueront.

Enfin, ce "pacte budgétaire" s'accompagnera d'une coordination très étroite des politiques économiques nationales. 17 pays partagent l'euro. Mais ces 17 pays, qui ont une seule monnaie, conservent 17 politiques économiques différentes. On voit bien que ce n'est pas viable !

Ces décisions peuvent paraître lentes au regard du temps des marchés. Quand on pense au temps long de l'histoire des nations, ce qui a été accompli en quelques mois est remarquable et doit être bien compris de tous. Il témoigne de ce que la détermination au plus haut niveau politique est totale.

En réalité, l'accord trouvé début décembre marque une nouvelle étape importante de l'intégration européenne. Il revient à faire en matière de coordination des politiques économiques le pas que nous n'avions pas fait au moment de la création de l'euro, il y a tout juste 10 ans.

Bien sûr, ces nouvelles règles représenteront une contrainte pour les pays européens : ils ne pourront plus laisser filer les déficits et ils devront rapprocher leurs politiques économiques de celles de leurs voisins. Mais je suis persuadé c'est une étape nécessaire pour restaurer la stabilité et la confiance dans l'économie européenne. Pour aussi renforcer l'Unité de l'Europe.

La gestion de la crise des dettes souveraines ne doit pas faire perdre de vue notre agenda de régulation financière. N'oublions pas que c'est dans le secteur financier qu'a commencé la crise !

II – Où en sommes-nous en matière de régulation financière ?

Dans les prochaines semaines, la Commission aura mis sur la table 29 textes, qui représentent l'intégralité des décisions prises au niveau du G20 en réponse à la crise. L'ampleur de ces réformes – en un temps si court – est sans précédent.

Les nouvelles autorités européennes de supervision des banques, des marchés financiers et des assurances sont à la base de cette nouvelle régulation. Elles sont opérationnelles depuis plus d'un an.

Au-delà de l'architecture de supervision, notre agenda vise à atteindre 4 objectifs :

1. Premier objectif : renforcer la stabilité et améliorer le fonctionnement des institutions financières

En ce qui concerne les banques, nous avons proposé d'accroître les exigences de fonds propres et de liquidité, en conformité avec l'accord de Bâle III.

Les exigences prudentielles vont aussi devenir plus strictes, plus précises et plus sensibles au risque pour les compagnies d'assurances, avec la directive "Solvabilité II", qui prendra effet en 2013.

Nous réfléchissons également à des mesures plus structurelles, en observant de près les préconisations du rapport Vickers au Royaume-Uni, et l'application de la "Volcker rule" aux Etats-Unis. Un groupe d'experts, présidé par Mr Liikanen, commencera un travail de réflexion sur ces questions dans les prochaines semaines. Nous avons aussi adopté des mesures pour soumettre les

gestionnaires de fonds d'investissements alternatifs à une obligation d'enregistrement et à une supervision stricte.

Et nous avons proposé un meilleur encadrement des agences de notation, qui ont commis de graves erreurs d'appréciation dans le passé. Notre proposition comprend notamment 3 points :

- réduire la dépendance excessive des banques, des gestionnaires de fonds et des assurances à l'égard de ces agences
- contraindre ces agences à plus de transparence, en particulier dans leurs jugements sur les dettes souveraines
- augmenter la concurrence entre les agences, notamment en contraignant les émetteurs à changer d'agence tous les 3 ans.

2. Deuxième objectif : améliorer l'efficacité, l'intégrité et la transparence des marchés financiers

Nous avons trouvé récemment un accord pour encadrer les ventes à découvert et les « *credit defaults swaps* », qui ont joué un rôle important dans la volatilité des marchés de l'été dernier. Dans des circonstances exceptionnelles, les superviseurs nationaux pourront interdire temporairement ce type de transactions.

Nous espérons aboutir bientôt à un accord pour accroître la transparence sur les produits dérivés négociés de gré à gré, qui représentent un marché de 600.000 milliards d'euros par an, souvent dans la plus grande opacité.

Nous avons aussi adopté récemment une proposition de révision de notre législation sur les marchés d'instruments financiers (MiFID), qui adapte le cadre réglementaire aux développements survenus sur les marchés, comme l'émergence de plates-formes de négociation alternatives et le *trading* à haute fréquence. Cette proposition apporte aussi des réponses à la question de la volatilité excessive des prix des produits dérivés sur matières premières.

3. Troisième objectif : restaurer la confiance dans le secteur financier en améliorant la protection des consommateurs et des investisseurs

Nous avons pris des initiatives pour garantir les dépôts des épargnants jusqu'à 100.000 euros et pour protéger les emprunteurs sur le marché des crédits hypothécaires.

Nous voulons aussi plus de transparence sur les frais bancaires, et des informations claires et précises pour ceux qui investissent dans des produits financiers de détail.

La protection des consommateurs et des investisseurs passera aussi par une meilleure gouvernance des banques et autres institutions financières. Nous avons notamment proposé un ensemble de règles pour s'assurer que les conseils d'administration jouent effectivement leur rôle de prévention et de gestion des risques. C'est un sujet important, sur lequel nous sommes convenus de coopérer avec le Japon afin d'échanger nos expériences.

4. Dernier objectif : le cadre européen de prévention et de résolution des crises bancaires.

Depuis 2008, les pays européens ont massivement soutenu les banques, avec des financements directs ou des garanties pour un montant de 4.600 milliards d'euros.

A l'avenir, nous voulons éviter que les conséquences d'une nouvelle crise bancaire soient une nouvelle fois supportées par les contribuables. Nous allons donc doter les superviseurs de nouveaux outils pour prévenir et gérer les crises bancaires.

Toutes ces mesures sont essentielles, mais elles ne sont pas suffisantes. Nous ne pouvons pas juste parler de rigueur, de règles, de contraintes à nos citoyens.

Nous devons recréer l'étincelle de la croissance.

Il faut remettre l'économie réelle au service de la croissance et de l'emploi. Noter principale force, c'est le grand marché européen de 500 millions de consommateurs et 22 millions d'entreprises. Cette force, l'Europe ne l'utilise pas à son plein potentiel. C'est pourquoi nous avons adopté il y a quelques mois l'Acte pour le marché unique. Faciliter le financement des petites et moyennes entreprises

avec un cadre européen pour le capital-risque, faciliter la mobilité avec une reconnaissance plus facile des qualifications professionnelles ou encore encourager l'innovation avec un brevet unitaire pour l'Europe sont quelques-unes des 50 mesures que nous prenons pour relancer la croissance. Ces mesures ont le potentiel d'apporter à l'Europe 3 points de croissance supplémentaire à l'horizon 2020. Elles peuvent aussi **nous permettre de poser les bases d'une nouvelle croissance, plus verte, plus soutenable, plus riche en emplois et plus solidaire.**

Dans ces crises, l'Europe sait bien qu'elle n'est pas seule. Au contraire, les crises successives mettent chaque jour en évidence l'interdépendance croissante entre nos économies. Et notamment entre l'Europe et le Japon. Je tiens à remercier le Japon, à nos côtés depuis le début de cette crise.

Je vous ai parlé de la nouvelle gouvernance économique et financière que nous mettons en place en Europe. Nous avons aussi besoin d'une solide gouvernance au niveau mondial, et je me réjouis du progrès que représente le G20.

Ceci ne fait que renforcer l'importance de notre dialogue bilatéral sur les questions financières et économiques, alors que la prochaine réunion entre la Direction générale Marché intérieur et Services et la FSA a lieu aujourd'hui.

De manière générale, je suis convaincu que le Japon et l'Europe par des échanges de ce type que nous pourrions forger des solutions globales et à même d'accélérer le retour de la confiance en Europe et la revitalisation de l'économie japonaise.

Michel BARNIER

Membre de la Commission Européenne
Chargé du Marché Intérieur et des Services

www.ec.europa.eu/internal_market/inex_fr ; www.ec.europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=speech/12/20

POINT DE VUE REGULATEUR

PROTECTION DE L'INVESTISSEUR DANS LA COMMERCIALISATION DES PRODUITS FINANCIERS ET L'ORGANISATION DES MARCHES

... La protection des investisseurs est au coeur de la mission des régulateurs financiers. Naturellement, elle doit donc être au coeur des travaux de révision de la Directive sur les Marchés d'Instruments Financiers. Pour l'Autorité des marchés financiers, le souci de protection de l'investisseur s'exprime dans deux domaines principaux : la commercialisation des produits financiers, et l'organisation des marchés.

1 - la commercialisation des produits financiers, tout d'abord.

J'identifie en la matière trois sujets clefs :

- **Le premier, l'interdiction de produits, pratiques ou services dangereux** : Il est prévu de doter l'ESMA et les autorités nationales du pouvoir de restreindre la prestation de services financiers ou d'interdire des produits : il s'agit d'une avancée essentielle du projet de la Commission que l'AMF appuie sans réserve. L'innovation financière ne doit pas s'exprimer au détriment de la protection des investisseurs.

- **Deuxième sujet clef, la commercialisation des produits complexes.** Le projet de texte admet que certains OPCVM coordonnés peuvent être complexes, et que leur vente à des petits épargnants nécessite par conséquent un accompagnement et un conseil adaptés. Cependant, le champ prévu me semble trop étroit, puisque la rédaction actuelle permet par exemple de commercialiser des OPCVM coordonnés mettant en oeuvre des stratégies de gestion alternatives sans précaution particulière. - **Enfin, troisième sujet** : le degré de protection et d'information dont bénéficie un investisseur particulier lors de la commercialisation d'un produit financier doit être identique, quelle que soit la nature juridique du produit. L'AMF a toujours milité en faveur d'une initiative législative intégrée et transversale, traitant l'ensemble des produits d'épargne. La Commission a cependant préféré une approche dissociée et traite uniquement dans ce projet de texte de la commercialisation des dépôts structurés. Il serait extrêmement dommage que la commercialisation de produits d'assurance-vie continue d'être réalisée dans un cadre réglementaire différent de celui applicable pour les autres produits financiers.

2- L'organisation des marchés, qui me paraît être le sujet central.

L'ambition des travaux de révision de la MIF doit être de réhabiliter le rôle des plateformes de négociation comme lieux de rencontre transparents entre investisseurs acheteurs et vendeurs où les investisseurs particuliers peuvent venir en confiance, et de remettre les marchés au service du financement de l'économie. Pour cela, il nous faut assurer intégrité, stabilité et transparence des marchés. Or, si ces trois principes sont bien réaffirmés par le projet de texte présenté, le diable est cependant dans les détails, et les

réponses techniques apportées ne sont pas toujours à la hauteur des enjeux.

L'intégrité d'abord. Pour **assurer l'intégrité des marchés**, il faut donner au régulateur les moyens d'accéder aux carnets d'ordres de l'ensemble des plateformes où s'échangent les titres qu'il surveille. Aujourd'hui, les manipulations de cours réalisées simultanément sur plusieurs plateformes ne sont pas détectables et donc pas sanctionnées. Il faut également aligner vers le haut les exigences qui pèsent sur les plateformes : aujourd'hui, les plateformes alternatives, dites MTF, n'ont aucune obligation de surveillance des transactions qui s'y déroulent, au contraire des marchés réglementés.

Pour ce qui est de **la stabilité des marchés**, il nous faut tirer les leçons du flash crash de Wall Street dans deux domaines :

- Il faut mettre en place un dispositif de coupe-circuits paneuropéen homogène pour éviter d'éventuels dérapages des marchés.

- Il faut également compléter le dispositif prévu par la Commission pour mieux encadrer le trading à haute fréquence en donnant à l'ESMA des pouvoirs d'intervention larges (sur les tarifs pratiqués par les plateformes ou les pas de cotation par exemple). Limiter la prolifération de ces techniques de négociation aux bénéfices douteux rendra nos marchés plus lisibles et plus stables pour les investisseurs, sans porter atteinte à la véritable liquidité.

3- Enfin, le dernier chantier clef est celui de la transparence.

Les transactions quittent peu à peu les marchés transparents et basculent dans des modes de négociation alternatifs, plus opaques, plus discrétionnaires, de gré à gré, sur des marchés où le niveau de protection des investisseurs est moindre ou qui sont fermés aux investisseurs particuliers. Le texte propose la création de nouvelles plateformes dites OTF, avec un niveau d'encadrement réglementaire intermédiaire mais un statut de plateforme à part entière. Si la création de telles plateformes pourrait faire progresser la transparence sur les transactions dérivées, aujourd'hui totalement réalisées de gré à gré, elle risque en l'état d'avoir une incidence négative sur le fonctionnement des marchés d'actions, historiquement les plus transparents.

Pour améliorer la situation, quatre mesures sont nécessaires :

- *Première mesure* : il faut promouvoir explicitement la négociation sur les plateformes les plus transparentes et les plus réglementées de tous les instruments suffisamment liquides. Le projet de texte instaure une telle obligation pour les dérivés, mais pas pour les autres classes d'actifs.
- *Deuxième mesure* : il faut faire la lumière sur les transactions de gré à gré, que nous connaissons mal aujourd'hui, en imposant un

- marquage de ces transactions de façon à ce que les régulateurs puissent déterminer celles qui n'ont pas de raison de rester opaques.
- *Troisième mesure* : il faut limiter strictement les fameuses « exemptions » aux principes de transparence pré négociation, qui ont permis l'émergence des « dark pools ».
- *Quatrième mesure* : il faut créer un registre centralisé, unique, de diffusion au public de l'information sur les transactions réalisées ...

Jean-Pierre JOUYET
Président AMF

Avec l'aimable autorisation du Président de l'AMF, nous reprenons le discours prononcé devant le Comité des Affaires Economiques et Monétaires du Parlement Européen (Public Hearing MiFID Review: objectives for MiFID/MiFIR2) à Brussels le 5 décembre 2011.

www.amf-france.org

POINT DE VUE REGULATEUR

REGULATION EUROPEENNE : OU EN SOMMES-NOUS ?

L'année 2011 a été particulièrement riche pour la régulation financière européenne. Au rythme « naturel » de révision de certaines directives est venu en effet se superposer l'agenda issu de la crise financière, largement impulsé par les décisions politiques du G20.

En matière d'organisation des marchés, la publication par la Commission européenne du projet de révision de la directive MIF et les négociations sur le projet de règlement sur les infrastructures de marché constituent les faits marquants de 2011. Ces projets de textes jettent notamment les bases d'une plus grande régulation des marchés de dérivés. Concernant les dérivés de matières premières, les nouvelles dispositions prévoient la mise en place d'une régulation des opérateurs, d'une transparence accrue via la catégorisation des clients et des pouvoirs renforcés des régulateurs qui pourront fixer des limites de position. S'agissant des dérivés en général, c'est toute la logique de la réforme du G20 qui vient à s'appliquer : reporting obligatoire et compensation pour les dérivés standardisés et mesures équivalentes pour les autres, etc. Par ailleurs, la correction des imperfections constatées sur les marchés d'actions à la suite de la mise en oeuvre de la directive MIF en novembre 2007, telle que présentée dans son projet de révision, est encore insuffisante aux yeux de l'AMF.

Notre objectif est en effet de promouvoir le rapatriement des transactions sur tous les instruments financiers vers des plateformes de négociation multilatérales transparentes ainsi que la mise en place de dispositifs de post-marché robustes, capables de maîtriser les risques inhérents à ces marchés et de mieux préserver la stabilité financière. Nous continuerons donc à faire valoir nos positions tout au long des négociations qui se poursuivront en 2012.

L'agenda aura également été dense dans le domaine de la gestion d'actifs. 2011 a d'abord été consacré à la transposition de la

directive OPCVM IV puis à son entrée en vigueur pendant l'été, avec comme conséquences principales une distribution transfrontière des fonds facilitée, l'instauration d'un passeport pour les sociétés de gestion et des améliorations sensibles de l'information des porteurs (via l'introduction du Document d'information clé pour l'investisseur). L'autre chantier important a été l'élaboration des mesures d'exécution de la directive sur les gestionnaires de fonds alternatifs (AIFM), à la suite de son adoption fin 2010. En 2012, l'AMF attend le projet de directive OPCVM V qui clarifiera les missions et la responsabilité des dépositaires d'OPCVM coordonnés, et la déclinaison concrète de l'initiative PRIPS sur la commercialisation des produits financiers aux investisseurs de détail.

L'actualité de la régulation des sociétés cotées a été, quant à elle, dictée par la nécessité de réactualiser le dispositif réglementaire existant. Le projet de révision de la directive Transparence de la Commission européenne entend renforcer la convergence européenne en ce domaine, notamment par une harmonisation des règles européennes relatives au franchissement de seuil s'appuyant sur une meilleure prise en compte des produits dérivés. La publication de la directive Prospectus a également été l'occasion de lancer les débats sur un modèle de prospectus adapté aux valeurs moyennes avec, à ce stade, des résultats modestes. Enfin, l'année a été marquée par la poursuite des travaux européens sur la de gouvernance, concernant à la fois les établissements de crédit et les sociétés cotées, et sur les agences de notation. Ces avancées permettront de renforcer la sécurité, l'intégrité et l'efficacité des marchés financiers européens et, ce faisant, leur capacité à contribuer au financement des entreprises, essentiel en ces temps délicats.

Édouard VIELLEFOND
Secrétaire général adjoint, Direction de
la Régulation et des Affaires internationales
www.amf-france.org

POINT DE VUE EMETTEUR

THE BOARD OF DIRECTORS AND BANKING RISK

The 2008 financial crisis, the recession which followed and the rescue of a number of banking institutions by government funding in the United States and in Europe brought into question the banks' role and responsibilities in this global crisis.

In order to reinforce the international financial system, regulators have imposed stricter prudential ratios on banks in

terms of capital and liquidity, and they framed their internal governance by new regulations on risk management, internal control and remunerations.

The specific role and responsibilities of the boards of directors or supervisory boards in banking institutions continue, however, to spark debate. Can better governance prevent such accidents from returning?

I. The board, a risk watchdog

A precondition: separation of the roles

The board of directors or the supervisory board has to oversee and control the actions of the executive officers and deliberate with a view to approve or reject the proposals submitted to it with regard to strategy or risks. The board cannot set their terms by itself and is not responsible for the management of the institution which falls under the responsibility of the executive body.

This separation of roles is natural in companies structured around an executive and a supervisory board. It needs, however, to be organised as such in companies with a board of directors, either by the appointment of a non executive chairman, or by balancing the powers of the chairman and chief executive officer by the set up, within the board, of a strong and competent committee in charge of monitoring risk management and, when appropriate, the creation of a vice-chairman or lead director position.

The boards of directors which include several executive directors among their members cannot validly perform their duty of overseeing management and controlling risks. This confusion in roles has probably been an aggravating factor for some banking institutions in the recent crisis, notably in the US or the UK.

Determination of risk appetite

The board does not manage risks, but it has to determine a global risk tolerance level and translate it into the different risk categories, based on its judgment about the strengths and weaknesses of the institution it supervises.

The approach is to be constructed with the relevant corporate divisions : risks, finance, compliance, internal control ... The board must formally approve this approach and it is up to the executive officers to organise the decision taking and the operational delegations within the institution, as part of a framework that the board has also approved.

Beyond quantitative and financial data, the directors must judge intangibles where risk can be concealed such as : the complexity of the organisation, the quality of procedures, the effectiveness of internal control, the degree of operational risk, paying particular attention to the institution's culture and the balance between performance and risk.

Risk mapping and anticipation

The second tool that should be available to the board is a global risk map. It enables it to have a consolidated and comprehensive view of all types of risk, financial and non-financial, and track their changes through regular updates.

This exercise, at first somewhat academic, enriches itself over time. It enables the board to highlight the extent to which different risks are interconnected, to monitor the changes in the risk profile of the institution, to visualise the impact of strategic choices and targets for return on capital that will be presented to shareholders.

The board's vision and judgment, detached from the requirements of day-to-day management of the business, are irreplaceable, be it in the shareholders' or management's interests, to anticipate the emergence of new risks that quantitative or regulatory models do not bring to light, or may even cause.

An appropriate remuneration policy

The culture of performance in the investment banking business, which is a consequence of the direct correlation between remuneration and results, has led to behaviours or risk takings in certain institutions which were contrary to the long term interests of the institution itself, its clients and/or its shareholders.

Regulators have reacted in a coordinated fashion and imposed stricter controls and rules for the remuneration of market operators and associated functions. The role of the board, hitherto restricted to the determination of the remuneration for the chief executive officers, has thereby been extended in the banking sector to the approval of the mechanisms and levels of remuneration for the categories of staff likely to have an influence on the risk profile of the institution.

With respect to the chief executive officers, the board must more specifically ensure that non-financial elements for measuring their performance be included such as client satisfaction, human resources management, reputation which ensure the long term sustainability of the corporation and will balance the short term component of the financial results.

II. The responsibility of the board

Independence vs. expertise

The independence of a majority of the directors in a board is recommended by all corporate governance codes. It guarantees the protection of minority shareholders and the freedom of opinion of the board. For the largest banking institutions however, with a very fragmented shareholder base and presenting a systemic risk, it is not sufficient.

Most boards during the financial crisis were indeed well in line with the requirement for independence, but such boards must also have the necessary level of expertise to enter into a critical dialogue with chief executive officers, risk divisions and business lines in order to anticipate possible increases in risks.

Responsibilities towards the corporation's stakeholders

The prime responsibility of a board is to represent shareholders and safeguard their interests. The board of a banking institution, however, has broader responsibilities: it is accountable to depositors, to governments because of their explicit or implicit support, to the securities regulator, to the banking supervisor and finally to the general public, due to the key contribution of banks to the sound functioning and prosperity of an economy.

These corporate social responsibility issues have changed scale for the banking sector since the 2008 financial debacle. They became not only a question of image and reputation, but they also appeared to be very much in the interests of the banking institutions themselves, should they wish to continue to operate on a free and independent basis.

Individual or collective responsibility

Can directors be held responsible for failings or shortcomings in terms of supervision or anticipation of risks, on an individual or collective basis ?

The personal liability of a director may technically be sought for an individual failure, but the board is a collegiate body and the exercise of a director mandate lies within a collective responsibility.

However, today's key question concerns the internal operations of board committees and whether the information provided beforehand to directors is done so in a timely manner and is of sufficient quality.

Governance codes: recommendations or obligations ?

The principles for good governance which serve as a framework for the operation of boards are, to a great extent, applicable on a voluntary basis. Some have been converted into European or national laws or regulations such as the set-up of audit and remuneration committees, the chairman report on corporate governance, risks and internal control or the proportion of women in boards, etc.

The Basel Committee wishes to go one step further regarding the financial sector. This development may be unavoidable but it may result in directors bearing disproportionate burden and responsibilities, at the risk of discouraging the most capable candidates but who would not have the necessary time to devote to the function.

Governance is not a matter of ticking the right boxes in a corporate governance code. **Each party must fully exercise its rights and obligations:**

- *the shareholders*, with a special mention to the institutional investors, by choosing the directors

who shall represent them and by voting on the resolutions presented to them, instead of "voting with their feet" by selling their stock, or following the standard voting instructions from proxy advisors to ease administrative tasks;

- *the directors*, risk watchdogs, but whose most important responsibility lies in the choice and evaluation of the executive officers who shall run the company;
- finally, *the executive officers*, by adopting a strategy of durable and responsible development and by promoting a culture of ethical business conduct.

The music referred to by Chuck Prince just before the financial crisis erupted has stopped. Bankers no longer dance; a few banks have disappeared. The ones that will survive, and durably restore shareholder value, are those that know how to develop a strategy that respects in a balanced manner the interests of their shareholders, clients and personnel, and be aware of their systemic responsibilities towards society and towards the countries where they operate.

Olivier MANIERE

olivier.maniere@socgen.com

After a career as an international corporate and investment banker, Olivier Manière heads the Administration department of Societe Generale and is the chief of staff of the Group's Corporate Secretary. He is involved in matters relating to corporate governance at Group level and represents Societe Generale in a number of professional organisations.

Societe Generale is one of the largest European financial services groups. Based on a diversified universal banking model, the Group combines financial solidity with a strategy of sustainable growth, and aims to be the reference for relationship banking, recognised on its markets, close to clients, chosen for the quality and commitment of its teams.

Its 160,000 employees based in 77 countries accompany more than 33 million clients throughout the world on a daily basis. Societe Generale' teams offer advice and services to individual, corporate and institutional customers in three core businesses:

- *Retail banking in France with the Societe Generale branch network, Credit du Nord and Boursorama*
- *International retail banking, with a presence in Central and Eastern Europe and Russia, in the Mediterranean basin, in Sub-Saharan Africa, in Asia and in the French Overseas Territories*
- *Corporate and investment banking with a global expertise in investment banking, financing and global markets.*

Societe Generale is also a significant player in specialised financing and insurance, private banking, asset management and securities services.

Societe Generale is included in the main international socially-responsible investment indices: FTSE4Good, ASPI, DJSI World and DJSI Europe.

For more information, you can follow us on twitter @SocieteGenerale or visit our website www.societegenerale.com

POINT DE VUE REGULATEUR

SYNTHESE DU RAPPORT 2011 DE L'AMF SUR LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE ET LA REMUNERATION DES DIRIGEANTS

Le présent rapport est établi en application de l'article L. 621-18-3 du code monétaire et financier qui charge l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) d'établir chaque année un rapport portant sur le gouvernement d'entreprise, la rémunération des dirigeants et le contrôle interne sur la base des informations publiées par les personnes morales dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé et ayant leur siège statutaire en France. Il s'agit du huitième rapport établi par l'AMF en la matière. Il a été élaboré à partir d'un échantillon de 90 sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur Nyse Euronext, parmi celles-ci 59 se réfèrent au code AFEPMEDEF 19 au code MIDDLENEXT et 12 ne se réfèrent à aucun code de gouvernement d'entreprise.

La première partie du rapport est consacrée à la méthodologie utilisée ainsi qu'au rappel des lois et des réglementations en vigueur (I). L'analyse de l'information publiée par les sociétés a permis d'établir des constats en matière de gouvernement

d'entreprise (II), de rémunération des dirigeants (III) et de contrôle interne (IV). Ces constats servent de base à l'élaboration de recommandations visant à améliorer l'information communiquée sur ces sujets, et, le cas échéant, de pistes de réflexion. En préambule, il convient de souligner que la composition de l'échantillon retenu dans le cadre de l'élaboration du présent rapport diffère sensiblement de celle de l'échantillon servant de base au rapport AMF de juillet 2010, qui était de 60 sociétés issues du SBF 120 et qui se référaient exclusivement au code AFEP/MEDEF, l'étude de sociétés se fondant sur le code MIDDLENEXT ayant fait l'objet, quant à elle, d'un rapport complémentaire de l'AMF en décembre 2010. Cette différence entraîne naturellement un biais dans la comparaison avec les résultats du rapport 2010. Ceci ayant été rappelé, l'AMF a noté cette année des améliorations notables s'agissant de la transparence de l'information donnée et de l'évolution des pratiques.

En matière de **gouvernement d'entreprise**, on peut notamment relever l'augmentation de la diversification de la composition des conseils ou encore la progression du nombre de sociétés donnant des informations sur le bilan d'activité de ce dernier. En outre, les constats réalisés, en particulier dans les plus importantes sociétés de l'échantillon, font apparaître des résultats satisfaisants s'agissant de l'application des recommandations des codes de référence. Ainsi, le ratio moyen d'administrateurs indépendants au sein des conseils des sociétés se référant au code AFEP/MEDEF s'établit à 52% en moyenne et à 59% dans les sociétés du CAC 40, alors que la recommandation de ce code en la matière a fixé à 50% le ratio à atteindre par les sociétés au capital dispersé et dépourvues d'actionnaires de contrôle. S'agissant des sociétés se référant au Code MIDDLENEXT, elles sont 74% à indiquer dans le rapport du président que leurs conseils ont pris connaissance des éléments présentés dans la rubrique « points de vigilance » dudit code.

S'agissant de la **rémunération des dirigeants**, on relève notamment des améliorations en matière d'informations sur le cumul du contrat de travail et d'un mandat social, les conditions et modalités de versement des indemnités de départ versées à l'occasion de départs intervenus pendant l'exercice 2010, les options d'achat ou de souscription d'actions et l'attribution d'actions de performance. Par ailleurs, un effort de transparence particulier a été réalisé par les émetteurs sur l'application des recommandations émises par l'AMF en 2009 et 2010 pour les grandes sociétés et les Valeurs Moyennes et Petites s'agissant, en particulier, de (i) la centralisation de l'information et de l'utilisation des tableaux récapitulatifs, (ii) la soumission de la totalité de l'exercice des options ou de l'attribution des actions à des conditions de performance, (iii) l'interdiction faite aux dirigeants de recourir à des instruments de couverture sur les actions attribuées et, plus particulièrement pour les sociétés ayant adopté le code AFEP/MEDEF, (iv) l'extension des bénéficiaires des régimes de retraite supplémentaire à prestations définies à un groupe plus large que les seuls dirigeants mandataires sociaux.

Les constats réalisés en matière d'information donnée sur les **procédures de contrôle interne et de gestion des risques** témoignent eux aussi de la prise en compte par les sociétés de ces sujets, et ce quelle que soit la taille de celles-ci. Cette approche du contrôle interne et de la gestion des risques par la qualité de l'information donnée dans les documents annuels permet d'accroître la transparence des sociétés en la matière même si c'est dans le cadre de la mise en oeuvre pratique de ces procédures que leur efficacité peut être effectivement suivie.

Malgré ces constats positifs, certaines améliorations restent attendues et méritent donc d'être soulignées. De manière générale, afin que les sociétés soient en mesure de mettre en oeuvre le principe « appliquer ou expliquer », l'AMF recommande qu'elles communiquent de manière précise, dans leur document de référence ou dans leur rapport annuel, toute l'information sur l'application des recommandations du code de gouvernement d'entreprise auquel elles se réfèrent. Lorsqu'une recommandation du code est écartée, l'AMF recommande de fournir des explications suffisamment circonstanciées et adaptées à la situation particulière de la société, notamment, par exemple, lorsque l'application de certains critères d'indépendance est écartée.

S'agissant plus particulièrement de certaines recommandations, l'AMF a, par exemple, relevé que seule la moitié des sociétés qui ont mis en place un **Administrateur Réfèrent** ont communiqué sur ses pouvoirs et prérogatives.

En matière de rémunération des dirigeants, l'AMF souhaite également rappeler que le code de commerce requiert la conservation d'un certain nombre de titres par les dirigeants. Cette obligation a été reprise et précisée dans le code AFEP/MEDEF. l'AMF constate que plusieurs sociétés de l'échantillon ne présentent pas cette politique de conservation des titres. En outre, peu de sociétés présentent des informations sur les droits ouverts à

titre individuel au titre des régimes de retraite supplémentaire à prestations définies dont bénéficient leurs dirigeants. Par ailleurs, plusieurs sociétés n'indiquent pas les critères qualitatifs retenus pour la détermination de la partie variable de la rémunération des dirigeants et très peu d'entre elles précisent le niveau de réalisation attendu des objectifs quantitatifs.

En matière de procédures de contrôle interne et de gestion des risques, il est important pour l'AMF que les sociétés qui déclarent s'appuyer sur son cadre de référence ou sur le guide d'application adaptée aux valeurs moyennes et petites mentionnent l'ensemble des objectifs du contrôle interne et de la gestion des risques, complétés, le cas échéant par des objectifs qui leur sont plus spécifiques. En outre, l'AMF recommande que les sociétés établissent un lien clair entre les objectifs de contrôle interne et de gestion des risques qu'elles mettent en avant et la description des procédures figurant dans le rapport du président.

Pour ces différentes raisons, l'AMF invite les émetteurs à poursuivre l'application des recommandations précédemment formulées dans ses rapports annuels sur la gouvernance, la rémunération des dirigeants et le contrôle interne et à suivre les nouvelles préconisations formulées dans le présent rapport.

Au-delà des constats réalisés au titre de 2010, les sociétés cotées françaises ont réalisé, au cours des dernières années, de nets progrès tant en matière d'information que de pratiques, qui les placent aujourd'hui à un niveau satisfaisant quant au respect des différentes recommandations élaborées par les associations professionnelles, au travers de leurs codes de gouvernement d'entreprise.

Cette évolution nécessite d'être encore poursuivie pour conduire, à terme, à ce que certaines pratiques résiduelles, très minoritaires, qui apparaissent en retrait par rapport au progrès général constaté, disparaissent. A la lumière de ce qui a pu être relevé au cours de l'exercice 2010, l'AMF recommande que toutes les sociétés identifient de manière nominative leurs administrateurs indépendants, ce qu'elles font déjà pour la quasi-totalité d'entre elles et, qu'à l'instar de la très grande majorité des sociétés qui respectent ce principe, qu'elles expliquent effectivement, conformément au principe « appliquer ou expliquer », les raisons pour lesquelles elles ont écarté l'application d'une recommandation du code auquel elles se réfèrent et ce quelle que soit la nature de la recommandation écartée (non-respect de la règle de limitation du cumul des mandats pour les dirigeants exécutifs par exemple).

S'agissant des pistes de réflexions formulées depuis deux ans, qui constituent la base d'un dialogue sur le contenu des codes élaborés par les associations professionnelles, l'AMF constate qu'elles ont été à ce jour encore peu relayées. Ainsi, par exemple de la proposition envisagée dans le rapport de juillet 2010 sur l'autorisation préalable du conseil avant l'acceptation par un dirigeant exécutif d'un nouveau mandat dans une société cotée ou celle, qui figurait dans le rapport de décembre 2010 pour les sociétés se référant au code MIDDLENEXT, incitant à ce que les principales conclusions de l'auto-évaluation du conseil et notamment les pistes d'amélioration soient communiquées aux actionnaires.

L'AMF continuera ses propositions en la matière et en fera part aux associations concernées. Dans le cadre du présent rapport, elle rappelle ci-après ces pistes et les complète à nouveau, en particulier, sur l'indépendance du président du comité d'audit, pratique d'ores et déjà adoptée par 91% des sociétés du CAC 40.

1. Gouvernement d'entreprise : constats, recommandations et pistes de réflexion

1.1 Constats

Système de gouvernance :

- Près de 80% des sociétés ayant procédé à un changement de structure de gouvernance l'ont expliqué ;
- 9% des sociétés de l'échantillon, exclusivement des sociétés du CAC 40, disposent d'un Administrateur Réfèrent. Seule la moitié

d'entre elles ont consacré des développements aux pouvoirs et/ou prérogatives de cet Administrateur Référent.

Les administrateurs indépendants :

- 79 sociétés, soit 88% de l'échantillon, disposent d'au moins d'un administrateur indépendant (ce taux s'élève à 100% pour les sociétés du CAC 40), parmi lesquelles figurent 5 sociétés ne se référant à aucun code de gouvernement d'entreprise sur les 12 étudiées ; 97% de ces sociétés donnent une définition de l'indépendance (100% des sociétés appartenant au CAC 40 en donnent une définition) ;
- le ratio moyen d'administrateurs indépendants au sein des conseils des sociétés se référant au code AFEP/MEDEF s'établit à 52% en moyenne et à 59% dans les sociétés du CAC 40.

La prise en compte par les sociétés d'un objectif de diversification de la composition de leurs conseils :

- à l'issue des assemblées générales 2011, la proportion de femmes au sein des conseils des sociétés du CAC40 s'élève à près de 21%, mais encore 7 sociétés de l'échantillon ont un conseil composé exclusivement d'hommes ;
- parmi les 34 sociétés mentionnant la nationalité de leurs administrateurs, le taux moyen de membres du conseil de nationalité étrangère s'élève à environ 20%. Par ailleurs, 7 sociétés, appartenant toutes au compartiment A, ont intégré dans leurs objectifs de diversification des conseils un facteur lié à la nationalité ou à l'expérience internationale.

Comité d'audit :

- 85% des sociétés de l'échantillon ont mis en place un comité d'audit ou des comptes, distinct du conseil (ce taux s'élève à 100% pour les sociétés du CAC 40 de l'échantillon). 7% des sociétés de l'échantillon ont confié cette fonction au conseil réuni en formation de comité d'audit ; parmi les 8% restantes, 4 ont déclaré n'avoir pas mis en place de comité d'audit et les trois autres n'ont donné aucune information sur ce point ;

- dans 81% des sociétés qui ont mis en place un comité d'audit distinct du conseil et qui ont communiqué l'information adéquate, la présidence de ce comité a été confiée à un administrateur indépendant. Au sein des sociétés du CAC 40, 91% des comités d'audit sont présidés par un administrateur indépendant ;

- 33% des sociétés de l'échantillon ont précisé s'être appuyées sur le rapport du groupe de travail de l'AMF sur le comité d'audit de juillet 2010.

Comité des rémunérations :

- 81% des sociétés qui se réfèrent au code AFEP-MEDEF ont un comité des rémunérations, distinct ou non du comité des nominations (ce taux s'élève à 100% pour les sociétés du CAC 40). Le président de ce comité est indépendant dans 79% des cas, dans 83% des cas au sein des sociétés de l'échantillon appartenant au CAC 40 ;

Travaux du conseil :

- 88% des sociétés de l'échantillon ont abordé le bilan d'activité du conseil, et ce, de manière précise dans 87% des cas ;

- Plus de 80% des sociétés se référant au code AFEP/MEDEF ont indiqué avoir mené une évaluation, formalisée ou non, de leur conseil au cours de l'année 2010 ou au premier trimestre de l'année 2011 au titre de l'année 2010. Quelle que soit la nature de l'évaluation mise en oeuvre par la société, formalisée ou non, une information est fournie sur les résultats de cette évaluation par 70% d'entre elles ;

- 74% des sociétés se référant au code MIDDLENEXT ont indiqué que le président du conseil a invité les membres à s'exprimer sur le fonctionnement du conseil et sur la préparation des travaux au cours de l'année 2010 ou au cours du premier trimestre 2011.

La gestion des conflits d'intérêts :

- 44 sociétés, soit 49% de l'échantillon, ont consacré un développement spécifique aux obligations des administrateurs en matière de conflits d'intérêts.

1.2 Recommandations et pistes de réflexion

L'AMF invite les émetteurs à poursuivre l'application des recommandations précédemment formulées dans ses rapports annuels sur la gouvernance, la rémunération des dirigeants et le contrôle interne, et à suivre les nouvelles recommandations formulées dans le présent rapport.

Recommandations :

1. La référence ou l'absence de référence à un code de gouvernement d'entreprise

- dans certains cas, il existe une ambiguïté quant au référentiel de gouvernement d'entreprise effectivement choisi. Par conséquent, l'AMF recommande aux sociétés de faire un choix précis s'agissant du code de gouvernement d'entreprise auquel elles ont décidé de se référer et de l'indiquer clairement.

- l'AMF recommande aux sociétés qui ne se réfèrent aujourd'hui à aucun code de gouvernement d'entreprise de bien prendre connaissance des dispositions de ces derniers (code AFEP/MEDEF et code MIDDLENEXT) afin de pouvoir apprécier lequel de ces codes pourrait, le cas échéant, devenir leur code de référence. Il est rappelé, à cet égard, qu'une société ayant choisi de se référer volontairement à un code peut, à condition de l'expliquer, écarter certaines règles dudit code en application du principe « appliquer ou expliquer ». L'AMF recommande, en outre, que ces sociétés indiquent expressément qu'elles ne se réfèrent à aucun code de gouvernement d'entreprise et qu'elles fassent mention de l'article L.225-37 du code de commerce.

Dans ce cas, en ce qui concerne la présentation des « règles retenues en complément des exigences requises par la loi », l'AMF recommande qu'elles fassent l'objet d'un paragraphe spécifique permettant d'identifier clairement la nature de ces règles, qu'il s'agisse de règles d'organisation et de fonctionnement du conseil, de composition de ses membres ou, le cas échéant, d'évaluation de ses travaux ;

- l'AMF recommande aux sociétés qui se réfèrent au code MIDDLENEXT, lorsque le conseil a pris connaissance des points de vigilance, de l'indiquer systématiquement dans le rapport du président.

Dans l'hypothèse où le conseil n'aurait pas pris connaissance des points de vigilance, la société doit expressément l'indiquer et en fournir une explication.

2. L'organisation des travaux du conseil

- à nouveau, l'AMF constate que plusieurs sociétés ont fait évoluer cette année leur système de gouvernance. L'AMF recommande qu'elles en expliquent les raisons et que ces explications soient précises et circonstanciées. Lorsque des mesures particulières ont été prises afin d'assurer un équilibre des pouvoirs au sein du conseil à l'occasion de la fusion des fonctions de président et de directeur général, l'AMF recommande que ces mesures soient également présentées ;

- l'AMF constate que seule la moitié des sociétés disposant d'un Administrateur Référent ont communiqué sur ses pouvoirs et prérogatives. Elle recommande que ceux-ci soient systématiquement présentés.

3. Les membres indépendants des conseils et la gestion des conflits d'intérêts

- l'AMF recommande aux sociétés de donner chaque année des éléments d'informations détaillés, afin d'expliquer la manière dont leur conseil d'administration ou de surveillance a apprécié le caractère significatif ou non des relations d'affaires susceptibles d'être entretenues par des membres qualifiés d'indépendants avec la société dont ils sont administrateurs ou membres du conseil de surveillance.

Dans ce cadre, l'AMF recommande aux sociétés de décrire avec précision le contenu de tout engagement auquel les administrateurs concernés seraient, le cas échéant, soumis afin de préserver les conditions de cette qualification d'administrateur indépendant, ainsi que les conséquences d'une éventuelle violation de ces

engagements. L'AMF recommande également d'identifier nominativement les administrateurs indépendants.

- dans un souci de bonne information du marché et des actionnaires, l'AMF recommande aux sociétés qui ne se réfèrent à aucun code de gouvernement d'entreprise et qui mentionnent que leur conseil comprend un ou plusieurs administrateurs indépendants, de donner une définition de l'indépendance ainsi retenue ;

- l'AMF recommande aux sociétés qui se réfèrent aux codes AFEP/MEDEF et MIDDLENEXT, dont les recommandations prévoient expressément des dispositions en matière de déclaration et de gestion des conflits d'intérêts des membres des conseils, de donner des éléments d'information sur la gestion des conflits d'intérêts au sein du conseil.

4. Les comités spécialisés du conseil

- l'AMF constate que la très grande majorité des sociétés de l'échantillon ont mis en place un comité d'audit distinct du conseil. Pour autant, elle relève que certaines sociétés ne donnent aucune information sur la mise en place d'un tel comité ou sur le choix de confier les missions de ce comité au conseil.

S'agissant des sociétés qui ont mis en place un comité d'audit ou des comptes distinct du conseil, l'AMF recommande que leurs membres et leurs présidents soient tous clairement identifiés. Elle recommande également que dans le paragraphe de présentation des membres du conseil des développements spécifiques soient consacrés aux compétences des membres du comité d'audit.

En ce qui concerne les sociétés qui ont confié les missions du comité à leur conseil, l'AMF note qu'une seule d'entre elles a expliqué la manière dont le président directeur général participait à ces réunions.

L'AMF recommande aux sociétés d'améliorer l'information diffusée sur ce sujet et rappelle que le groupe de travail sur le comité d'audit de juillet 2010 recommandait que lorsque le président est un membre exécutif, il s'abstienne d'assister à la réunion du conseil réuni en formation de comité d'audit. En outre, il recommandait également que, du fait de la vacance du poste du président au cours de cette séance, la présidence du conseil réuni en formation de comité d'audit soit confiée à la personne désignée comme compétente et indépendante.

5. L'évaluation des travaux du conseil et de ses comités

- l'AMF recommande aux sociétés d'intégrer, dans le cadre de l'information donnée sur les résultats de l'évaluation du conseil et sur les évolutions souhaitables exprimées à cette occasion, les réflexions conduites sur la question de la diversification de la composition des conseils.

6. Mise en oeuvre du principe « appliquer ou expliquer »

- Afin que les sociétés soient en mesure de mettre en oeuvre le principe « appliquer ou expliquer », l'AMF recommande qu'elles communiquent de manière précise, dans leur document de référence ou dans leur rapport annuel, toute l'information sur l'application des recommandations du code de gouvernement d'entreprise auquel elles se réfèrent.

Pistes de réflexion

L'AMF réitère les pistes de réflexion formulées dans ses rapports de 2009 et 2010 (juillet et décembre) à l'attention des associations professionnelles et souhaite, eu égard aux constats réalisés dans le cadre du présent rapport, compléter certaines d'entre elles :

- **le cumul des mandats** : L'AMF est favorable à ce que l'acceptation par un dirigeant mandataire social au sens strict d'un nouveau mandat dans une société cotée soit soumise à l'accord préalable du conseil mais l'AMF constate que seules deux sociétés de l'échantillon ont déclaré cette année avoir mis en place une autorisation de ce type ;

- **l'Administrateur Référent** : l'AMF a déjà souligné que cet

Administrateur Référent dispose de pouvoirs adaptés à ses missions, et notamment celui de convoquer un conseil, et que ceux-ci soient formalisés et transparents. En complément, il lui paraît nécessaire que cet administrateur soit un administrateur indépendant et que la société publie un bilan d'activité de ce dernier, à l'instar de ce qui a été réalisé par certaines sociétés cette année, afin que puisse être appréciés d'une part, la nature des diligences et missions conduites dans ce cadre et d'autre part, l'usage qu'il a pu faire des prérogatives qui lui ont été reconnues ;

- **le rôle du président non exécutif** : l'AMF rappelle, en particulier, l'importance qu'elle attache à l'examen de la nature des missions confiées au président du conseil non exécutif, aux limites fixées à ces missions au regard notamment des pouvoirs du directeur général et à la manière dont la réalisation de ces missions est prise en compte dans la fixation par le conseil des différents éléments de sa rémunération ;

- **le président du comité d'audit** : l'AMF estime, à l'instar de ce que pratiquent de nombreuses sociétés, qu'il conviendrait de favoriser la désignation d'un membre indépendant en qualité de président du comité d'audit. L'AMF rappelle qu'elle recommande d'appliquer les préconisations formulées par le groupe de travail sur les comités d'audit.

Ce rapport avait notamment suggéré, dans l'hypothèse où une société décide d'attribuer les compétences du comité d'audit à son conseil, que l'organe remplissant les fonctions du comité d'audit comprenne un membre ayant au moins des compétences particulières en matière financière ou comptable et indépendant. En outre, il avait recommandé que lorsque le président est un membre exécutif, il s'abstienne d'assister à la réunion du conseil, réuni en formation de comité d'audit, le président exécutif pouvant, cependant, être invité à participer à une partie de la réunion. Dans ce cadre, à la suite de la vacance du poste de président au cours de cette séance, le groupe de travail invitait alors à confier la présidence du conseil réuni en formation de comité d'audit à la personne désignée comme compétente et indépendante.

- **l'évaluation des travaux du conseil** : l'AMF proposait dans son rapport de décembre 2010 consacré aux sociétés se référant au code MIDDLENEXT que les principales conclusions de l'auto-évaluation, et notamment les éventuelles voies d'amélioration, soient mentionnées dans le rapport du président sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne. Cette année, elle rappelle que selon le code

AFEP/MEDEF, l'évaluation doit viser notamment à « mesurer la contribution effective de chaque administrateur aux travaux du conseil du fait de sa compétence et de son implication dans les délibérations ». Eu égard aux constats réalisés dans le cadre du présent rapport sur l'application de cette recommandation, il pourrait être utile que soit précisé ce qui est attendu en pratique des sociétés sur ce point.

- **les points de vigilance** : s'agissant des sociétés se référant au code MIDDLENEXT, l'AMF rappelle l'orientation qu'elle avait formulée sur le fait que les sociétés pourraient être incitées à faire part, en termes généraux, de l'appréciation donnée par le conseil sur ces points de vigilance.

2. Rémunérations des dirigeants : constats, recommandations et pistes de réflexion (à suivre dans la prochaine Lettre de l'AFGE n°30, 2^{ème} trimestre 2012).

Recommandation AMF n°2011-17 – « Rapport annuel 2011 de l'AMF sur le Gouvernement d'entreprise et la Rémunération des dirigeants » Document créé le 13 décembre 2011 www.amf-france.org

POINT DE VUE EMETTEUR

LE NOUVEAU PAYSAGE DE L'ASSURANCE FRANCAISE

L'assurance française est entrée dans une profonde et durable période de mutations. Elle est portée par plusieurs facteurs : des marchés assurables en pleine transformation, une réglementation internationale notamment comptable de plus en plus contraignante, les effets des différents chocs technologiques, des grands intervenants historiques qui redéfinissent leurs rôles et leurs stratégies, une crise financière qui touche notamment les placements traditionnels des assureurs ...

Dans ce contexte où l'incertitude prédomine, la profession doit aussi intégrer un grand bouleversement qui est une véritable révolution: Tous les «métiers financiers» sont en train de converger et sont progressivement placés sous une même autorité.

Les impacts vont être considérables. Une première conséquence est la constitution en cours de Grands Groupes Financiers *généralistes* qui se composeront de banques, de compagnies d'assurance, de mutuelles, d'établissements de crédit et/ou d'épargne salariale, d'assisteurs, de fonds de pension, de réseaux de soins, de maisons de retraite... En France, il n'y a de place que pour 5 à 6 Groupes qui représenteront à terme environ 80 % du marché.

L'autre effet concerne une séparation de plus en plus nette entre les activités de production-gestion et celles de distribution. Les différents opérateurs devront choisir leur métier de base. Des arbitrages parfois douloureux vont avoir lieu et favoriseront le partage, la mutualisation et/ou l'adossement à de Grands Groupes.

Le contexte change aussi de nature. La plupart des pays essayent d'avoir leur(s) champion(s) comme c'est déjà le cas dans d'autres secteurs d'activités comme l'énergie, la téléphonie... Les Pouvoirs Publics ne pourront pas se désintéresser d'un secteur d'activité qui finance l'économie, assure la gestion des grands équilibres sociaux et politiques et contribue à apporter la paix sociale et la redistribution des richesses. Compte tenu de leur taille, ces Grands Groupes financiers disposeront des ressources et des relations nécessaires pour peser directement sur la vie économique, sociale et politique de leur pays d'origine voire d'autres Etats.

Pourtant c'est dans une quasi indifférence de la part de la plupart des dirigeants politiques que s'opère cette grande

mutation. L'Union Européenne continue à promouvoir la concurrence « pure et parfaite » alors que de nombreux pays n'hésitent pas à utiliser la puissance de leur secteur financier pour défendre des intérêts politiques. La notion de *guerre économique* dans le domaine financier demeure encore méconnue en France, ce qui n'est pas le cas pour le Qatar, la Chine, les USA (*)

Dans la Guerre Economique, la *puissance* est un facteur clé qui permet de survivre voire de gagner. Certains moyens comme l'influence (le lobbying), la désinformation, la manipulation... sont utilisés. Ces pratiques sont courantes dans l'univers industriel. Elles commencent à se banaliser dans le domaine financier.

Les mutations de l'environnement accélèrent les prises de conscience. En effet; la bonne compréhension des bouleversements en cours est indispensable. Les dirigeants et les responsables d'entreprise sont en mesure d'apprécier les menaces, d'identifier les opportunités et de prendre les décisions appropriées.

L'arrivée de nouveaux profils dans le secteur financier est d'ailleurs la conséquence directe de cette « nouvelle réalité ». Les nouveaux dirigeants sont généralement plus des visionnaires, des entrepreneurs ou des « politiques ». Ils apportent à l'entreprise du sens, de l'ambition et de la relation.

Des géants de la Finance sont entrain de se constituer en France, en Europe et dans le monde entier. En quelques années, la profession de l'assurance et de la banque va changer plus qu'en deux siècles. En tant que client, assuré, mutualiste, actionnaire, contribuable et citoyen, chacun est concerné.

Les actionnaires-salariés sont à la fois des copropriétaires et des collaborateurs de leur entreprise. Ils contribuent doublement à l'enrichissement de son patrimoine. Ils sont aussi des citoyens parfois engagés dans la vie publique. Ils sont donc concernés par les évolutions en cours. C'est la raison pour laquelle les associations d'actionnaires-salariés du secteur financier (banque, assurance, établissements financiers...) souhaitent participer ensemble et activement à l'émergence de ce nouveau monde.

Jean-Michel OUDJANI

Président de l'AdPA

jean-michel.oudjani@cnp.fr

(*) cf. «Le nouveau paysage de l'assurance française» livre de JM Oudjani.

Jean-Michel Oudjani est le Président de l'AdPA, l'association des actionnaires salariés et anciens salariés de CNP Assurances. L'AdPA est « une association libre et indépendante » qui regroupe tous les salariés et anciens salariés du Groupe qu'ils soient issus des secteurs public ou privé, en activité ou retraités.

Depuis plus de 150 ans, CNP Assurances est le spécialiste français des assurances de personnes (Epargne, Prévoyance, Retraite, Couverture de Prêts...). Son chiffre d'affaires s'est élevé à 30 Md€ en 2011 Le résultat net s'établit à 872 M€ et intègre les dépréciations d'actifs liées à la dégradation des marchés financiers et à la dette souveraine grecque. Le premier assureur de personnes en France gère un encours de 288,7 milliards d'euros au 31 décembre 2011 (y compris PB différée). I Dans un contexte difficile, CNP Assurances a accru sa part de marché en France en 2011 qui atteint 17,4 % en termes de collecte brute contre 16,8 % en 2010, Les activités internationales représentent 20 % du chiffre d'affaires total du Groupe. Le groupe compte environ 4 600 salariés répartis dans onze pays.

L'actionnariat salarié chez CNP Assurances est une obligation prévue par les dispositions de l'article 11 de la loi du 6 août 1986. Les grands actionnaires (CDC, La Banque Postale, Groupe BPCE) ont aussi exprimé leur volonté d'associer les personnels de CNP Assurances en permettant à l'un d'entre eux, d'être désigné comme membre du conseil d'administration au titre de l'actionnariat salarié.

COMMUNIQUE DE PRESSE

LIVRE BLANC DE PARIS EUROPLACE POUR LA CAMPAGNE PRESIDENTIELLE : 20 PROPOSITIONS POUR RELANCER LE FINANCEMENT DE L'ECONOMIE ET LA CROISSANCE DURABLE ET CONFORTER LA POSITION INTERNATIONALE DE LA PLACE DE PARIS.
Version PDF : http://www.paris-europlace.net/files/Livre_Blanc_Paris_EUROPLACE_20-03-2012.pdf

POINT DE VUE REGULATEUR

INDEPENDENT COMMISSION ON BANKING FINAL REPORT
AND RECOMMENDATIONS

This Final Report (September 2011) sets out the Commission's recommendations on reforms to improve stability and competition in UK banking. It builds on the Interim Report published on 11 April 2011 and responses to its consultation on reform options. Sir John VICKERS is the chairman of the Commission ICB.

Executive summary

I- Aims of reform

The recommendations in this report aim to create a more stable and competitive basis for UK banking in the longer term. That means much more than greater resilience against future financial crises and removing risks from banks to the public finances. It also means a banking retail deposits, operating secure payments systems, efficiently channelling savings to productive investments, and managing financial risk. To those ends there should be vigorous competition among banks to deliver the services required by well-informed customers. These goals for UK banking are wholly consistent with maintaining the UK's strength as a pre-eminent centre for banking and finance, and are positive for the competitiveness of the UK economy. They also contribute to financial stability internationally, especially in Europe. The international reform agenda – notably the Basel process and European Union (EU) initiatives – is making important headway, but needs to be supported and enhanced by national measures. This is especially so given the position of the UK as an open economy with very large banks extensively engaged in global wholesale and investment banking alongside UK retail banking. Indeed part of the challenge for reform is to reconcile the UK's position as an international financial centre with stable banking in the UK.

II- Financial stability

More stable banking requires a combination of measures. Macro-prudential regulation by the new Financial Policy Committee should help curb aggregate financial volatility in the UK. But domestic financial shocks, for example related to property markets, cannot be eliminated. Moreover, the UK remains exposed to international financial volatility, in part through the global operations of UK banks.

Improved supervision by the new Prudential Regulation Authority should avoid some shortcomings of regulation exposed by the recent crisis. But information problems mean that supervisory regulation will never be perfect. In any case, it should not be the role of the state to run banks. In a market economy that is for the private sector disciplined by market forces within a robust regulatory framework.

How to make that framework sound? As the *Interim Report* explained, a package of measures is needed that:

- makes banks better able to absorb losses;

- makes it easier and less costly to sort out banks that still get into trouble; and so
- curbs incentives for excessive risk-taking.

The Commission's view is that the right policy approach for UK banking stability requires both (i) greater capital and other loss-absorbing capacity; and (ii) structural reform.

Loss-absorbency: principles

Governments in the UK and elsewhere prevented banks from failing in 2008 because the alternative of allowing them to go bankrupt was regarded as intolerable. The financial system was on the point of seizing up. Vital banking services, the continuous provision of which is imperative, would have been disrupted at potentially enormous economic and social cost.

Even after the comprehensive government rescues and accompanying monetary expansion, credit provision to the economy has been seriously disrupted and national output remains well below its level of five years ago.

There was a double failure of banks' ability to bear losses.

First, they had too little equity capital in relation to the risks they were running. Leverage ratios of assets to equity capital had ballooned to around forty times – twice historically normal levels. This was allowed to happen in part because there was no restriction on leverage, but instead limits on the ratio of capital to 'risk-weighted' assets. But the supposed 'risk weights' turned out to be unreliable measures of risk: they were going down when risk was in fact going up.

Second, when the thin layer of equity capital was eroded, banks' debt proved poor at absorbing losses. Debt holders might have borne substantial losses in insolvency, but fears of the wider consequences of insolvency – not only interruptions to ordinary banking services, but also contagion to other banks and disruption of financial markets more generally – forced governments to make taxpayers bear the contingent liabilities of bank failures. In any case ordinary retail deposits would have had no priority over bank debt in the insolvency process.

So the Financial Services Compensation Scheme (FSCS) as deposit insurer would have had to take losses as well. The risks inevitably associated with banking have to sit somewhere, and it should not be with taxpayers. Nor do ordinary depositors have the incentive (given deposit

insurance to guard against runs) or the practical ability to monitor or bear those risks. For the future, then, banks need much more equity capital, and their debt must be capable of absorbing losses on failure, while ordinary depositors are protected.

Under the international agreement known as Basel III, banks will be required to have equity capital of at least 7% of risk-weighted assets by 2019, while risk weights have also been tightened. As a backstop, there is a proposal to limit leverage to thirty-three times.

Recent further proposals from the Financial Stability Board and the Basel Committee on Banking Supervision are to increase risk-weighted capital requirements by up to 2.5% for global systemically important banks (G-SIBs), with provision for a further 1% for banks whose systemic importance grows yet more. These increases to capital requirements will not only improve banks' ability to absorb losses, but will also make them less vulnerable to liquidity problems, which are often a symptom of concerns about solvency. Basel III also includes specific proposals requiring banks to hold more liquid assets, to make them better able to withstand any temporary problems in accessing liquidity in the market.

These are important steps but, in the Commission's view, they do not go far enough.

First, the analysis discussed in Chapter 4 below indicates that, if capital requirements could be increased across the board internationally, then the best way forward would be to have much higher equity requirements, in order greatly to increase confidence that banks can easily absorb losses while remaining going concerns. The Commission is however conscious that unilateral imposition of a sharply divergent requirement by the UK could trigger undesirable regulatory arbitrage to the detriment of stability.

Second, a leverage cap of thirty-three is too lax for systemically important banks, since it means that a loss of only 3% of such banks' assets would wipe out their capital.

Third, in contrast with the Basel process, the Commission's focus is on banks with national systemic importance, as well as on ones with global importance.

Fourth, the loss-absorbency of debt is unfinished business in the international debate. How to make bank debt loss-absorbent in practice is discussed below, after consideration of the principles and practical application of structural reform proposals.

Structural reform: principles

A number of UK banks combine domestic retail services with global wholesale and investment banking operations. Both sets of activities are economically valuable while both also entail risks – for example, relating to residential property values in the case of retail banking. Their unstructured combination does, however, give rise to public policy concerns, which structural reform proposals – notably forms of separation between retail banking and wholesale/investment banking – seek to address.

First, structural separation should make it easier and less costly to resolve banks that get into trouble. By 'resolution' is meant an orderly process to determine which activities of a failing bank are to be continued and how. Depending on the circumstances, different solutions may be appropriate for different activities. For example, some activities might be wound down, some sold to other market participants, and others formed into a 'bridge bank' under new management, their shareholders and

creditors having been wiped out in whole and/or part. Orderliness involves averting contagion, avoiding taxpayer liability, and ensuring the continuous provision of necessary retail banking services – as distinct from entire banks – for which customers have no ready alternatives. Separation would allow better-targeted policies towards banks in difficulty, and would minimise the need for support from the taxpayer.

One of the key benefits of separation is that it would make it easier for the authorities to require creditors of failing retail banks, failing wholesale/investment banks, or both, if necessary, to bear losses, instead of the taxpayer.

Second, structural separation should help insulate retail banking from external financial shocks, including by diminishing problems arising from global interconnectedness. This is of particular significance for the UK in view of the large and complex international exposures that UK banks now have. Much of the massive run-up in bank leverage before the crisis was in relation to wholesale/investment banking activities. Separation would guard against the risk that these activities might de-stabilise the supply of vital retail banking services.

Third, structural separation would help sustain the UK's position as a pre-eminent international financial centre while UK banking is made more resilient. The improved stability that structural reform would bring to the UK economy would be positive for investment both in financial services and the wider economy. The proposed form of separation also gives scope for UK retail banking to have safer capital standards than internationally agreed minima, while UK-based wholesale/investment banking operations (so long as they have credible resolution plans, including adequate loss-absorbing debt) are regulated according to international standards. Without separation there would be a dilemma between resilient UK retail banking and internationally competitive wholesale and investment banking.

Moreover, separation accompanied by appropriate transparency should assist the monitoring of banking activities by both market participants and the authorities. Among other things it should allow better targeting of macro-prudential regulation. Separation has costs however. Banks' direct operational costs might increase. The economy would suffer if separation prevented retail deposits from financing household mortgages and some business investment. Customers needing both retail and investment banking services might find themselves with less convenient banking arrangements.

And although global wholesale and investment banking poses risks to UK retail banking, there are times when it might help cushion risks arising within UK retail banking. In addition, the cost of capital and funding for banks might increase. But insofar as this resulted from separation curtailing the implicit subsidy caused by the prospect of taxpayer support in the event of trouble, that would not be a cost to the economy. Rather, it would be a consequence of risk returning to where it should be – with bank investors, not taxpayers – and so would reflect the aim of removing government support and risk to the public finances.

For these reasons, the Commission regards structural reform as a key component of reforms aimed at enhancing the long-run stability of UK banking. This leads to questions about its design and implementation.

Structural reform: practical recommendations

How should the line be drawn between retail banking and wholesale/investment banking? Should separation be total so as to ban them from being in the same corporate group? If not, what inter-relationships should be allowed and how should they be governed and monitored?

The Commission's analysis of the costs and benefits of alternative structural reform options has concluded that the best policy approach is to require retail ring-fencing of UK banks, not total separation. The objective of such a ring-fence would be to isolate those banking activities where continuous provision of service is vital to the economy and to a bank's customers. This would be in order to ensure, first, that such provision could not be threatened by activities that are incidental to it and, second, that such provision could be maintained in the event of the bank's failure without government solvency support. This would require banks' UK retail activities to be carried out in separate subsidiaries. The UK retail subsidiaries would be legally, economically and operationally separate from the rest of the banking groups to which they belonged. They would have distinct governance arrangements, and should have different cultures. The Commission believes that ring-fencing would achieve the principal stability benefits of full separation but at lower cost to the economy.

Scope of ring-fence

Which activities should be **required** to be within the retail ring-fence? The aim of isolating banking services whose continuous provision is imperative and for which customers have no ready alternative implies that the taking of deposits from, and provision of overdrafts to, ordinary individuals and small and medium-sized enterprises (SMEs) should be required to be within the ring-fence.

The aims of insulating UK retail banking from external shocks and of diminishing problems (including for resolvability) of financial interconnectedness imply that a wide range of services should **not be permitted** in the ring-fence. Services should not be provided from within the ring-fence if they are not integral to the provision of payments services to customers in the European Economic Area (EEA) or to intermediation between savers and borrowers within the EEA non-financial sector, or if they directly increase the exposure of the ring-fenced bank to global financial markets, or if they would significantly complicate its resolution or otherwise threaten its objective. So the following activities should not be carried on inside the ring-fence: services to non-EEA customers, services (other than payments services) resulting in exposure to financial customers, 'trading book' activities, services relating to secondary markets activity (including the purchases of loans or securities), and derivatives trading (except as necessary for the retail bank prudently to manage its own risk).

Subject to limits on wholesale funding of retail operations, other banking services – including taking deposits from customers other than individuals and SMEs and lending to large companies outside the financial sector – should be **permitted** (but not required) within the ring-fence. The margin of flexibility in relation to large corporate banking is desirable. Rigidity would increase the costs of transition from banks' existing business models to the future regime.

And it would risk an asset/liability mismatch problem if, for example, retail deposits were prevented from backing lending to large companies. Mismatch could give rise to

economic distortion and even to de-stabilising asset price bubbles.

The Commission's view, in sum, is that domestic retail banking services should be inside the ring-fence, global wholesale/investment banking should be outside, and the provision of straightforward banking services to large domestic non-financial companies can be in or out. The aggregate balance sheet of UK banks is currently over £6 trillion – more than four times annual GDP. On the criteria above, between one sixth and one third of this would be within the retail ring-fence.

Strength of ring-fence

To achieve the purposes of ring-fencing, retail banking activities should have economic independence. This requires, first, that the UK retail subsidiary of a wider banking group should meet regulatory requirements for capital, liquidity, funding and large exposures on a standalone basis. Second, the permitted extent of its relationships with other parts of the group should be no greater than regulators generally allow with third parties, and should be conducted on an arm's length basis. Effective ring-fencing also requires measures for independent governance to enforce the arm's length relationship. The Commission's view is that the board of the UK retail subsidiary should normally have a majority of independent directors, one of whom is the chair. For the sake of transparency, the subsidiary should make disclosures and reports as if it were an independently listed company. Though corporate culture cannot directly be regulated, the structural and governance arrangements proposed here should consolidate the foundations for long-term customer-oriented UK retail banking.

Together these measures would create a strong fence. There would however be important differences relative to complete separation. **First**, subject to the standalone capital and liquidity requirements, benefits from the diversification of earnings would be retained for shareholders and (group level) creditors. Among other things, capital could be injected into the UK retail subsidiary by the rest of the group if it needed support. **Second**, agency arrangements within the group would allow 'one-stop' relationships for customers wanting both retail and investment banking services. **Third**, expertise and information could be shared across subsidiaries, which would retain any economies of scope in this area. Fourth, some operational infrastructure and branding could continue to be shared.

For these reasons, ring-fencing should have significantly lower economic costs than full separation. The Commission believes that it would secure the principal benefits: a strong ring-fence can guard against contagion risks that might threaten this, and the challenges of ring-fence design are manageable and not materially greater than those of full separation. Aside from these considerations, there are legal impediments to requiring full separation.

Loss-absorbency: practical recommendations

The principles of loss-absorbency discussed earlier – notably the need for much more equity and for debt to be capable of absorbing losses in resolution – can now be applied to the structural reform recommended by the Commission. There are three broad questions. What type of loss-absorbing capacity should be required? How much of it? And where in the banking group should it be held? In most sectors of the economy such questions have purely market-determined answers. The potentially calamitous consequences of uncontrolled bank failures

make regulatory baselines necessary for banks. Equity is the most straightforward and assuredly loss-absorbing form of capital, and there is a strong case for much higher equity requirements across the board internationally. For the UK, taking the international context and the tax regime as given, and having regard to transitional issues and the potential for arbitrage through foreign banks or shadow banks, the **Commission recommends** that large UK retail banks should have **equity capital of at least 10%** of risk-weighted assets. This exceeds the Basel III minimum, even for G-SIBs, and the backstop leverage cap should be tightened correspondingly. International standards can apply to the activities of UK banks outside their UK retail subsidiaries so long as they have credible resolution plans including adequate loss-absorbing debt.

As to that, the **Commission recommends** that the retail and other activities of large UK banking groups should both have **primary loss-absorbing capacity of at least 17%-20%**. Equity and other capital would be part of that (or all if a bank so wished). Primary loss-absorbing capacity also includes long-term unsecured debt that regulators could require to bear losses in resolution (bail-in bonds). If market participants chose, and regulators were satisfied that the instruments were appropriate, primary loss-absorbing capacity could also include contingent capital ('cocos') that (like equity) takes losses. The UK's international treaty obligations make the appropriate geographic scope the EEA rather than the UK before resolution. Including properly loss-absorbing debt alongside equity in this way offers the benefit that debt holders have a particular interest, in a way that equity holders do not, in guarding against downside risk. If primary loss-absorbing capacity is wiped out, regulators should also have the power to impose losses on other creditors in resolution, if necessary. Within the 17%-20% range there would be regulatory discretion about the amount and type of loss-absorbing capacity. For example, 3% extra equity capital might be required of a UK banking group that was judged insufficiently resolvable to remove all risk to the public finances, while no addition might be needed for a bank with strongly credible recovery and resolution plans.

These levels of loss-absorbency, and of equity in particular, are recommended taking as given that the tax advantage of debt over equity is a feature of the UK tax regime and that international accords on capital do not go materially further than minima already agreed. If there are developments on these fronts, more equity should be required.

The **Commission also recommends depositor preference** for deposits insured by the FSCS. Those deposits – and hence the FSCS (and, in the last resort, the public purse) – would then rank higher than other unsecured debt if it came to insolvency. This prospect would reinforce the credibility of such debt bearing loss in resolution, as would the subordination (as a result of bail-in) of long-term unsecured debt to non-preferred depositors in resolution.

Financial stability reforms work together

The combined effect of the Commission's recommended reforms on structure and loss-absorbency can be explained in relation to the 'too big to fail' problem, i.e. that government is compelled to save big banks for fear of the consequences of not doing so.

First, the degree of insulation that retail ring-fencing provides for vital banking services, for which customers

have no ready alternatives, gives them some protection from problems elsewhere in the international financial system, and also makes them easier to sort out if they get into trouble.

Second, greater loss-absorbing capacity – from equity and otherwise – for both retail and wholesale/investment banking means that banks of all kinds can sustain bigger losses without causing serious wider problems, and curtails risks to the public finances if they nevertheless do get into trouble.

Third, greater loss-absorbing capacity facilitates resolution. Ring-fencing, by enhancing the credibility of unsecured debt – both of the ring-fenced bank and of the rest of the bank – taking losses without taxpayer support or insolvency, does the same. So does depositor preference. Solving the 'too big to fail' problem is moreover good for competition. This illustrates the mutually reinforcing nature of the reform package. All this should curb incentives to run excessive risks in the first place, because creditors (other than insured depositors) have sharper incentives to monitor risk.

Moreover, the combination of simplifying and limiting financial links between banks and making banks more resilient (by increasing loss-absorbency and by ring-fencing) helps limit the spread of contagion through the UK banking system. This reduces the likelihood of a shock triggering a system-wide crisis. It follows from this that without structural change, substantially higher capital requirements than those recommended here would be necessary to achieve the same degree of expected stability.

Finally, the package is also designed to be complementary to other reforms already underway, and has been targeted on those areas where additional reform is necessary. On this basis, and taking into account the cumulative cost of the Commission's recommendations and other reforms in train, it is clear that the incremental benefits for the economy of these recommendations will exceed their incremental costs, probably by a very large margin.

Risks to the fiscal position

The Commission's terms of reference call for attention to be paid to risks to the fiscal position of the Government. The biggest risk is from the possibility of future crises; the value of the Government stakes in banks is an important but secondary consideration. For the reasons given above, the financial stability reforms recommended in this report should curtail risks to the public finances. The probability of government intervention being needed should be much reduced by greater loss-absorbency and curtailed risk-taking incentives. The form of intervention, if still needed, should involve resolution, not financial rescue. If, in the last resort, public funds had to be deployed, the scale of any such support should be greatly diminished by the proposed reforms.

Recent events elsewhere in Europe have illustrated that, just as banking problems can jeopardise the fiscal position, sovereign debt problems can put banks at risk. This shows starkly the close inter-relationship between the stability of banks and the soundness of public finances, and further strengthens the case for reforms to make the UK banking system more resilient.

UK competitiveness

UK competitiveness also features in the Commission's remit. The recommendations in this report will be positive for UK competitiveness overall by strengthening financial stability. That should also be good for the

City's international reputation as a place to do business. The proportion of wholesale and investment banking activity in the City that would be directly affected by the proposed reforms would be relatively small, and the ability of UK banks to compete against foreign banks should be maintained by allowing, subject to important provisos, international regulatory standards to apply to their wholesale/investment banking activities.

The proposed capital standards for ring-fenced banks, which have been calibrated partly with an eye to regulatory arbitrage possibilities, should not threaten competitiveness in retail banking either.

Nonetheless, by restoring funding costs to levels that properly reflect risk, the proposed reforms may be contrary to the private interests of wholesale/investment banking operations of some UK banks. But the public interest is another matter. It is best advanced by removing the prospect of government support. The fact that some other countries may implicitly subsidise their wholesale/investment banks does not make it sensible for the UK to do so.

Timescales

The Commission naturally hopes that Government and Parliament will respond positively to its recommendations for financial stability by enacting reform measures soon. Early resolution of policy uncertainty would be best. The Commission believes that banks should be strongly encouraged to implement any operational changes as soon as possible. But, particularly given the additional capital the measures will require, an extended implementation period would be appropriate for what amount in combination to fundamental and far-reaching reforms intended for the longer term. Implementation should however be completed at the latest by the Basel III date of the start of 2019.

Reduced bank leverage is not detrimental to economic growth in the medium term. The inflation of leverage in the past decade led to recession, not growth. Earlier decades saw growth without high leverage. In any case, the Commission's proposals to require banks to have more equity capital and long-term unsecured debt is not so large a shift in the mix of bank funding when viewed in relation to the size of their balance sheets. Banks with more robust capital, together with the creation of the ring-fence, would provide a secure and stable framework for the supply of credit to businesses and households in the UK economy. And improved financial stability would be good for investment in the economy.

III- Competition

There are long-standing competition issues in UK retail banking. On the supply side, core markets are concentrated – the largest four banks account for 77% of personal current accounts and 85% of SME current accounts. On the demand side, competition between banks on current accounts is muted by difficulties of switching between providers and by lack of transparency about banking services on offer. In short, consumers are often not well placed to make informed choices between effectively competing suppliers of banking services. The crisis has, moreover, impaired competition. The merger between Lloyds and HBOS – one of the principal challengers to the main incumbents – was not referred to the Competition Commission despite the fact that the Office of Fair Trading had found that the test for referral on competition grounds was met in respect of personal current accounts, banking services to SMEs and mortgages. Other challengers left the market or were

absorbed into Santander or other established banks. The 'too big to fail' problem gives large banks a competitive advantage over smaller banks which already face differentially high regulatory capital requirements.

This last problem is to some extent addressed by the Commission's financial stability recommendations, including the higher capital requirements on larger banks. Eliminating the implicit government guarantee is pro-competitive. Furthermore, higher capital requirements guard against competition being directed in part towards unduly risky activities, as was the case in the run-up to the crisis when misaligned incentives led banks to 'compete' by lowering lending standards. The crisis has at the same time created opportunities to improve competition. The Commission's aim is to promote effective competition, in which banks compete to serve customers well rather than exploiting lack of customer awareness or poor regulation.

Beyond its financial stability proposals, in the *Interim Report* the Commission advanced provisional views: - that the divestiture of Lloyds' assets and liabilities required for EU state aid approval will have a limited effect on competition unless it is substantially enhanced; - that it may be possible to introduce greatly improved means of switching at reasonable cost, and to improve transparency; and - that the new Financial Conduct Authority (FCA) should have a clear primary duty to promote effective competition.

Improving prospects for a strong and effective challenger

In the light of further evidence, the Commission confirms its view that the prospects for competition in UK retail banking would be much improved by the creation of a strong and effective new challenger by way of the Lloyds divestiture. (The required RBS divestiture has already taken place.) Since the currently proposed divestiture has important limitations, its substantial enhancement would be desirable. This is not simply a question of the number and quality of divested branches, or of the related share of personal current accounts, which at 4.6% is at the low end of the range associated with effective competitive challenge in the past. The funding position of the divested entity is also important for competitive prospects. In particular, unless remedied, its large funding gap – i.e. high loan-to-deposit ratio – would blunt the incentive of the divested entity to compete effectively as a credit provider, and might raise its funding cost base, thereby weakening its ability to compete generally. The Commission therefore recommends that the Government seek agreement with Lloyds to ensure that the divestiture leads to the emergence of a strong challenger bank.

Improving switching and consumer choice

The consultation on the *Interim Report* has indicated that a greatly improved switching system for personal and business current accounts could be introduced without undue cost. The Commission therefore recommends the early introduction of a redirection service for personal and SME current accounts which, among other things, transfers accounts within seven working days, provides seamless redirection for more than a year, and is free of risk and cost to customers. This should boost confidence in the ease of switching and enhance the competitive pressure exerted on banks through customer choice. The Commission has considered recommending account number portability. For now, it appears that its costs and incremental benefits are uncertain relative to redirection,

but that may change in the future. Easier switching would bring benefits only if accompanied by much greater transparency which would allow consumers to make informed choices, and so compel banks to offer products that would meet consumers' needs at competitive prices. Transparency should be improved by requirements on banks to disclose more information about prices, including by displaying interest foregone on annual current account statements, and through the sector regulator acting to make current accounts more easily comparable.

Securing pro-competitive financial regulation

One of the reasons for long-standing problems of competition and consumer choice in banking and financial services more generally has been that competition has not been central to financial regulation. The current reform of the financial regulatory authorities, especially the creation of the FCA, presents an opportunity to change this, which in the Commission's view should be seized. The issues of switching and transparency mentioned above are examples of where the FCA, with strong pro-competitive powers and duties, could make markets work much better for consumers. It could also do so by tackling barriers to the entry and growth of smaller banks. Statements by Government indicate that the policy goal of a pro-competitive FCA is accepted. The Commission believes, however, that this could be secured more effectively than in the current proposed wording of the duties of the FCA, and recommends that the statement of objectives for the FCA is strengthened accordingly.

The question of reference to the Competition Commission

The *Interim Report* also considered whether there was a case for the relevant authorities to refer any banking markets to the Competition Commission for independent investigation and possible use of its powers to implement remedies under competition law. Such a reference is not recommended before important current policy questions are resolved, but could well be called for depending how events turn out in the next few years, especially whether: - a strong and effective challenger has resulted from the Lloyds divestiture;

- ease of switching has been transformed by the early establishment of a robust and risk-free redirection service together with much greater transparency;

- a strongly pro-competitive FCA has been established and is demonstrating progress to improve transparency and reduce barriers to entry and growth by rivals to incumbent banks.

If one or more of these conditions is not achieved by 2015, a market investigation reference should be actively considered if the OFT has not already made one following its proposed review in 2012 of the personal current account market.

IV- Conclusion

In recent months the macroeconomic and sovereign debt problems consequent upon the financial crisis that began in 2007 have widened and deepened, and levels of stress in bank funding markets have risen again. These are not reasons for avoiding banking reform. Quite the reverse. The ongoing strain on the economy and financial markets reinforces the importance of improving the resilience of the UK banking system. The reforms proposed in this *Final Report* are aimed at long-term stability. The fact that the economy is currently weak is no reason to be distracted from this goal. It is strongly in the national economic interest to have much sounder banks than before. Postponement of reform would be a mistake, as would failure to provide certainty about its path.

However, it is important that the current economic situation be taken into account in the timetable for implementation of reform. The Commission's view is that setting 2019 as the final deadline for full implementation provides ample time to minimise any transition risks. Although deliberately composed of moderate elements, the reform package is far reaching. Together with other reforms in train, it would put the UK banking system of 2019 on an altogether different basis from that of 2007. In many respects, however, it would be restorative of what went before in the recent past – better-capitalised, less leveraged banking more focused on the needs of savers and borrowers in the domestic economy. Banks are at the heart of the financial system and hence of the market economy. The opportunity must be seized to establish a much more secure foundation for the UK banking system of the future.

Vous pouvez consulter le texte intégral du Rapport sur le site : <http://banking.commission.independent.gov.uk>

Le gouvernement britannique publiera aussi un livre blanc au printemps 2012 qui donnera plus de détails sur la mise en œuvre des recommandations du ICB Final Report (http://cdn.hm-treasury.gov.uk/govt_response_icb_19122011.pdf)

Contact us: banking.commission@hm-treasury.gsi.gov.uk

POINT DE VUE INVESTISSEUR

CONTINUING THE DIALOGUE

The International Corporate Governance Network (ICGN) is hosting a one-day conference in London on 20 March to foster dialogue between practitioners on a range of topical governance issues. Similar discussions are being held in other markets in Europe, the US and elsewhere on a regular basis as practitioners grapple with a range of topical issues.

I've attended quite a few of these types of events in the past 12 months and it is fascinating to me the extent of the overlap in the questions being asked. How do we improve the effectiveness of company boards? What are

the responsibilities of institutional investors? Who should approve executive pay? Is the investment horizon sufficiently long-term? The common threads running through these discussions are the perennial issues of transparency and accountability. Although few of the issues are new what is encouraging is the level of dialogue, in these forums and independently, between investors, companies, regulators and others who can influence the governance framework. It's encouraging because experience suggests that policies and practices devised by the people who are involved in governance day-to-day are more likely to have the desired impact

than rules developed by regulators or legislators in isolation.

The two key themes I'd like to focus on here are board effectiveness and the relationship between investors and companies, as seen from my perspective as a governance professional within a conventional asset manager.

Board effectiveness

Board effectiveness has been under detailed review since the financial crisis and there have been numerous formal and informal consultations on proposals to make boards more effective. The difficulty is to regulate for the 'secret sauce' that makes a board greater than the sum of its parts. Yet it is hugely important for the success of companies and thus for their investors for boards to achieve that status. As the saying goes, "the fish rots from the head".

Discussions I have had with senior management, board members and advisors to boards suggest that there are a few characteristics common amongst boards of companies that are successful over the longer term:

- first and foremost, active and objective leadership by a credible, independent chairman or equivalent to balance the power of the chief executive and to provide counsel when needed;
- experienced, qualified directors with diverse perspectives, skills and experiences;
- regular introduction of new directors to ensure a managed succession for key board roles and periodic review of the modus operandi of the board;
- a formal appointment process that starts with 'what is the role?' and involves a thorough search for candidates, including those from outside the circle of 'usual suspects';
- periodic board and committee evaluations to review composition and performance;
- shared understanding between the board and management as to roles, responsibilities and accountabilities;
- recognition by board members that they are accountable to (i.e. they work for) shareholders and serve at their pleasure;
- a focus on those things that only the board can do.

Other commentators have suggested that every successful board has one director who is willing to say what others won't and isn't concerned about challenging conventions, a recognised curmudgeon. Although some of these factors can be mandated many of them are deep-seated behaviours or values whose proper implementation cannot be forced, which takes us back to the first bullet and the importance of an effective chairman to an effective board.

The long-running debate on what constitutes 'good' governance will continue because there are so many factors at work to make a company successful it is difficult to isolate one or two and prove that they were the driving factors. Nonetheless, it seems likely that a board of well qualified, committed and active directors working with a dedicated, expert management team is going to succeed more readily than the opposite. It is not easy for shareholders to assess the strengths of a board from arm's length or from the information published in the annual report. To a large extent shareholders rely on the professionalism of the directors, individually and collectively. At the same time they need to be alert to signs of things not working and to act if there are any concerns. Waiting until there is no doubt that the board or management (or both) is dysfunctional risks

destroying considerable shareholder value. Periodic dialogue helps provide assurance that things are on track.

Relationship between investors and companies

Dialogue, or engagement, between companies and their investors on corporate governance matters is valuable for the simple reason that it builds understanding. A director whose profile, from a shareholder perspective, doesn't seem to fit the board may also be, from the board's perspective, its most valued member. Similarly, lack of reporting may cause shareholders concern that the management team is not addressing the company's environmental impact robustly whereas management are concerned that if they fully disclose the work in this area they will be criticised. Unless companies and shareholders engage in dialogue, these mismatches in views may not be recognized or addressed. And that it is even more acute in relation to concerns about the performance of the company or the management.

Letter from Larry Fink, BlackRock's Chairman and CEO

Our belief in the importance of engagement was expressed publicly recently in a letter from Larry Fink, BlackRock's Chairman and CEO, to over 600 companies in which we hold particularly large stakes on behalf of our clients. In the letter, he encouraged boards to anticipate whether aspects of their governance approach might need to be discussed with shareholders to either get their support or to understand shareholders' policies and perspectives on specific issues. This is particularly important in relation to potentially controversial items on the agenda for the annual shareholder meeting. The feedback gathered in such discussions can be valuable to the board and to management in considering the best way forward for the company. It is much easier to resolve any difference of opinion well in advance of the shareholder meeting than a few days before the voting deadline.

Outside the general meeting, engagement is an important part of BlackRock's tool kit because a significant percentage of our equity investments are made through index-based strategies. Clearly this means that we cannot sell the shares of companies which we consider to be underperforming on either economic, governance, environmental or social grounds. But through dialogue with those companies we can air our concerns, listen to the company's justification for its approach and potentially identify changes that might bridge any gaps. We are very clear in our discussions that we do not wish to micro-manage or to second guess boards or management. Boards still need to decide the appropriate course of action but being informed about the views of their shareholders ought to improve the decision making and communication once the decisions have been made.

Dialogue between BlackRock and companies.

The aim of the letter was to initiate dialogue between ourselves and companies. We emphasised our willingness to support unconventional approaches to governance matters. But the onus is on companies to explain clearly how their approach serves the interests of long term shareholders such as our clients. For our part, we have published on our website a suite of policies that set out our thinking on key issues around corporate governance and engagement. Although we believe that it is important to keep the details of engagements private, we are accountable to our clients. To facilitate dialogue with them, we publish our voting record annually and have recently published a high level review of our work in 2011.

All these documents are available at: <http://www2.blackrock.com/global/home/AboutUs/ProxyVoting/index.htm>. As ever, we welcome both feedback and dialogue. I can be contacted at my e mail, or perhaps we will meet at the ICGN meeting?

Michelle EDKINS
michelle.edkins@blackrock.com

Michelle Edkins, Global Head of Corporate Governance and Responsible Investment at BlackRock. She heads a team of 20 specialists based in the Americas, EMEA and Asia-Pacific who are collectively responsible for engagement, including proxy voting, with the companies in which BlackRock invests on behalf of its clients. Michelle is also Vice-Chairman of the board of governors of the International Corporate Governance Network (see www.icgn.org for more information). BlackRock is one of the world's preeminent asset management firms and a premier provider of global investment management, risk management and advisory services to institutional and retail clients around the world. As of 31 December 2011, BlackRock had assets under management of \$3.5 trillion.

POINT DE VUE INVESTISSEUR

GROWING UP TO THE CHALLENGE: CORPORATE GOVERNANCE IN INDIA

Corporate law in India is in the throes of a major evolution. On December 14, 2011, the Union Corporate Affairs Minister of India tabled the Companies Bill 2011 in Parliament. The new bill proposes to bring about sweeping changes to the existing law governing commercial activity in the country. At a time when Indian companies are increasingly assuming a global role, the proposed Bill is bound to attract worldwide attention. Seven years after it was first proposed, the Indian government recently approved the Companies Bill 2011, a draft law that seeks to comprehensively amend the 55-year-old Companies Act 1956. The Bill aims to achieve the modernisation of corporate regulation in the country. The Bill is expected to herald an era of e-governance, enhanced accountability, and corporate social responsibility (CSR) among companies registered in the country. Several corporate governance and disclosure norms have also been included in the Bill. The new proposals include additional disclosure norms for companies, mandatory rotation of auditors and audit firms, regulation of related-party transactions, protection of minority shareholders, provision for class action suits, enhancement of penalties and a mandatory slot for a woman director on company boards. The Bill also proposes to tighten the laws for raising money from the public. It seeks to prohibit insider trading by company directors or key managerial personnel by treating such activities as a criminal offence. Further, it has proposed companies to earmark two per cent of the average profit of the preceding three years for CSR activities and make a disclosure to shareholders about the policy adopted in the process. Class action suits will empower investors to sue a company for oppression and mismanagement, and claim damages. At a time when the growth of Indian companies is making global headlines, the moot question will be to see how these recommended norms change the face of corporate governance in India?

Living in the Past

Companies in India, some of which are global titans today, have been created under the Companies Act, 1956. Critics have time and again pointed out that the 55 year old law does not reflect the changing times; a thought that is reflected in the new proposals of the Indian Government. In view of changes in the national and international economic environment and expansion and growth of Indian economy the need was felt to repeal the law and enact a new legislation to provide for new provisions that met with the changed national and international economic environment. The new Company Bill 2011 is thus the result of years of deliberations and modifications. The new law, once passed will bring about

a number of drastic changes in the Indian corporate environment. It seeks to bring in conceptual changes such as 'One Man Company' to India's corporate lexicon. If the new law has its way, corporate social responsibility (CSR) will soon be made a mandatory provision. Also mandatory would be the rotation of auditors every five years and modifications in the provisions relating to 'Independent directors'. Good governance plays a crucial role in developing an efficient economic system and India is no different. As the economy opened up, Indian companies were faced with new challenges. To meet with the changing times, several major corporate governance initiatives have been launched in India since the mid-nineties. In fact, a 2004 study by the World Bank recognized this effort and acknowledged a marked improvement in corporate governance structures in India.

From Voluntary to Mandatory: the Debate Continues

At the heart of the debate on corporate governance in India is the voluntary versus mandatory argument. The first effort in this direction was the voluntary Code of Corporate Governance created by the Confederation of Indian Industries (CII), India's largest industry and business association in 1998. The significance of the code lies in the fact that it was created at a time when the Indian economy was beginning to see a host of cross-border corporate movements. The need was increasingly being felt for Indian companies to create comparable standards in governance so as to compete in the global economy.

The second major initiative was undertaken by the regulator for the securities market the Securities and Exchange Board of India (SEBI). In early 1999, SEBI set up a committee under Kumar Mangalam Birla which looked at corporate governance from the point of view of the stakeholders and in particular that of shareholders and investors.

By August 2002, the Department of Company Affairs (DCA) under the Ministry of Finance and Company Affairs appointed the Naresh Chandra committee to examine various corporate governance issues in the country. The Committee made recommendations in two key aspects of corporate governance: financial and non-financial disclosures and independent auditing and board oversight of management.

The fourth key initiative was in the form of the recommendations of the Narayana Murthy committee set up by SEBI. It suggested measures primarily related to audit committees, audit reports, independent directors, related party transactions, risk management, directorships and director compensation, codes of conduct and financial disclosures.

Although an overwhelming majority of corporates in India is well run, well regulated and do business in a sound and legal manner, the country has also had its share of corporate scandals and misconduct. The latest to hit the headlines has been the recent 2G scam which demonstrated the nexus between the political, bureaucratic and corporate class in the country. Smaller cases notwithstanding, one of the major fraud witnessed in independent India's corporate history is the Satyam-Maytas Infra-Maytas Properties scandal that rocked the country in December 2008. Although Satyam was portrayed as one-off incident in a country seeking to climb up the growth ladder. It demonstrated the vulnerability of the country's systems and how a wily management along with ready-to-comply accounting firm could destroy public and stakeholder trust. In the past six months, at least five relatively well-known companies in India have hit the limelight repeatedly for poor governance practices.

Following the Satyam scandal that rocked the corporate world, the CII set up a Task Force under Mr. Naresh Chandra in February 2009 to recommend ways of further improving corporate governance standards and practices both in letter and spirit. By December 2009, the Ministry of Corporate Affairs (MCA) published a new set of "Corporate Governance Voluntary Guidelines 2009", designed to encourage companies to adopt better practices in the running of boards and board committees, the appointment and rotation of external auditors, and creating a whistle blowing mechanism.

Defining New Corporate Paradigm: need for Trust, Ethics & Sustainable Value

Unfortunately, as has been seen around the world even the best standards in Corporate Governance cannot prevent instances of major corporate misconduct. As the traditional business concept of creating long-term sustainability takes a back seat, the failures of large and trusted enterprises like Enron, Lehman Brothers and frauds like that of Satyam have shaken the faith of people.

However the spotlight on corporate governance is not just limited to the corporate sector alone. The recent

closure of British newspaper "News of the World", which had a long history of exposing corruption in business and politics is another example of bad governance. Environmental disasters like the 1984 Union Carbide gas leak in Bhopal or the recent BP oil spill in the Gulf of Mexico have also raised serious questions on Corporate Governance norms of these companies. At the other end of the spectrum, rapidly developing countries like India are also waking up to the need for enhanced governance in public administration which is evident from the enormous support that the anti-corruption movement in the country has been able to mobilize.

Conclusion: calling for Societal Engagement

Agreeably, there can be no single model of good corporate governance. It calls for a change in the attitude, the need to adopt more ethical and transparent ways of conducting business along with innovation and creative thinking. There is also a need to develop newer and sustainable models of Public Private Partnerships that seek to achieve sustainable growth. Good corporate governance structures in such times of crisis call for a paradigm shift. This calls for a host of both voluntary and mandatory mechanisms to be put in place to curb corporate malpractices. The need is to bring about regulatory mechanisms that take preventive action through intervention rather than a mere monitoring agency. This also calls for giving greater powers to Independent Directors creating an impartial mechanism for deciding their appointment and emoluments so as to ensure their independence. Beyond CSR, there is also the need to develop strategies of corporate social engagement. There is also a need to create value through entrepreneurship and societal participation. It calls for the creation of good business models and values that place a premium on innovation and creativity to find solutions to some of the grave challenges that modern society faces from environmental degradation to the need to bring about inclusive growth. It calls for the constructive engagement of our youth and channelizing their energies as productive participants of society.

Poonam KUMAR,

Chairperson, Mega Ace Consultancy, India & UK

poonam_kumar@mega-ace.com

POINT DE VUE INVESTISSEUR

LA RECAPITALISATION DES 30 BANQUES EUROPEENNES EN 2012 EST IMPOSSIBLE

Lorsque l'Autorité Bancaire Européenne (ABE) a annoncé en octobre dernier que la recapitalisation des banques devait atteindre 100 milliards pour l'été 2012, elle a réussi à se discréditer de deux manières.

Tout d'abord en juillet, elle avait effectué des *stress tests trafiqués par les gouvernements* qui avaient conclu que seules neuf banques devaient se recapitaliser, pour un montant total de 2,5 milliards d'euros. Multiplier par 40 ce chiffre et y ajouter 21 banques en quelques mois démontre à quel point les institutions européennes sont déroutées.

Qui plus est, *cette obligation est irréalisable*. Comme l'écrivait Market Watch le 24 octobre 2011, "qu'une recapitalisation bancaire de plusieurs milliards puisse être considérée comme facile par les autorités européennes témoigne de l'ampleur de la crise de l'Eurozone". En effet, alors que nous approchons des

dates fatidiques, il apparaît de plus en plus évident que les banques européennes ne pourront faire face à leurs obligations. Les trente banques concernées ont en effet présenté le 27 janvier leur plan pour parvenir à cet objectif. Cet exercice sera docement analysé par le Conseil de l'ABE (dont les membres sont les autorités bancaires des Etats membres), qui s'opposera à certains plans considérés comme irréalistes.

En fait, c'est l'ensemble de l'exercice qui est irréaliste. Comment Banco Santander va-t-elle trouver 15 milliards d'euros dans les prochains mois ? La BPCE peut-elle lever 3,7 milliards ?

La seule opération importante de recapitalisation depuis plus d'un an vient d'être bouclée - de justesse - par la principale banque italienne : Unicredit. Le coût est colossal : les actionnaires qui n'ont pas pu ou voulu souscrire à cette opération ont perdu 40 % de leurs

avoirs. A quelques jours de la clôture réussie de l'opération, le titre cotait encore en-dessous du prix d'émission. C'est une prouesse que d'avoir amené les institutions et entreprises italiennes à souscrire à une opération dont l'échec eut provoqué une culbute de l'ensemble du secteur bancaire européen. Certes, la banque italienne est maintenant recapitalisée, mais ne croyons pas que cette opération reflète la confiance des investisseurs. De surcroît, Unicredit doit rembourser 2 milliards d'obligations "hybrides", qui vont lui coûter cher avec le nouveau cadeau de 1 000 milliards d'euros de prêts à 1 % sur trois ans de la Banque Centrale Européenne, qui sera distribué ce mois-ci. L'argent facile du contribuable européen sera une fois de plus sollicité. On est en tout cas certains que cela ne servira pas à faire du crédit.

Si les augmentations de capital sont pratiquement inexistantes et souvent impossibles, reste **la cession d'actifs**. A part quelques opérations par le Qatar à Luxembourg en provenance de KBC et de Dexia, il n'y a, pour le moment, pas beaucoup d'acheteurs pour les banques, les institutions financières ou de gros morceaux de leurs portefeuilles. Comme la "recapitalisation" provenant de cette cession d'actifs s'accompagnerait de pertes sur les mêmes actifs, le gain en ratio de fonds propres s'évanouirait immédiatement.

La seule alternative immédiate pourrait bien être **la diminution, voire l'interruption du dividende**. Ce n'est certainement pas souhaitable et rendra encore plus douteuse toute tentative d'augmentation de capital. Mais n'est-ce pas aussi la solution de dernier ressort? Le dividende n'est pas destiné à diminuer les fonds propres des banques, même si c'est un effet indiscutable. Seules les grandes banques qui paient des dividendes élevés pourraient avoir recours à cette solution.

Ce genre de décision des autorités de contrôle **sape la confiance dans le secteur bancaire européen**, alors que l'objectif est de l'augmenter. Comme, en plus, les gouvernements européens forcent les banques européennes à dégorger 70 % de la valeur des 50 milliards d'euros d'obligations souveraines grecques, on est dans le déni. Rappelons qu'il s'agit d'une opération "volontaire", sinon elle serait considérée par les agences de notation comme un défaut de paiement.

Nous sommes en pleine hypocrisie. Forcer les banques européennes à recapitaliser à hauteur de 100 milliards d'euros et à prendre en même temps 35 milliards de pertes est incohérent. Une recapitalisation est un processus qui s'étale dans le temps. On se demande si les autorités de contrôle européennes ont oublié qu'elles se sont mises d'accord avec leurs consœurs du monde entier sur une échéance de 2019 dans le cadre de Bâle III.

Georges UGEUX,

Banquier d'affaires, chairman de Galileo Global Advisors NY, Blog le 07 février 2012.
gugeux@galileoadvisors.com

AVIS D'EXPERT

SYSTEMIC RISK IN FINANCIAL SERVICES

By D. Besar, P. Booth, K. K. Chan, A. K. L. Milne and J. Pickles

Abstract

The current banking crisis has reminded us of how risks materialising in one part of the financial system can have a widespread impact, affecting other financial markets and institutions and the broader economy. This paper, prepared on behalf of the Actuarial Profession, examines how such events have an impact on the entire financial system and explores whether such disturbances may arise within the insurance and pensions sectors as well as within banking. The paper seeks to provide an overview of a number of banking and other financial crises which have occurred in the past, illustrated by four case studies. It discusses what constitutes a systemic event and what distinguishes it from a large aggregate system wide shock. Finally, it discusses how policy-makers can respond to the risk of such systemic financial failures.

Contact address

Alistair MILNE; he was adviser to the joint committee of the Houses of Parliament that scrutinised financial systemic risk.
a.k.l.milne@lboro.ac.uk

Cambridge online catalogue : <http://journals.cambridge.org/action/displayAbstract?>

Various developments on the regulatory front, since the text was completed, notably the three bodies charged with taking policy action over systemic risk (The European Systemic Risk Board, the Financial Oversight Council in the USA; the Financial Stability Committee in the UK are all now up and running. The Basel committee, the European authorities and other authorities have taken a lot of action - notably on resolution plans for large global - SIFIS (systemically important financial institutions) and addressing the lack of transparency in OTC market.

Guy TAYLOR

guytaylor@britideas.com www.britideas.com

AVIS D'EXPERT

EURO ZONE MAY SEE YEARS WITHOUT GROWTH, SAYS ECB

The euro zone faces the risk of zero growth until at least 2014, according to a recent forecast by the European Central Bank (ECB) that underlines the fragility of the currency bloc's economic recovery.

The ECB's most pessimistic scenario for growth in gross domestic product suggests that the economy could shrink by 0.5 percent this year, and remain flat in 2013. Thursday's figures — which show a downgrading of expectations since the last ECB projections in December — underline the continuing risks to the region. Explaining the downbeat assessment, ECB president Mario Draghi said "remaining tensions" in euro zone

sovereign debt, combined with the paring of debt among banks and other companies, would "continue to dampen the underlying growth momentum." He added, "Recovery is going to be very, very gradual."

Draghi's comments, made at a press conference following the ECB's decision to leave its benchmark interest rate at 1 percent this month, came after a month of weak though not disastrous data from the euro zone.

The data support the central bank president's Thursday assessment that the region is experiencing "stabilization in economic activity, albeit still at a low level." February's Purchasing Managers' Index for the region, published by Markit, indicates that January's output growth (the first for four months) was simply a flash in the pan. The survey registered a rise in activity in Germany, France and Ireland, but a fall in output in peripheral euro zone countries, including Italy. Moreover, the latest official numbers show a rise in the euro zone unemployment rate to a record high of 10.7 percent. With joblessness becoming ever more widespread, households will be reluctant to boost economic demand through high spending.

The ECB's growth figures of minus 0.5 percent in 2012 and zero percent in 2013 reflect the bottom range of its forecast. With an upper range of 0.3 percent this year and 2.2 percent next year, the mathematical midpoints of the forecast show a slight fall of only 0.1 percent in 2012, turning into growth of 1.1 percent in 2013. Draghi indicated, however, that growth is more likely to be nearer the bottom than the top of its forecast range by emphasizing that "this outlook remains subject to downside risks." In particular, there was "a renewed intensification of tensions in euro area debt markets and their potential spill over to the euro area real economy," with the possibility also of "further increases in commodity prices". Yields on Italian 10-year government bonds dropped a further 13 basis points on Thursday to 4.81 percent — far below the 7 percent-plus

levels at which they traded when fears peaked late last year that Italy and other large euro zone economies would not be able to repay their debts. But 10-year rates in Portugal have recently risen, on fears it may follow Greece by partially defaulting on its debt. The yield on the benchmark bond closed on Thursday at 14.04 percent — 58 basis points higher than a month ago.

The commodity causing the most concern among euro zone leaders is oil, which has surged on fears that Middle Eastern supplies will be interrupted by the Iran crisis. The benchmark Brent price climbed another 1 percent to \$125.30 on Thursday — up 10.9 percent on the year. A higher oil price will hit the euro zone economy by reducing consumers' disposable income and businesses' profit margins. But despite his warnings, Draghi also pointed to several causes for hope, including the return of institutional and other investors to the region. "So-called real money investors have, to some extent, come back," he said. "We see the presence of money market funds, which were the first to fly away from the euro a year and a half ago. We see, again, pension funds; we see investment funds. Draghi's comments are borne out by the latest monthly survey of fund managers by Bank of America Merrill Lynch, which points to an extremely rapid improvement in investor sentiment. A net 5 percent of global investors said the euro zone was the region in which they would most like to be underweight — down from 29 percent the month before.

David TURNER

Institutional Investor: March 09, 2012
www.institutionalinvestor.com

AVIS D'EXPERT

HORIZON 2050

L'objectif de ce billet est de signaler les informations, études et questions susceptibles de nourrir notre réflexion sur les investissements de long terme (ILT) et les investisseurs institutionnels.

Horizon 2050, si loin, si proche Cette semaine, deux études s'interrogent sur la situation en 2050. Faut-il regarder si loin quand tout nous pousse à gérer l'urgence ? Mais pour bien agir aujourd'hui, ne faut-il pas viser demain, voire après-demain ? Et est-ce vraiment si loin, quand on sait que la moitié des petites filles nées cette année connaîtront l'an 2100 ? Autrement dit, l'horizon 2050 ne représente que moins de la moitié d'une vie d'homme (et surtout de femme).

L'économie mondiale en 2050 : que des gagnants malgré les bouleversements ?

Le titre de cette étude du CEPII : « Le grand basculement : projections macroéconomiques pour l'économie mondiale à l'horizon 2050 » (www.cepii.fr/anglaisgraph/workpap/pdf/2012/wp2012-03.pdf) est explicite. C'est bien d'un « grand basculement » qu'il s'agit, la Chine (avec une croissance de 8% par an sur 40 ans) pouvant représenter 33% de l'économie mondiale en 2050, soit autant que l'Union Européenne (12%), les Etats-Unis (9%), l'Inde (8%) et le Japon (5%) réunis. Les économies chinoise et indienne pourraient être multipliées par 8 sur la période. Bien sûr le classement des économies européenne et américaine en souffre, mais elles aussi progressent entre 80% et 90%. « La Chine dépasserait les Etats-Unis vers 2020 (vers 2040 à prix relatifs constants). Cependant, en termes de niveaux de vie, mesurés par le PIB par habitant en standard de pouvoir d'achat, la Chine serait encore 10% derrière les Etats-Unis à l'horizon 2050 ». Au sein du groupe des BRICs, les évolutions sont très différentes, le Brésil et la Russie ne réussissant qu'à préserver leur part entre 2 et 3% de l'économie mondiale. « Enfin, à compter de 2040 environ, l'Afrique subsaharienne deviendrait la zone du monde à l'économie la plus dynamique, avec une croissance réelle supérieure à 5% par an. ».

Les projections utilisent le modèle MaGE (Macroeconometrics of the Global Economy) à partir d'une fonction de production à trois facteurs : capital, travail et énergie. Le CEPII souligne qu'elles doivent être interprétées très prudemment.

LE LONG TERME, AU JOUR LE JOUR N°21, 19.02.2012

<http://www.confrontations.org/fr/nos-publications/chroniques-dactualite/chronique-qinvestissement-de-long-termeq>

COMMUNIQUE DE PRESSE

INVESTISSEMENTS D'AVENIR : LE LABEX FINANCE ET CROISSANCE DURABLE RETENU PARMIL LES LAUREATS, Paris 16 février 2012

Laurent Wauquiez, ministre de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche, et Jean-Luc Tavernier, Commissaire général adjoint à l'Investissement, ont annoncé la sélection du projet « Finance et Croissance Durable » dans le cadre de la deuxième vague de l'appel à projets Laboratoires d'Excellence (LABEX).

Cet appel à projets, dans la continuité de celui lancé en 2010, a permis de financer 171 Laboratoires d'Excellence. Son objectif: soutenir et amplifier le rôle et la visibilité internationale des meilleurs laboratoires de recherche français. Porté par l'Institut Louis Bachelier (ILB), le Laboratoire d'Excellence « Finance et Croissance Durable » (LABEX FCD) constitue un centre de recherche en réseau de dimension internationale réunissant les meilleures équipes de recherche en mathématiques, économie et gestion appliquées à la finance opérant au sein des trente chaires et initiatives de recherche affiliées à la Fondation du Risque (FDR), à l'Institut Europlace de Finance (EIF) et à la Fondation Dauphine. Adossé à l'Initiative d'Excellence Paris Sciences et Lettres (IDEX PSL), le LABEX FCD tirera parti des ressources exceptionnelles de ses membres fondateurs, tout en contribuant à enrichir la gamme des disciplines scientifiques de cette « Université de Recherche ».

Les travaux menés dans le cadre de ce LABEX s'articuleront autour de quatre programmes de recherche majeurs contribuant à développer une finance maîtrisée et régulée au service d'une croissance durable. Il s'agit de : Finance et Développement Durable, Finance des Transitions Démographiques et Economiques, Risques & Régulation et Finance Comportementale. Ce projet, étalé sur dix ans, constituera ainsi un vecteur d'excellence dans le développement de la recherche et de l'enseignement de la finance et déploiera des propositions novatrices en matière de valorisation de la recherche à destination des pouvoirs publics, des institutions et des entreprises européennes. Donner à la France un avantage clé dans un secteur des services où la compétitivité repose sur la maîtrise de la chaîne Recherche/Formation/Valorisation, telle est l'ambition de l'Institut Louis Bachelier à travers le LABEX Finance et Croissance Durable.

À propos de l'Institut Louis Bachelier: Créé en Septembre 2008 sur le modèle de l'Institut Henri Poincaré, l'Institut Louis Bachelier (ILB) est un centre de services et d'échanges, basé au Palais Brongniart, qui a pour objet de soutenir et promouvoir internationalement la recherche et l'enseignement français en Banque/Finance/Assurance.

Contact Cyril ARMANGE, 01 73 01 93 25 - cyril.armange@institutlouisbachelier.org

PUBLICATIONS

- SFAF Revue Analyse Financière n°41 dossier Bâtir la finance de demain ; n°42 dossier Financement des PME et ETI course d'obstacle.
- Le Code Monétaire et Financier 2012, peut être commandé après de RB (85€) : www.revue-banque.fr (librairie).
- Droit Financier, par H.Nabasque, Alain Couret, édit. Dalloz
- Les Marchés des Capitaux, par D.Marteau, édit. Armand Collin
- Histoire de la Bourse, édit. La Découverte
- La crise : des subprimes au séisme financier planétaire, par Paul Jaurion, édit. Fayard
- Crise et rénovation de la finance, par Michel Aglietta, édit. Odile Jacob.
- La Finance Durable, une nouvelle finance pour le XXI^e siècle ? , cet ouvrage de 3 universitaires Frédéric Lobeux, Xavier Mahieux, Dhafer Saïdane a reçu le prix Turgot le 14.03.2012 ; il sera présenté lors de la conférence à l'Institut Louis Bachelier le 27.03 à 14h30.
- Changer d'économie ! Nos propositions pour 2012, ouvrage d'un collectif d' « Economistes atterrés », édition Les Liens qui libèrent, janvier 2012 ; en octobre 2011, ils avaient publié leur Manifeste, un grand succès international.
- Le triomphe de la cupidité, de Joseph E. Stiglitz, publié également par les Editions Les Liens qui libèrent, en février 2010, est à relire pour comprendre les différentes formes de la crise actuelle et repenser le monde.
- Economy: US and Europe facing separate growth tracks, what is the economic outlook for OECD countries? OECD report on 29.03.2012. Key issues: Restoring public finances, Restoring public trust, and New sources of growth ; www.oecd.org
- First report on the results of the Basel III monitoring exercise, published by The EBA, 04.04.2012. The Recommendation and results of bank recapitalisation plan, published by The European Banking Authority, 08.12.2011 www.eba.europa.eu
- Le Marché unique européen, ensemble pour une nouvelle croissance, Commission Europ. Office des publications <http://bookshop.europa.eu>

Présentant notamment le classement des 10 premières économies mondiales en 2010 et en 2050 :

RANG :	1°	2°	3°	4°	5°	6°	7°	8°	9°	10°
En 2010 :	Etats-Unis,	Chine,	Japon,	Inde,	Allemagne,	Russie,	Bésil,	Royaume-Uni,	France,	Italie
En 2050 :	Chine,	Inde,	Etats-Unis,	Bésil,	Japon,	Russie,	Mexique,	Indonésie,	Allemagne,	Royaume-Uni

Ce qui pourrait modifier ce classement serait une transformation rapide du Marché unique Européen favorisant la croissance, la compétitivité et l'innovation.

UNE NOUVELLE NORME COMPTABLE POUR LES ENGAGEMENTS POST-EMPLOI

L'IASB a publié en Juin 2011 une version largement modifiée de la Norme internationale IAS19 relative aux avantages accordés au personnel. Elle devra être appliquée¹ dans les comptes consolidés des entreprises qui utilisent les normes IFRS, à compter du 1^{er} janvier 2013. Rappelons que cette Norme concerne la comptabilisation des avantages accordés aux salariés, notamment les montants qui leur seront versés après la fin de la période d'emploi. La Norme ne traite pas des stock-options (IFRS2) ni de la présentation des comptes des régimes de retraite eux-mêmes (Norme IAS26).

Une série importante de modifications a été apportée à cette Norme, qui avait été élaborée sous l'égide de l'ancien IASC et était restée en vigueur depuis 1998 sans révision fondamentale. Elles visent à fournir aux apporteurs de capitaux et aux autres utilisateurs de l'information financière une image beaucoup plus claire de l'obligation résultant d'un plan à prestations définies (*Defined Benefit Obligation – DBO*) et de la façon dont cette obligation affectera la situation financière, les résultats et les flux de trésorerie de l'entreprise. Les travaux ont été engagés en 2006 avec la formation d'un groupe consultatif d'experts, suivie de la publication en 2008 d'un *Discussion Paper* et en Avril 2010 d'un Exposé Sondage qui a fait l'objet de plus de 220 lettres de commentaires.

L'importance de la question

La question des engagements de retraite dans le cadre de régimes à prestations définies est en effet un sujet d'intérêt partagé par tous les investisseurs. L'internationalisation croissante des entreprises françaises a pour résultat que nombre d'entre elles sont exposées à des passifs sociaux au travers de leurs filiales étrangères, ou plus généralement en raison de régimes de retraite chapeau ou complémentaire, accordés à leurs cadres, résultant d'accords de branche. L'accroissement de la durée de la vie, le coût croissant des couvertures maladie, la baisse des rendements des actifs financiers éventuellement détenus en couverture, se conjuguent pour alourdir le coût de tels régimes. Il devenait indispensable d'assurer une totale transparence sur la réalité économique dans les états financiers publiés.

L'impact de ces évolutions de fond est naturellement plus sensible dans les pays où les modèles sociaux accordent plus de place aux couvertures de retraites privées qu'aux régimes publics à cotisations définies. Avec la crise financière, les déficits des régimes (pour simplifier, il s'agit de la différence entre le montant actuariel de l'obligation et la valeur des actifs détenus en couverture) se sont encore creusés, entraînant pour certaines entreprises des besoins de refinancement de leurs fonds de pension. De nombreuses entreprises constatent aujourd'hui l'impact, souvent significatif, de cette crise sur leur compte de résultats et sur leur bilan. Ainsi, une étude publiée en novembre 2011 par UBS Investment Research² montrait que pour 143 sociétés britanniques le montant cumulé des déficits liés aux obligations de retraite augmenterait de 36% (soit 56 milliards de £) au troisième trimestre 2011, représentant pour certaines de 10% à 53% de leur capitalisation boursière. Le cas le plus significatif est la société IAG, qui résulte de la fusion de British Airways et Iberia : le déficit comptable augmente en 2011 d'un montant équivalent à 25% de la capitalisation boursière, pour atteindre en cumul 53%. Autre cas exemplaire, British Telecom (BT Group) pour lequel les chiffres sont respectivement de 11% et 25%. La cause principale de cette aggravation dévastatrice est la baisse de valeur des portefeuilles d'actifs détenus en couverture et la baisse générale des rendements financiers attendus. Mais la situation des entreprises britanniques

n'est pas unique, et de nombreux groupes cotés français se trouvent dans une situation analogue. L'entrée en vigueur de la norme révisée au 1^{er} janvier prochain aura fréquemment des effets significatifs sur la situation nette comptable et les résultats ultérieurs. Les ratios d'endettement seront aggravés.

Les objectifs de l'IASB

L'objectif général d'amélioration se décline selon trois axes :

- Améliorer la comparabilité des comptes des différentes entreprises, en éliminant plusieurs options comptables offertes par l'ancienne norme,
- Accroître la transparence de l'information présentée par les états financiers, en imposant que la mesure au bilan des engagements envers les salariés soit faite en valeur courante, et que le rendement des actifs détenus en couverture des plans de retraite soit un rendement réel et non un rendement attendu,
- Améliorer et clarifier les informations données dans l'annexe sur les régimes à prestations définies, notamment en décrivant de façon plus précise les caractéristiques de ces régimes et les risques financiers auxquels ils exposent l'entité qui les a mis en place.

Un objectif secondaire du projet était aussi de rapprocher les modes de comptabilisation selon les IFRS de ceux en vigueur aux USA selon les US GAAP publiés par le FASB, afin d'accroître la comparabilité internationale, et d'assurer un *level-playing field*. En effet, selon les US GAAP, depuis 2006 l'utilisation du 'corridor' et l'étalement des écarts actuariels dans le bilan étaient interdits.

Suppression de la méthode du « corridor » et des options de prise en compte des écarts actuariels

L'ancienne norme permettait de ne pas comptabiliser les écarts actuariels cumulés, dans la limite d'une fourchette de 10% appelée le *corridor*³. Instaurée pour réduire la volatilité des mesures comptables et leur impact sur les résultats (notamment l'impact des modifications du taux d'actualisation de la dette), cette option résultait fréquemment en la non-reconnaissance systématique d'une partie du passif social, alors que d'autres obligations à long terme (engagements de remise en état des sites, provisions pour démantèlement d'installations industrielles, provisions pour garanties) doivent être portées au bilan lors de chaque clôture à leur valeur actuelle courante. Au-delà du corridor, l'entreprise doit comptabiliser les écarts actuariels, mais plusieurs façons de faire (prise en compte immédiate ou étalement sur la durée de vie active résiduelle) étaient offertes et nuisaient à la comparabilité. La nouvelle version conserve uniquement la prise en compte immédiate (et sans effet corridor). Dans son étude d'impact⁴ des avantages et coûts de la nouvelle norme, l'EFRAG⁵ notait que les modifications faciliteront l'analyse et la comparaison des informations financières pour les lecteurs des comptes, et que la suppression des nombreuses options devrait simplifier la préparation des comptes et en réduire le coût ; enfin, cela devrait également améliorer la transparence sur les risques financiers en alignant la comptabilité et les risques économiques sous-jacents. Mais en éliminant les options qui permettaient de neutraliser ou d'étaler les effets des changements actuariels, l'IASB allait créer une volatilité comptable importante, susceptible de perturber la compréhension de la performance de l'entreprise. Une solution innovante (et à mon avis, élégante) a donc été trouvée : ne faire figurer en charges au compte de résultats que les éléments jugés récurrents et représentatifs de la performance opérationnelle de l'entreprise, à savoir la somme :

- du coût annuel des services rendus par les salariés (accroissement au cours de la période de leurs droits à

¹ Sous réserve toutefois d'une publication en temps voulu de la Norme approuvée par la Commission Européenne ; ceci ne devrait pas poser problème, un vote positif du Comité réglementaire comptable ayant eu lieu le 7 décembre 2011.

² UBS European Equity Strategy – "Pension deficit disorder: UK companies". 1er novembre 2011.

³ Le plus élevé de 10% de la valeur actuelle de l'obligation ou bien de la juste valeur des actifs de couverture

⁴ <http://www.efrag.org/files/ED%20Amendments%20to%20IAS%2019/Endorsement%20Advice/EFrag%20Final%20Endorsement%20Advice%20on%20IAS%2019%20as%20amended%20in%202011%20-%20Effect%20Study%20report.pdf>

⁵ European Financial Reporting Advisory Group

prestations de retraite, appelé aussi coût des services de la période)

- du coût des services passés, qui peut apparaître lors de l'instauration, de la modification ou de la cessation d'un régime,
- du coût financier de la période, correspondant à une charge d'intérêts notionnelle appliquée à la dette actuarielle nette déterminée au début de la période comptable. La dette actuarielle nette (qui peut être un solde positif) est elle-même déterminée comme la dette brute (engagements calculés de façon actuarielle) diminuée de la juste valeur des actifs détenus dans le plan à la date du bilan. Le taux d'intérêt à utiliser pour calculer ce coût financier est identique au taux d'actualisation retenu pour ramener la dette de retraite à la valeur actuelle. Pour cette première phase de modernisation d'IAS19, le Board n'a pas souhaité apporter de modification sur le choix du taux d'actualisation, qui reste calé sur les taux des obligations de première catégorie émises par les émetteurs privés ('*high quality corporate bonds*') ou bien, en l'absence d'un marché liquide pour ce type d'obligations, le taux des obligations d'Etat. Dans les deux cas, le choix de la devise et de la maturité sur la courbe des taux doit être cohérent avec la devise et la maturité moyenne estimée de l'engagement de retraite.

Qu'en est-il alors des autres changements dans la mesure des actifs et des passifs qui composent la dette actuarielle nette ? Il peut s'agir :

- de gains ou pertes actuariels résultant de la modification des hypothèses formulées quant au taux de départ anticipé des salariés, au taux de mortalité, aux choix qui seront fait entre les différentes options de versement ouvertes, ou encore au coût des prestations de couverture médicale ;
- de l'effet des modifications dans le taux d'actualisation utilisé ;
- de la variation de juste valeur des actifs détenus dans le plan, sous déduction du montant du rendement notionnel inclus dans le calcul du coût financier de la période.

Ces montants peuvent être très significatifs et sont souvent volatils d'une période à l'autre. Le Board a décidé qu'ils ne peuvent être ignorés d'un point de vue bilanciel, dès lors qu'il était souhaité de refléter aussi fidèlement que possible la réalité économique courante à cette date. Aussi, combinant les deux contraintes (bilan reflétant les valeurs actuelles sans étalement des écarts ni mécanisme de neutralisation du type corridor ; compte de résultats reflétant la performance managériale au cours de la période sans être impacté par des changements de mesure volatils), le Board a décidé que ces changements qualifiés de '*re-measurements*' seront comptabilisés dans l'état du *Other Comprehensive Income (OCI)*. Il convient de rappeler à cette occasion que depuis le 1^{er} janvier 2009, en application d'IAS1 révisé, les états financiers de synthèse annuels comportent un nouveau tableau intitulé « *Statement of other comprehensive income – OCI* », qui explique le passage entre le résultat net figurant au compte de pertes et profits (*Profit or Loss Statement*) et la variation de la situation nette comptable, à l'exclusion de l'effet des transactions financières entre l'entreprise et ses actionnaires (dividendes, émissions et rachats d'actions), dont les effets restent comptabilisés directement dans les capitaux propres (comptes de capital et de réserves).

Pour éviter une complexité inutile, et en l'absence de critères évidents pour justifier un reclassement, le Board a décidé que les montants inscrits en OCI ne seront pas reclassés au compte de résultats au cours des périodes ultérieures. L'entreprise a bien sur toute liberté pour transférer d'un compte à l'autre au sein de la situation nette comptable (par exemple à un compte de réserves distribuables), ceci relevant du droit des sociétés plus que de la comptabilité.

1. Amélioration des informations fournies dans l'annexe

La longue liste des informations obligatoires a été revue avec l'objectif de focaliser l'information sur ce qui est le plus utile aux utilisateurs des états financiers, en particulier pour leur compréhension des risques financiers induits par les plans de type DBO et des stratégies suivies en matière de gestion actif / passif.

La nouvelle norme demande ainsi une information plus pertinente sur les points suivants :

- Explication des caractéristiques principales des plans en vigueur et des risques financiers qui en résultent – le niveau de détail à fournir par type de plan ou par plan individuel est laissé au jugement de l'entreprise, qui sera fondé sur l'analyse de la similitude des facteurs de risque et des éléments – clé (par exemple, localisation géographique, contenu et modalités des plans, types de financement, environnement réglementaire)
- Explication des montants figurant dans les états financiers et résultant de la prise en compte de ces plans ; notamment, il sera présenté un tableau de passage entre le bilan d'ouverture et de clôture de l'exercice faisant apparaître les écritures affectant le montant de l'obligation actuarielle nette (en séparant celles qui concernent la valorisation des actifs du plan, et les mouvements relatifs à la valeur actuelle de l'obligation de retraite au titre du plan DBO) ; ainsi, la nouvelle norme mettra en évidence : les effets du calcul du coût de service de la période, la charge financière sur la situation actuarielle nette, les effets des taux de conversion des devises, les effets des modifications du périmètre de consolidation, les contributions financières versées par l'entreprise au plan, les modifications de mesures relatives à la valorisation des actifs du plan et aux gains ou pertes actuariels, en distinguant au sein de ceux-ci les effets des hypothèses démographiques et les effets des hypothèses financières ;
- Description de la façon dont les plans DBO pourraient affecter le montant, le timing et le caractère incertain des flux futurs de trésorerie de l'entreprise. En particulier, il est demandé de fournir une information de nature quantitative sur la sensibilité des calculs à chacune des hypothèses actuarielles significatives et une description des méthodes retenues pour cette analyse de sensibilité ;
- L'entité devra aussi décrire les stratégies suivies en matière de couverture de son obligation (stratégie d'investissement, utilisation ou non de couvertures d'assurance ou de swaps de longévité, etc.)
- Enfin, pour fournir une information prévisionnelle sur les effets attendus sur les flux futurs de trésorerie, indication des accords de financement existant entre le plan de retraite et l'entreprise qui pourraient affecter le montant des contributions futures en espèces, indication des contributions au plan attendues au cours de la prochaine période comptable, et information sur le profil de maturité (échancier) de l'obligation existante (par exemple, durée moyenne pondérée de l'obligation et distribution statistique des dates d'échéance des paiements aux salariés).

Remarques conclusives

On le constate ici, la comptabilisation des engagements de retraite est un sujet complexe et d'importance significative. Toute modification de norme amène la question de l'impact possible sur les comportements des acteurs. Au Royaume-Uni, certains ont affirmé que l'IASB voulait la fin des régimes de retraite d'entreprise...

La réponse du Board est que la règle comptable n'a pas pour objectif de définir comment une entreprise doit être gérée, mais de fournir une information claire et pertinente sur la situation financière et les risques assumés. Améliorer la compréhension de ces phénomènes par les apporteurs de capitaux, par les organes de

direction et d'administration et par les autres acteurs intéressés (au premier rang desquels figurent les salariés de l'entreprise et ses autres partenaires économiques) est une contribution importante au bon fonctionnement des marchés de capitaux, à la transparence des relations sociales ; elle peut contribuer à l'abaissement du coût du capital. D'une façon plus générale, une meilleure prise en compte de ces mécanismes est de nature à renforcer la stabilité financière en mettant en évidence suffisamment tôt les situations à risque et en permettant la mise en œuvre d'actions correctrices. Pensons à la situation dans laquelle se trouvaient General Motors et Chrysler à la veille de leur placement sous le Chapter 11...

Nombreux sont ceux qui pensent que les anciennes règles comptables produisaient des effets néfastes, en masquant la réalité

et en induisant en erreur les investisseurs. Les amendements apportés par l'IASB, en supprimant des options, sont de nature à simplifier la comparabilité des comptes ; ils permettent une meilleure allocation du capital, et rendent plus facile l'interprétation des comptes. L'utilisation de l'OCI, pour enregistrer les éléments non récurrents ou volatils, redonne au compte de résultats une capacité à mieux traduire la performance de la période. Mais ce faisant, le Board a ouvert un nouveau champ de recherche qu'il devra bien explorer un jour prochain : d'une façon générale, qu'est-ce que la performance de l'entreprise ? Que doit-on faire figurer en compte de résultats ou dans l'OCI ? Convient-il, dans certaines circonstances, de « recycler » les éléments de l'OCI dans le compte de résultats ?

Philippe DANJOU,

Membre du Board de la Fondation IFRS
pdanjou@ifrs.org

NEWS : PUBLICATION DU RAPPORT DU MONITORING BOARD DE LA FONDATION IFRS SUR SA GOUVERNANCE

Dans la Lettre de l'AFGE Numéro 27 (2eme trimestre 2011) Philippe DANJOU commentait l'état de l'adoption des IFRS dix ans après le lancement du chantier de la normalisation comptable mondiale (« Dix ans après le lancement du projet IFRS, où en est la convergence mondiale des normes d'information financière ? Pourquoi des normes comptables internationales ? »). En particulier, il rendait compte de l'état des réflexions du *staff* de la U.S. SEC. Deux autres contributions sur le sujet étaient également incluses dans ce même numéro. Presque un an plus tard, malgré le maintien du cap au cours des récents sommets du G20, aucune décision n'a encore été prise, ce qui semblerait donner raison aux sceptiques (voir « Les illusions perdues : la convergence des IFRS et des US GAAP » de Mr xavier PAPER).

Et pourtant, il reste des raisons d'espérer. Le Monitoring Board international qui supervise les activités de la Fondation IFRS vient de publier son rapport relatif à la revue de sa gouvernance, en parallèle avec la publication par les Trustees de la Fondation de leur propre rapport sur la stratégie future de l'organisation.

Les deux rapports sont disponibles sur le web⁶. On relève, parmi les décisions du Monitoring Board, celle relative à sa future composition, qui pourrait avoir une certaine influence sur la position des USA. En effet, le Monitoring Board propose que ne soient admis comme membres permanents de cet organe que des représentants des autorités de marché répondant au critère d'un « fort engagement pour le développement de normes comptables internationales de haute qualité », ce critère étant apprécié au vu de la démonstration de leur engagement à faire appliquer les IFRS par les émetteurs sur leur marché domestique et par leur participation au financement des travaux de la Fondation IFRS. En l'état actuel, la juridiction américaine ne répondrait sans doute pas à ces critères.

La presse américaine ne s'y est pas trompée, comme en témoigne [l'article de Reuters](#) reproduit ci-dessous⁷ :

"Plans by the accounting body responsible for global standards to make itself more answerable to the public will put pressure on the United States to sign up or risk losing influence. The International Accounting Standards Board (IASB) has drawn up the standards, which are used by listed companies in more than 100 countries, including the European Union. So far the United States has delayed its decision to sign up, under pressure from companies and Congress who say they do not want to cede regulatory sovereignty to a London-based body. But Thursday's [Feb. 9] publication by the IASB's Trustees and Monitoring Board of plans to make themselves more open and accountable may push the United States to think again, given the far-reaching impact that accounting rules have on financial markets and investors G20 leaders want a single set of global accounting standards to improve transparency for investors and regulators, starting with "convergence" or alignment of IASB and U.S. rules. A source involved in drawing up the Monitoring Board blueprint said the intention was to put pressure on the United States to say quickly and clearly when it will adopt IASB rules. The IASB's Monitoring Board also said that in future it would only accept members from countries that use IASB rules and set January 2013 as the date for its first standards assessment. In a separate strategy paper to set a framework for the IASB's second decade, the Trustees agreed that failure to commit to adopting its rules "in some form" could lead to changes in the way Trustee and IASB seats are distributed geographically. Four Americans have seats on the IASB board, with Americans also among the Trustees. The U.S. Securities and Exchange Commission is on the Monitoring Board and signed off on the new blueprint. Not having a strong voice at the IASB could be damaging for the United States as the SEC probably has more companies filing statements to it under international rules than some countries that have adopted IASB standards outright. The SEC also allows foreign companies with a U.S. listing to file under IASB rules. In particular, more than 100 companies from Canada are listed in the United States and file statements there using IASB rules. In a bid to mollify U.S. critics, the blueprints put heavy emphasis on cracking down on "carve outs" whereby countries or regions introduce exemptions from some IASB rules. U.S. policymakers have pointed to carve outs as evidence the IASB rules cannot be truly global as world leaders want."

Pour plus de détails sur le Monitoring Board, voir le site web de l'IOSCO : www.iosco.org/monitoring_board/

⁶ <http://www.ifrs.org/Alerts/PressRelease/Strategy+review+Feb+2012.htm>

⁷ Reuters | US -- Global Accounting Reform ups pressure on US to sign up -- 9th February 2012

POUR VOTRE INFORMATION

GOVERNEMENT D'ENTREPRISE

Renforcement des dispositions du code AFG sur les responsabilités et le fonctionnement des Conseils d'administration et sur l'information des actionnaires. En amont de la saison "2012" des assemblées générales, l'AFG publie une version mise à jour de son [code sur le gouvernement d'entreprise](#), qui guide les sociétés de gestion dans l'exercice de leurs votes.

Consultez le communiqué de presse du 24 janvier 2012. Consultez les Recommandations sur le gouvernement d'entreprise actualisées.

Dominique PIGNOT

Directrice de la Communication (01 44 94 94 17/26)

d.pignot@afg.asso.fr ;

www.afg.asso.fr

AVIS D'EXPERT

FINANCIAL REFORM AFTER THE CRISIS: AN EARLY ASSESSMENT

Financial reform has been a core dimension of the initial global policy response to the financial turmoil of 2007–2008. At the first G-20 summit of heads of state and government in November 2008, more than four-fifths of the action points in the final declaration were about financial regulation (Rottier and Véron, 2010b). Obviously, the crisis is not over at the time of writing, and the cycle of financial reform it triggered is very far from complete. But it can be said confidently that the crisis has been transformational for financial regulatory policy, at least in the United States (US) and Europe¹.

One of the key lessons of the crisis is the close interdependence between the detailed features of financial systems and macroeconomic outcomes. Thus, the tight separation of financial and macroeconomic issues, which is entrenched both in academia and in the policymaking community, needs to be overcome. Initiatives to better analyse 'macrofinancial' linkages and to conduct 'macroprudential' policy have mushroomed since the start of the crisis, although they generally fall short of a fully joined-up framework. From this perspective, the focus of this chapter is financial regulation in an old-fashioned sense, understood as a cluster of interrelated policies designed to ensure the proper functioning and integrity of financial systems. This scope includes public regulation and supervision of bank capital, leverage, liquidity, and risk management; control of moral hazard and financial industry incentives; protection of the customers of financial services; and the regulation of capital markets. Other reform areas such as capital-flow controls, prevention of money laundering, and the taxation of financial activities can overlap with this agenda, but are not considered here part of it in a strict sense.

The general impetus of financial reform as a reaction to the crisis, in the US and Europe, has been toward more regulation, or re-regulation. This is admittedly too simplistic a generalisation: this policy area is multidimensional and cannot be reduced to a simple choice between less or more regulation.

Nevertheless, there was a clear turning point in 2008 with the renewed realisation that financial systems, including banking systems, could not be left to their own devices, both because of the large potential economic cost of financial crises and because public expenditure is often a key component of their resolution. This age old wisdom was neglected in the preceding decade in both the US and Europe, for different reasons, more than in the rest of the world, including Australia, Canada, Japan, and emerging economies.

Financial regulation is a complex thicket of highly technical policy challenges, often subject to the use of mutually incomprehensible jargons even as they are mutually interrelated. The devil is generally in the details, and elegant quantitative modeling of policy trade-offs is rarely available. Analytical frameworks tend to be similarly fragmented across different academic silos, including economics, financial research, accounting, political science, and sociology. From an economic research perspective, this is a less mature field than other policy areas such as fiscal, trade or labour policies. Hopefully, the crisis itself will result in new avenues for research, the results of which might start to become available in a few years' time. The first section of this chapter examines the dynamics of financial reform as they have unfolded since the start of the crisis. The second and last section looks at the forthcoming challenges and future prospects.

¹ *The sequence of financial events that started in the summer of 2007 and is still unfolding at the time of writing has been referred to under various monikers including the subprime crisis, the late-2000s financial crisis, the Great Recession, or the global financial crisis. As none of these is fully satisfactory or has been universally adopted, we simply refer to this sequence in this chapter as "the crisis."*

Nicolas VERON

BRUEGEL WORKING PAPER JANUARY 2012

www.bruegel.org ; n.veron@bruegel.org

AGENDA

- AMF et ACP organise un colloque académique sur "Les conséquences de la crise financière sur l'épargne des ménages et la commercialisation des produits financiers" le 11 mai 2012, 8h-13h, à la Maison du Barreau de Paris ; www.amf-france.org.

- EDHEC Risk Institute « La crise est-elle vraiment financière ? », conférence de Noël Amenc, Paris 16-18 r. du 4 septembre, 18h-20h, à l'occasion des 10 ans de Edhec Risk Institute ; contact : severine.anjubault@edhec-risk.com.

- AFTE petit déjeuner 11 avril, Salons Hoche 8h30-10h, Benoît Coeuré « Financer l'économie de la Zone Euro: rôle de la BCE » ; Contact R.Cordero afte@afte.com.

- CFI Montréal fête son 25^{ème} anniversaire, déjeuner conférence le 15 mai 2012 avec J. Attali qui traitera « Géopolitique de l'après crise financière » ; contact : Steve Gauthier, VP steve.gauthier@cfimontreal.com, inscription près de Nawal Ghali : nawal.ghali@cfimontreal.com

- AGEFI, avec le concours de l'Af2i : « 7^{ème} Rencontres de la gestion institutionnelle de l'Agefi » (Face à SolvencyII et aux crises en série...), au Palais Brongniart, le 31 mai 2012 de 14h30 à 18h30 ; inscription auprès de l'Af2i www.af2i.org ou de l'Agefi.

POINT DE VUE INVESTISSEUR

ETHOS S'OPPOSE A LA REELECTION DE DEUX MEMBRES DU COMITE DE REMUNERATION CHEZ NOVARTIS

Ethos recommande aux actionnaires de Novartis de refuser la réélection de William Brody et de Srikant Datar lors de l'assemblée générale du 23 février 2012, vu l'impossibilité de voter sur le système de rémunération cette année. Ces deux personnes font partie du comité de rémunération qui n'a apporté aucun changement dans la structure des rémunérations, malgré l'opposition de 39% des actionnaires lors de l'assemblée générale 2011.

Etant donné que Novartis ne prévoit pas de vote consultatif du rapport de rémunération cette année, Ethos recommande aux actionnaires de s'opposer à la réélection des membres du comité de rémunération, William Brody et Srikant Datar, qui ont la responsabilité du système de rémunération. Ce dernier n'a pas été modifié suite à la forte contestation exprimée par les actionnaires lors de l'assemblée générale en 2011 et ne satisfait toujours pas aux attentes des investisseurs à long terme. Les principales critiques sont les suivantes:

La rémunération du CEO, à savoir CHF 15,7 millions en 2011, est en progression de 21,7%, alors que les résultats sont en baisse. On relève notamment une contraction du bénéfice net de 7%, une réduction de la marge opérationnelle, ainsi que l'annonce de restructurations qui conduiront à la suppression d'environ 3000 emplois.

La rémunération variable est excessive. En 2011, la part variable pour les membres de la direction générale a atteint 80% de la rémunération totale et même 86% pour le CEO. Au maximum, la rémunération variable peut s'élever à 9,9 fois le salaire fixe.

Le montant absolu des rémunérations reste particulièrement élevé. La rémunération du CEO est parmi les plus élevées en Suisse et représente plus de 250 fois le salaire le plus bas de la branche pharmaceutique. Quant à la rémunération totale du président du conseil d'administration, elle s'élève à CHF 13,5 millions. Ce montant dépasse largement la rémunération des autres présidents non exécutifs des sociétés du groupe international de comparaison de Novartis, ainsi que celle des autres présidents non exécutifs des sociétés suisses de l'indice SMI.

Novartis a réalisé plusieurs améliorations en matière de transparence des rémunérations. En particulier, les rémunérations sont dorénavant publiées à leur valeur de marché et non plus à leur valeur fiscale qui est nettement inférieure.

Parallèlement, Novartis communique le multiple du salaire fixe que peut atteindre la rémunération variable. Cependant, au vu de la structure des rémunérations et du fait que les actionnaires ne peuvent pas voter annuellement les rémunérations, Ethos recommande de ne pas voter en faveur des deux membres du comité des rémunérations qui se présentent à réélection. [Ethos Newsletter du 07.02.2012](#).

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 - info@ethosfund.ch
Place Cornavin 2 - Case postale - CH-1211 G

POINT DE VUE INVESTISSEUR

BUHLMANN'S CORNER: QUESTIONS TO SHAREHOLDERS

Shareholders argue for years over governance issues, until for lack of any outcome or appropriate consequence of the votes the legislature gets active and introduces a set of rules no one really wanted. So it was with the cooling-off period or the compliance declaration, and so it threatens to be with the quota for men or the accountants. Repair work will require refinement, and evasions enhance neither transparency nor the value of clear corporate governance.

At Bayer and BASF, yesterday's CEOs, motivated by their environment, press on to head the Supervisory Board. As their cooling-off period began, no thoughts yet went to the 2012 AGM date. The month-long suspension between the legally defined period and the final decision by the shareholders could have been avoided had the shareholders exercised their responsibilities in time and not left the power to the legislature. Gentlemen's (and ladies') agreements between departing and cooling-off Supervisory Board chairmen have always existed. What is new is that candidates for the chairmanship are now exposed to an involuntary election campaign among Supervisory Board colleagues in the period between the Supervisory Board appointment and the vote for chairman - let's see what antics that may bring. At the start of his tenure, many a CEO has longed for a cooling-off period - for his predecessor; by its end he was cursing it. Shareholders should have acted here and helped to eliminate the conflict; instead they let yet another law in. Sometimes it works even easier, as for instance at EADS, where the government is not a shareholder, but is behaving like one. The whole thing turns bad when there's a representative holding the shares on behalf of third parties.

Daimler is similar. Here are the shares with their opportunities and risks, and each shareholder must decide whether he wants that or prefers a repurchase transaction with the Federal Government. Fortunately, the personnel change just made it, after, as at IKB and ThyssenKrupp, individual Supervisory Board members seemingly "didn't know" and asked for further clarification. [VIPsight - February 2012. \[newsletter@vip-cg.com\]\(mailto:newsletter@vip-cg.com\)](#)

Hans-Martin BUELMANN
CEO VIP (Vereinigung Institutionnelle Privatanleger), Koeln
vip@vip-cg.com ; www.VIPsight.EU

AGENDA

- DFCG : 4^{ème} Université d'été de la DFCG « Quels leviers pour créer de la valeur demain ? », 3 juillet 2012 Lille, organisé par Lionel Mailly, www.universite-dfcg.fr ; contact : Charlotte Fabre charlottefabre@dfcg.asso.fr
- XII^{ème} Rencontre d'Actualité de l'AGEFI, « gestion alternative 2012 » le 3 avril à l'Hôtel du Louvre, 17-19h30 ; pb@diiagency.com
- Yale School of Management: Yale Governance Forum « Governance without Borders » 6-8 juin; inscription: crysta.collins@yale.edu . --
- EDHEC Risk Institute, a seminar in London "Advances in equity portfolio construction" April 19-20; exceducation@edhec-risk.com

COMMUNIQUE

European Commission consultation-European Company Law: what way forward?

Brussels, 20 February 2012 - The European Commission has launched today an in-depth consultation on the future of European company law. Europe needs a company law framework that is adapted to the needs of the society of today and to the evolution of the economic environment. EU company law has played a central part in building the single market. It is now time to see whether today's needs are still met by the existing legal framework. An on-line public consultation paper has therefore been launched to collect comments from all stakeholders. **The deadline for sending contributions is 14 May 2012.**

European company law provides a common set of rules that offers equivalent protection to shareholders, creditors and other stakeholders across the EU who are affected by companies' actions. Company law is crucial to ensure legal certainty and protect shareholders' rights. Whilst Member States different legal traditions and company structures must be respected, harmonisation of the basic rules makes it easier for companies to offer services and products to all customers in the Union. The growth of cross-border trade and the development of e-commerce present many opportunities for businesses and consumers but they also present challenges for the existing company law framework. That is why reflection on how to adapt the existing framework to the new landscape of the 21st century is necessary. Moreover, today's challenges require us to look at company law not only from a purely legal perspective but in **the wider context of corporate governance, corporate social responsibility and businesses' key role for innovation and growth.**

Internal Market and Services **Commissioner Michel Barnier** said: "Shaping EU policy on European Company law is a challenge that we have to meet. Getting company law right makes it easier for businesses to develop across the EU to the benefit of their shareholders and customers. The landscape for company law is changing and we need to think about **how best to adapt our regulatory framework. That is why I invite stakeholders to respond to the public consultation launched today.**"

What does the public consultation cover?

Input is requested both on the general orientation of European company law and on more specific initiatives that could be envisaged in the future. The following issues are covered in the consultation:

Objectives and scope of European company law – What should be the main objectives of European company law? Are the current rules fit for today's challenges? In which areas is there need for further evolution? What relationship between company law and corporate governance?

Codification of European company law – should the existing company law Directives be merged in a single instrument in order to make the regulatory framework more accessible and user-friendly?

The future of company legal forms at European level – What are the advantages and shortcomings of European company forms? Do existing company forms need to be reviewed? Should alternative instruments be explored?

Cross-border mobility for companies – What can be done to facilitate the cross-border transfer of a company's seat? What if a company splits into different entities cross border? Should the rules on cross border mergers be reviewed?

Groups of companies – i.e. a set of companies under a single management or source of control – Is there need for EU policy action in this field?

Capital regime for European companies – Should the existing minimum legal capital requirements and rules on capital maintenance be modified and updated?

What are the next steps?

The consultation is open until 14 May 2012. The responses received will be analysed and a feedback statement summarising the results will be published. Follow-up actions would be taken afterwards.

Background information

The existing European level legislation on company law includes a large number of directives and regulations. The harmonisation of European company law covers the protection of interest of shareholders and others, the constitution and maintenance of public limited-liability companies' capital, takeover bids, branches disclosure, mergers and divisions, minimum rules for single-member private limited-liability companies, shareholders' rights and related areas such as financial reporting and accounting. It also includes different European legal forms such as the European Company (SE), the European Economic Interest Grouping (EEIG) and the European Cooperative Society (SCE).

In 2011, the Commission issued a similar public consultation in the field of corporate governance (see [IP/11/404](http://ec.europa.eu/ipm/forms/dispatch?form=companylaw2012)). Both policy fields are closely linked as some corporate governance rules are enshrined in company law, and company law deals to a large extent with corporate governance issues. Thus, for the sake of coherence, any possible follow-up initiatives in these two fields would be announced jointly in the second half of 2012.

Consultation accessible at: <http://ec.europa.eu/yourvoice/ipm/forms/dispatch?form=companylaw2012>.

More information: [MEMO/12/119](#) Contacts: [Chantal Hughes](#) (+32 2 296 44 50), [Carmel Dunne](#) (+32 2 299 88 94)

COMMUNIQUE

Réaction de Paris EUROPLACE à la décision de la Commission sur le projet de fusion NYSE EURONEXT-DEUTSCHE BÖRSE

Paris EUROPLACE prend acte de la décision de la Commission Européenne, communiquée ce jour, d'interdire le projet de fusion amicale entre NYSE Euronext et Deutsche Börse. Gérard MESTRALLET, Président de Paris EUROPLACE, souligne « *qu'il s'agit là d'une opportunité importante manquée pour l'Europe, dans la mesure où le rapprochement entre NYSE Euronext et Deutsche Börse aurait permis de constituer un*

Association Française de Gouvernement d'Entreprise

marché boursier régulé fort et transparent au niveau international et de renforcer la position européenne dans l'ensemble transatlantique. Ce rapprochement répondait en outre, dans l'esprit du G20, à la nécessité de rendre plus transparents et robustes, à l'échelle mondiale, les marchés financiers. » Cette fusion aurait, également, permis d'apporter une réponse concrète aux objectifs de convergence des pratiques de marché avec les Etats-Unis et de se doter d'une organisation compétitive et régulée du marché mondial des dérivés, alignée sur le degré de consolidation déjà réalisée aux Etats-Unis. A un moment où les questions de liquidité et les stratégies d'investissement de long terme sont cruciales pour le financement de l'économie mondiale, ce projet présentait pour les investisseurs et émetteurs européens une utilité indéniable.

Pour faire face aux défis de croissance et de compétitivité de l'Europe il est donc plus que jamais nécessaire de se mobiliser à nouveau pour trouver de nouvelles solutions de transparence, de résilience et d'apport de financement à l'économie. Paris EUROPLACE, qui a pris une part active aux discussions entre les parties prenantes, poursuivra sa contribution dans ce sens. La Place financière de Paris compte poursuivre et accélérer sa stratégie de valorisation de ses pôles de force, dans les marchés cash actions et obligataires, le développement du marché secondaire obligataire, les dérivés actions, les infrastructures post marché, en particulier les chambres de clearing, et les technologies de marché.

« L'objectif de la place de Paris est de renforcer les conditions nécessaires au développement de l'épargne longue, en s'appuyant sur une industrie de la gestion et de l'assurance puissante, de conforter et adapter notre modèle d'intermédiation bancaire qui a démontré une meilleure résistance dans la crise financière internationale, afin de répondre aux besoins des entreprises et du financement de l'économie, fortement impactés par la crise et les nouvelles régulations qui en découlent », rappelle Gérard MESTRALLET.

Arnaud de BRESON

bresson@paris-europlace.com ; www.paris-europlace.net

POUR VOTRE INFORMATION

- Newsletter de l'af2i « Institutionnels », n°27 décembre 2011, un édito du nouveau Président Jean Eyraud; contact: P.Billaud www.af2i.org.
- Revue Banque : Newsletter n°51 février 2012 ; Revue Banque n°745 février dont « Dossier Solvabilité2 »; «Rapport Vickers, Volker Rule: vers un nouveau modèle de banque ? » par H de Vauplane ; études : les stress-tests sur le devant de la scène.....marchal@revue-banque.fr .
- Bruegel Improving economic policy: “Growth in Europe: don't forget the long run”by GB.Wolff, 26.01.2012; “Who's afraid of sovereign bonds?” by S.Merler et J.Pisani-Ferry. www.bruegel.org/blog/detail/article/262 .
- Publications Européennes, consulter “Fenêtre sur l'Europe”, www.fenetreeurope.com.
- Publication de l'Association PRESAJE, dirigée par Michel Rouger, dans le n°14 décembre2011, lire l'art. de Xavier Fontanet « Dettes de la France: l'impitoyable arithmétique » ; www.presaje.com .
- Newsletter de VIPsight studies & science, corporate governance, February 2012 ; www.vipsight.eu
- Institutional Investor: 12 et 25.01.2012, 2 art. de Tom Buerkle «A chancellor for Europe and the Euro », « Occupy Goes to Davos”, ses chroniques sur le World Economic Forum de Davos; www.institutionalinvestor.com
- Grant&Eisenhofer PA Client Flash du 27.01.2012 “Dutch court upholds international group securities settlement”(Amsterdam 17.01.2012, securities class action....) ; www.gelaw.com
- Transatlantic Business Dialogue, press release 27.01.2012 “Vision for 21th Century...”; www.tabd.com .
- Dossiers de FINYEAR, publication en ligne dirigée par Laurent Leloup ; www.finyear.com et www.cfo-news.com .
- L'Economiste du Maroc (Casablanca) n°311 du 01.02.2012 sur les travaux du Forum Paris-Casablanca Round ; www.leconomiste.com
- Jones Day Business Restructuring Review, January/February 2012, Vol. 11 No.1, “The Year in Bankruptcy: 2011”; www.jonesday.com
- Publication "Etudes Economiques" du CA edit. 10.02.2012 «Zone €: indicateurs avancés » <http://etudes-economiques.credit-agricole.com>
- Pole Finance Innovation : le Trophée sera remis dans le cadre du 4e Symposium Banque Assurance & Innovation de Microsoft, le 23 mars 2012, assurant une visibilité importante auprès des décideurs du secteur financier ; info@finance-innovation.org .
- Lettre d'information Deloitte « Actualité Réglementaire »n°67 janvier : revue mensuelle des évolutions de la réglementation bancaire et financière ; fmarketingfsi@deloitte.fr , www.deloitte.com .
- Lettre Juridique et Fiscale d'Ernst&Young société d'avocats janvier : « actionnaire salarié, nouvelles obligations déclaratives pour stock-options et actions gratuites » ; « e-notoriété et e-reputation » ; contact@ey-avocats.com .
- Global Corporate Governance Forum Network Bulletin, February 2012; cgsecretariat@ifc.org ; <http://www.gcgf.org> .
- DFCG “La Quotidienne”; abonnement mathieumarcinkiewicz@dfcg.asso.fr .
- La Lettre des Professions Financières, n°54 janvier 2012 (finance islamique, banque universelle...) ; lalettredfcg@dfcg.com .
- Bankers, Markets & Investors n°115 “Success of shareholder activism; the French case”, and n°116 “Mobilising investor networks behind shareholder activism in France”, by Carine Girard associate professor in finance Audencia Nantes School of Management .

BULLETIN D'ADHESION A L'AFGE POUR L'ANNEE 2012

(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€ TT

- 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 Site Web : www.afge-asso.org

LA SOCIÉTÉ FRANÇAISE DES ANALYSTES FINANCIERS

La SFAF a fêté ses 50 ans au service de l'expertise financière 1961- 2011

Depuis cinquante ans, la **Société Française des Analystes Financiers (SFAF)**, association loi de 1901, œuvre à l'amélioration des techniques de l'analyse financière et au développement d'une information économique et financière de qualité. L'association regroupe plus de 1600 membres. En tenant l'indispensable calendrier de Place, la SFAF accompagne les Emetteurs dans l'organisation de leurs réunions de communication financière. La Sfaf est actuellement présidée par Mme Marie-Pierre PEILLON.

Via son Centre de Formation (CFAF), la SFAF forme les analystes et les gérants. Elle dispense plusieurs types de formation pour les analystes comme pour les gestionnaires de fortune, et des formations ponctuelles traitant de sujets ciblés.

Le rôle de la SFAF est aussi de conseiller ses membres analystes et gérants confrontés au développement de nouveaux métiers (fusions-acquisitions, ISR, immatériel, risque, crédit, CIF...) en prenant en compte les évolutions des activités financières.

Très présente auprès des Autorités de Place dans les débats ayant pour objectifs l'amélioration de la qualité de l'information financière et le développement du rôle des analystes financiers, elle représente également la profession au sein d'instances nationales, européennes et internationales.

A propos des membres de la SFAF

Les adhérents de la SFAF sont tous des spécialistes de l'investissement en valeurs mobilières dans le monde coté ou non coté. Ils sont employés par un Prestataire en services d'investissement (PSI) ou interviennent à titre propre en tant que conseiller en investissement financier, analyste financier indépendant, évaluateur....

Les actions à l'international

L'association est membre de :

- **L'Association of Certified International Investment Analysts (ACIIA)** qui bénéficie de la compétence de 30 associations nationales et de deux fédérations asiatique et européenne.
- **L'EFFAS, la Fédération Européenne des Associations d'Analystes Financiers (EFFAS)**, qui comptait 25 associations nationales européennes en 2009.

Formation

Acteur historique de la formation des professionnels de la finance de haut niveau depuis plus de 40 ans, le centre de formation de la SFAF propose une offre complète de formation :

- **2 diplômes reconnus par les professionnels**

Le **CIIA** : Certified International Investment Analyst

Le **CIWM** : Certified International Wealth Manager

- **2 certifications professionnelles**

Certification professionnelles AMF avec des modules au choix et des packs dédiés

Certificat IFRS pour savoir lire, analyser et interpréter les états financiers IFRS

Le Centre de formation de la SFAF bénéficie d'un large réseau d'experts :

- 1600 membres SFAF; (Analystes, gérants, experts, ils exercent leur métier au sein d'entreprises d'investissement, intermédiaires de marché, sociétés de gestion de portefeuille, bancaires ou financières, institutions d'assurances, de retraite ou de prévoyance, ou encore en tant qu'indépendants).
- 120 membres AACIF (Association des Analystes Conseils en Investissements Financiers, rassemblant des professionnels du conseil en haut de bilan et accompagnant les entreprises dans l'ensemble de leurs problématiques de financement, de sélection et d'évaluation d'investissements ainsi que de transmission).
- 8 commissions thématiques; 12 groupes sectoriels;
- Services aux émetteurs;
- Revue Analyse Financière, Newsletters..... Michèle HENAFF ; Responsable du comité Rédaction mhenaff@sfaf.com

Valeurs : Professionnalisme, déontologie, esprit de débat et de consensus, rigueur, service, esprit associatif, respect, partage des connaissances, indépendance de vues, mise en place de réseaux....

Contact : **Maité Legrand-Boucard** Directeur du Centre de formation mlegrand@sfaf.com et **Josiane Ledezert** Coordinatrice pédagogique jledezert@sfaf.com . SFAF - Secrétariat général et Centre de formation à l'Analyse Financière 24 rue de Penthièvre - 75008 Paris.

Tél : +33 (0) 1 56 43 43 10

COMITE DE REDACTION

Directeur de la publication : Jean-Aymon MASSIE, ja.massie@afge-asso.org

Comité de rédaction : Houssem RACHDI, Ph.D, Maître-assistant des universités, Tunisie (Corporate Governance ; Financial and Banking Crises) ; Emilie BALARD (relecture et documentation) ; Jean-Louis NAVARRO Maître de conférence Université Lumière-Lyon2 (droit et gouvernance) ; Patrice LECLERC, (actionariat salarié) ; Vanessa MENDEZ (RSE et relations internationales) ; M'Barek DADDAS (relecture et documentation) ; Lavinia FOURNIER, chargée de communication AFGE (web master).

Conception et documentation : Ibtihaj DADDAS : 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 La Defense 6 – 92400 COURBEVOIE