

La Lettre

de l'AFGE

Lettre d'information sur le gouvernement d'entreprise

N° 39

4^{ème} Trimestre 2014

EDITORIAL

Les affaires récentes : les administrateurs sont-ils gagnés par la myopie ou l'irresponsabilité ?

Sommaire

Programme de travail la CE.....	2
ECB: guide to banking supervision.....	3
Europe's Banking Union Starts on an Encouraging Note.....	5
Quatre banques françaises doublent leurs avoirs en bons d'Etat en 2 ans.....	6
Colloque AFGE.....	7
Conduire les mutations de l'Etat actionnaire (APE).....	11
Alstom-GE : Interrogations.....	13
Gage d'une bonne gouvernance.....	15
La suppression des clauses d'opting-out.....	15
Les taux d'intérêt sont déprimés, les soucis commencent !.....	16
The Monetary System: Analysis and New Approaches to Regulation.....	17
INSEAD: C.G. Programmes.....	19
Focus: ECGI Bruxelles.....	20

Qui fait quoi ?

Donald Franciszek TUSK devient le second Président du Conseil Européen à partir du 01/12/2014.

Comme beaucoup de *stakeholders*, indignés par les affaires récentes qui ont ébranlé le secteur bancaire français, ou qui pénalisent des industries de pointe du secteur de l'énergie ou encore qui détruisent des bassins industriels, nous sommes en droit de nous demander pourquoi les membres prestigieux des Conseils d'administration (CA) de ces sociétés n'ont rien vu, n'ont pas rempli leur devoir d'alerte et ne se considèrent pas responsables de la situation survenue cette année 2014.

Les entreprises ont une responsabilité sociale vis-à-vis des parties prenantes, qui les engage sur le long terme à l'égard des générations futures. Ceci est une réalité ; la RSE ne doit pas se limiter à un simple argument de communication financière ou de marketing. La dimension humaine de l'entreprise, sa pérennité et sa réputation sont en jeu. Les investisseurs institutionnels sont de plus en plus attentifs au comportement des mandataires sociaux et des membres des CA, auxquels l'assemblée générale (AG) des actionnaires a donné davantage de pouvoir et de responsabilité ces dernières années.

Si le CA a pour mission de définir la stratégie de l'entreprise afin d'assurer son développement durable et rentable sur le long terme, il a également pour responsabilité de contrôler sa mise en œuvre par les directions opérationnelles. Dans cette optique, le comportement des administrateurs et l'exercice de leurs responsabilités doivent être guidés par : la vigilance, l'intégrité, le courage, l'*affectio societatis*, l'indépendance de jugement et de prise de décision, la prévention des conflits d'intérêt, la primauté de l'intérêt social de l'entreprise sur l'intérêt des actionnaires, le respect des attentes des parties prenantes, l'anticipation et la gestion

des risques, le contrôle de la conformité, du comportement éthique des cadres dirigeants et du respect des obligations réglementaires.

Aujourd'hui, nous devons constater que ces principes sont bafoués dans quelques entreprises prestigieuses. Il est difficile de croire que les administrateurs de BNP Paribas n'ont pas été informés des alertes successives émises par le régulateur américains SEC, que les profits exceptionnellement élevés dégagés par certaines activités dans des zones à haut risque n'aient pas attiré leur attention et choqué leur intégrité, que les administrateurs d'Alstom n'aient pas examiné avec attention le dossier de cession d'actif à General Electric et mesuré l'impact sur le long terme de la perte de la « pépite » de cette entreprise, clef des investissements nucléaires en France et dans le monde, et du renouvelable.

Au début de l'année 2015, la conformité ou *compliance* devrait être une priorité pour la plupart des entreprises cotées soucieuses de regagner la confiance de leurs actionnaires, particulièrement institutionnels, de se conformer aux différents niveaux de réglementation (nationale, européenne, nord américaine), aux recommandations des régulateurs et des superviseurs nationaux et supranationaux. Lorsqu'une entreprise s'internationalise, lève des capitaux sur différents marchés et devient un leader mondial dans son *core business*, elle doit inéluctablement se conformer à ces différentes contraintes et obligations.

Rappelons que les institutions financières, banques et assurances, ont un devoir de gestion prudentielle ; elles sont jugées sur leur responsabilité et performance fiduciaires, elles sont plus vulnérables que les entreprises industrielles au risque de réputation, à la dégradation de leur image, de leur respectabilité et de la confiance de leurs parties prenantes. Par contre une entreprise industrielle, qui effectue maladroitement sa mutation, n'entretient pas son niveau de R&D, se dépouille de ses « pépites », perd sa compétitivité, met en péril sa pérennité et disparaît brutalement. La confrontation exacerbée entre l'Union Européenne et l'Union économique Eurasiatique pourrait malheureusement entraîner la disparition de plusieurs acteurs économiques au service de l'économie réelle et ralentir la reprise de la croissance logiquement attendue.

En 2015, la plupart des entreprises devront effectuer ou achever leur mutation afin de se préparer à une compétition accrue et globale pour conserver leur part de marché, puis l'accroître par une reprise des investissements, une majoration significative de leurs budgets de R&D et de formation des collaborateurs, de communication et de marketing. Leur réussite sera conditionnée par un profond changement dans la composition des CA et dans le comportement des administrateurs, par la mise en place d'une organisation efficace de la conformité et du contrôle des risques, par la pratique effective des principes éthiques, de responsabilité sociale et environnementale, par le respect des parties prenantes et par le service de l'économie réelle.

Mais, pour toutes les entreprises, quelle que soit leur taille, la confiance ne se décrète pas, elle se mérite et elle s'entretient.

Jean-Aymon MASSIE

UN NOUVEL ELAN: LA COMMISSION EUROPEENNE DEVOILE SON PROGRAMME DE TRAVAIL EN FAVEUR DE LA CROISSANCE, DE L'EMPLOI ET DE L'INVESTISSEMENT

La Commission européenne a adopté son programme de travail pour 2015, dans laquelle elle expose les mesures qu'elle a l'intention de prendre au cours des 12 prochains mois pour induire un véritable changement en matière d'emploi, de croissance et d'investissement et offrir des avantages tangibles aux citoyens. Il s'agit d'un programme pour le changement. Les citoyens aspirent à moins d'ingérence de l'UE dans leur vie quotidienne, surtout lorsque les États membres sont mieux placés pour agir et apporter des solutions. Ils attendent de l'UE qu'elle apporte une valeur ajoutée sur les grands défis économiques et sociaux, comme la lutte contre le chômage et l'amélioration de la compétitivité. Les citoyens attendent de l'UE qu'elle soit plus transparente sur ce qu'elle fait et la façon dont elle le fait. L'adoption du programme de travail est un bon point de départ en ce qu'il souligne en toute transparence ce que l'UE fera et ne fera pas en 2015.

Le président **Jean-Claude Juncker** a déclaré à ce propos: *«La présente Commission a été élue sur la base d'un mandat politique clair: les dix priorités énoncées dans nos orientations politiques. Le programme de travail d'aujourd'hui est la traduction de ces dix priorités en premiers résultats concrets. Les citoyens attendent de l'UE qu'elle apporte une valeur ajoutée sur les grands défis économiques et sociaux. Ils veulent aussi que l'UE interfère moins avec les États membres lorsque ceux-ci sont mieux à même de fournir les bonnes réponses. C'est la raison pour laquelle nous nous sommes engagés à changer la donne et à faire en sorte que l'Union européenne soit plus grande et plus ambitieuse à l'égard des grands enjeux, plus petite et plus modeste à l'égard des enjeux de moindre importance.»*

Frans Timmermans, premier vice-président, a fait la déclaration suivante: *«Ce que nous présentons aujourd'hui est une feuille de route pour remettre l'Europe sur les rails, en se fondant sur des priorités claires. En 2015, nous mettrons en œuvre le plan d'investissement annoncé visant à dynamiser notre économie, nous ferons profiter les citoyens et les entreprises des possibilités offertes par le marché unique numérique, nous lancerons l'Union européenne de l'énergie et nous présenterons un nouveau programme européen pour les migrations, bien équilibré. Nous devons préparer le terrain, afin que les efforts politiques puissent se concentrer sur les priorités réelles: c'est ainsi que nous avons passé en revue toutes les propositions des institutions européennes actuellement sur la table et décidé si nous souhaitons les conserver, les modifier ou les retirer. Nous voulons des résultats concrets et s'il apparaît que l'adoption de propositions existantes ne nous permettra pas d'atteindre nos objectifs, nous proposerons d'autres approches. Ce faisant, nous aurons la garantie que notre Union se concentre sur l'essentiel tout en s'employant à obtenir des résultats tangibles pour les citoyens.»* La situation est véritablement différente désormais.

Le programme de travail de la Commission pour 2015 prévoit: 23 nouvelles initiatives proposées par la Commission Juncker, conformément aux orientations politiques présentées au Parlement européen; 80 propositions existantes que la Commission propose de retirer ou de modifier pour des raisons politiques ou techniques. Le programme de travail présente des actions ciblées que la Commission mettra en œuvre en 2015. La Commission continuera, en outre, dans de nombreux domaines, à tout mettre en œuvre pour faire en sorte que les politiques et les règles actuelles soient adaptées aux besoins, donnent des résultats concrets sur le terrain et soient correctement appliquées.

23 nouvelles initiatives pour faire la différence : Le programme adopté ce jour expose les 23 initiatives que la Commission s'engage politiquement à mettre en œuvre en 2015. Cette liste des tâches à accomplir en douze mois met l'accent sur les «grands enjeux» que sont notamment l'emploi, la croissance et l'investissement, conformément aux dix priorités exposées par le président Juncker dans ses orientations politiques.

La Commission s'est notamment engagée à mettre en œuvre en 2015:

Un plan d'investissement pour l'Europe: prolongement législatif du plan annoncé le mois dernier, qui débloque un investissement public et privé dans l'économie réelle d'au moins 315 milliards d'euros sur les trois prochaines années.

Un ensemble ambitieux de mesures sur le marché unique numérique: créer les conditions propices à une économie et une société numériques dynamiques en complétant l'environnement réglementaire des télécommunications, en modernisant les règles relatives au droit d'auteur, en simplifiant les règles pour les consommateurs effectuant des achats en ligne et numériques, en améliorant la cybersécurité et en accordant une place centrale à la numérisation.

Les premières mesures en vue de la création d'une Union européenne de l'énergie: assurer la sécurité de l'approvisionnement énergétique, poursuivre l'intégration des marchés nationaux de l'énergie, réduire la demande énergétique européenne et «décarboniser» le bouquet énergétique.

Une approche de la fiscalité plus équitable: adopter un plan d'action sur les efforts de lutte contre la fraude et l'évasion fiscales, notamment des mesures au niveau de l'UE pour passer à un système d'imposition des bénéficiaires dans le pays où ils sont générés; procéder à un échange automatique d'informations sur les décisions anticipatives en matière fiscale et stabiliser l'assiette de l'impôt sur les sociétés.

Un programme européen pour les migrations: élaborer une nouvelle approche sur les migrations légales pour faire de l'UE une destination attrayante pour les talents et les compétences et améliorer la gestion des migrations vers l'UE en intensifiant la coopération avec les pays tiers, en renforçant la solidarité entre nos États membres et en amplifiant la lutte contre la traite d'êtres humains.

Une union économique et monétaire plus approfondie: poursuivre les efforts visant à promouvoir la stabilité économique et à attirer des investisseurs en Europe.

Voir à l'annexe 1 (http://ec.europa.eu/atwork/pdf/cwp_2015_new_initiatives_en.pdf) la liste complète des 23 nouvelles initiatives dans chacun des dix domaines d'action prioritaires.

Appliquer le principe de la «discontinuité politique»

En préparant le programme de travail, la Commission a examiné environ 450 propositions en attente de décision du Parlement européen et du Conseil et propose d'en retirer ou de modifier 80. La suppression de certaines d'entre elles est demandée, car elles ne sont pas compatibles avec les priorités de la nouvelle Commission. Dans de nombreux cas, cependant, la Commission reste fermement déterminée à atteindre les objectifs fixés. Les propositions ne sont toutefois d'aucune utilité si elles sommeillent à la table des négociations ou si elles en ressortent tellement dénaturées qu'elles ne peuvent plus atteindre leur objectif de départ. À chaque fois que le cas se présentera, la Commission proposera des moyens nouveaux et meilleurs pour faire en sorte que cet objectif soit atteint. La Commission attendra l'avis du Parlement européen et du Conseil sur ces propositions avant d'officialiser ces retraits.

Voir à l'annexe 2 (http://ec.europa.eu/atwork/pdf/cwp_2015_withdrawals_en.pdf) la liste complète des propositions de retrait.

Frans Timmermans, premier vice-président, a donné les explications suivantes: «*Nous voulons des résultats. Cette Commission s'accorde à reconnaître la nécessité d'avoir une Europe ambitieuse, y compris sur les plans environnemental et social. Il serait absurde, néanmoins, de laisser les institutions de l'UE gaspiller du temps et de l'énergie pour des propositions qui n'ont aucune chance d'être adoptées et qui ne donneront pas les résultats concrets que nous appelons de nos vœux. C'est pourquoi nous rechercherons, le cas échéant, des moyens différents, plus efficaces, d'atteindre nos objectifs communs.* »

Réduire les formalités administratives et supprimer les charges réglementaires

Le programme de travail de la Commission pour 2015 traduit son engagement renforcé à mieux légiférer, en prenant appui sur son programme pour une réglementation affûtée, qui vise à réduire les formalités administratives et à supprimer les charges réglementaires, de manière à instaurer un environnement propice à l'investissement. Le collège des commissaires a recensé toute une série de propositions et d'actes législatifs existants, qui seront réexaminés et modifiés, afin d'en améliorer le fonctionnement, au profit des citoyens et des entreprises de l'Union. Des efforts seront notamment consentis en matière de simplification, par exemple pour ce qui est de la politique agricole commune.

Voir à l'annexe 3 (http://ec.europa.eu/atwork/pdf/cwp_2015_refit_actions_en.pdf) la liste complète des propositions dites «REFIT». (Programme pour une réglementation affûtée et performante).

Contexte

Pour la première fois de son histoire, la Commission a œuvré en concertation avec le Parlement européen et les États membres pour recueillir un soutien en faveur de son programme de travail avant de le présenter. La Commission est d'avis que ces propositions ne sont utiles que si elles sont adoptées, acceptées et appliquées correctement sur le terrain et considère dès lors que l'appui des co-législateurs est impératif.

Allocution de Mr Jean Claude JUNKER

Président de la Commission Européenne

Strasbourg, le 16 décembre 2014

Pour voir l'intégralité du communiqué consultez ce lien : http://europa.eu/rapid/press-release_IP-14-2703_fr.htm

POINT DE VUE REGULATEUR

EUROPEAN CENTRAL BANK: GUIDE TO BANKING SUPERVISION 2014

1. Introduction

1. The Single Supervisory Mechanism (SSM) comprises the ECB and the national competent authorities (NCAs) of participating Member States. The SSM is responsible for the prudential supervision of all credit institutions in the participating Member States. It ensures that the EU's policy on the prudential supervision of credit institutions is implemented in a coherent and effective manner and that credit institutions are subject to supervision of the highest quality. The SSM's three main objectives are to:

- ensure the safety and soundness of the European banking system;
- increase financial integration and stability;
- ensure consistent supervision.

2. On the basis of the SSM Regulation, the ECB, with its extensive expertise in macroeconomic policy and financial stability analysis, carries out clearly defined supervisory tasks to protect the stability of the European financial system, together with the NCAs. The SSM Regulation and the SSM Framework Regulation⁵ provide the legal basis for the operational arrangements related to the prudential tasks of the SSM.

3. The ECB acts with full regard and duty of care for the unity and integrity of the Single Market based on the equal treatment of credit institutions with a view to preventing regulatory arbitrage. Against this background, it should also reduce the supervisory burden for cross-border credit institutions. The ECB considers the different types, business models and sizes of credit institutions as well as the systemic benefits of diversity in the banking industry.

4. In carrying out its prudential tasks, as defined in the SSM Regulation, the ECB applies all relevant EU laws and, where applicable, the national legislation transposing them into Member State law. Where the relevant law grants options for Member States, the ECB also applies the national legislation exercising those options. The ECB is subject to technical standards developed by the European Banking Authority (EBA) and adopted by the European Commission, and also to the EBA's European Supervisory Handbook. Moreover, in areas not covered by this set of rules, or if a need for further harmonization

emerges in the conduct of the day-to-day supervision, the ECB will issue its own standards and methodologies, while considering Member States' national options and discretions under EU legislation.

5. This guide sets out:

- the supervisory principles of the SSM;
- the functioning of the SSM, including:
 - the distribution of tasks between the ECB and the NCAs of the participating Member States;
 - the decision-making process within the SSM;
 - operating structure of the SSM;
 - the supervisory cycle of the SSM;
- the conduct of supervision in the SSM, including: authorizations, acquisitions of qualifying holdings, withdrawal of authorization;
- supervision of significant institutions;
- supervision of less significant institutions;
- overall quality and planning control.

2. Supervisory principles

In the pursuit of its mission, the SSM constantly strives to maintain the highest standards and to ensure consistency in supervision. The SSM benchmarks itself against international norms and best practices. The revised Basel Committee's Core Principles for Effective Banking Supervision as well as the EBA rules form a sound foundation for the regulation, supervision, governance and risk management of the banking sector.

The SSM approach is based on the following principles, which inspire any action at the ECB or centralized level and at the national level, and which are essential for an effective functioning of the system. These principles underlie the SSM's work and guide the ECB and the NCAs in performing their tasks.

Principle 1 – Use of best practices

The SSM aspires to be a best practice framework, in terms of objectives, instruments, and powers used. The SSM's evolving supervisory model builds on state-of-the-art supervisory practices and processes throughout Europe and incorporates the experiences of various Member States' supervisory authorities to ensure the safety and soundness of the banking sector. The methodologies are subject to a continuous review process, against both internationally accepted benchmarks and internal scrutiny of practical operational experience, in order to identify areas for improvements.

Principle 2 – Integrity and decentralization

All participants in the SSM cooperate to achieve high-quality supervisory outcomes. The SSM draws on the expertise and resources of NCAs in performing its supervisory tasks, while also benefiting from centralized processes and procedures, thereby ensuring consistent supervisory results. In-depth qualitative information and consolidated knowledge of credit institutions is essential, as is reliable quantitative information. Decentralized procedures and a continuous exchange of information between the ECB and the NCAs, while preserving the unity of the supervisory system and avoiding duplication, enable the SSM to benefit from the national supervisors' closer proximity to the supervised credit institutions, while also ensuring the necessary continuity and consistency of supervision across participating Member States.

Principle 3 – Homogeneity within the SSM

Supervisory principles and procedures are applied to credit institutions across all participating Member States in an appropriately harmonized way to ensure consistency of supervisory actions in order to avoid distortions in treatment and fragmentation. This principle supports the SSM as a single system of supervision. The principle of proportionality (see Principle 7) is applied.

Principle 4 – Consistency with the Single Market

The SSM complies with the single rulebook. The SSM integrates supervision across a large number of jurisdictions and supports and contributes to the further development of the single rulebook by the EBA, while helping to better address systemic risks in Europe. The SSM is fully open to all EU Member States whose currency is not the euro and who have decided to enter into close cooperation. Given its central role in the SSM, the ECB contributes to further strengthening the convergence process in the Single Market with respect to the supervisory tasks conferred on it by the SSM Regulation.

Principle 5 – Independence and accountability

The supervisory tasks are exercised in an independent manner. Supervision is also subject to high standards of democratic accountability to ensure confidence in the conduct of this public function in the participating Member States. In line with the SSM Regulation, there will be democratic accountability at both the European and national levels.

Principle 6 – Risk-based approach

The SSM approach to supervision is risk-based. It takes into account both the degree of damage which the failure of an institution could cause to financial stability and the possibility of such a failure occurring. Where the SSM judges that there are increased risks to a credit institution or group of credit institutions, those credit institutions will be supervised more intensively until the relevant risks decrease to an acceptable level. The SSM approach to supervision is based on qualitative and quantitative approaches and involves judgment and forward-looking critical assessment. Such a risk-based approach ensures that supervisory resources are always focused on the areas where they are likely to be most effective in enhancing financial stability.

Principle 7 – Proportionality

The supervisory practices of the SSM are commensurate with the systemic importance and risk profile of the credit institutions under supervision. The implementation of this principle facilitates an efficient allocation of finite supervisory resources.

Accordingly, the intensity of the SSM's supervision varies across credit institutions, with a stronger focus on the largest and more complex systemic groups and on the more relevant subsidiaries within a significant banking group. This is consistent with the SSM's risk-based and consolidated supervisory approach.

Principle 8 – Adequate levels of supervisory activity for all credit institutions

The SSM adopts minimum levels of supervisory activity for all credit institutions and ensures that there is an adequate level of engagement with all significant institutions, irrespective of the perceived risk of failure. It categorizes credit institutions according to the impact of their failure on financial stability and sets a minimum level of engagement for each category.

Principle 9 – Effective and timely corrective measures

The SSM works to ensure the safety and soundness of individual credit institutions as well as the stability of the European financial system and the financial systems of the participating Member States. It pro-actively supervises credit institutions in participating Member States to reduce the likelihood of failure and the potential damage, with a particular focus on the reduction of the risk of a disorderly failure of significant institutions. There is a strong link between assessment and corrective action. The SSM's supervisory approach fosters timely supervisory action and a thorough monitoring of a credit institution's response. It intervenes as early as possible, thus reducing the potential losses for the credit institution's creditors (including depositors). However, that does not mean that individual credit institutions cannot be allowed to enter resolution procedures. The SSM works with other relevant authorities to make full use of the resolution mechanisms available under national and EU law. In the event of a failure, resolution procedures as provided by the Bank Recovery and Resolution Directive 6 are applied to avoid, in particular, significant adverse effects on the financial system and to protect public funds by minimizing reliance on extraordinary public financial support.....

Pour voir l'intégralité du rapport consultez ce lien :

<https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssmguidebankingsupervision201411.en.pdf?404fd6cb61dbde0095c8722d5aff29cd>

AVIS D'EXPERT

EUROPE'S BANKING UNION STARTS ON AN ENCOURAGING NOTE

Sunday, October 26 was D-Day for Europe's banks: At noon in Frankfurt, the European Central Bank (ECB) announced the results of its "comprehensive assessment" of the euro area's 130 largest banks, including an Asset Quality Review (AQR) and stress tests. Simultaneously in London, the European Banking Authority (EBA) announced the results of these stress tests for a larger sample of banks, including the largest banks headquartered in the European Union but outside the euro area.

This was meant as a cathartic watershed that would allow the ECB to take over its new role as the licensing authority of all the euro area's banks and direct supervisor of the largest ones, a transfer of authority from national supervisors that will occur on Tuesday next week, November 4. The comprehensive assessment is intended to draw a line under years of unsatisfactory oversight by national watchdogs and to allow the ECB to start from a high level of trust.

On the face of it, these objectives appear to have been met, even though a definitive assessment will only be possible several months from now. The ECB identified 25 banks as having been undercapitalized as of end-2013; of these, 12 have raised enough capital this year to be technically compliant with capital requirements, but the other 13 need to submit recapitalization plans to the ECB within two weeks. Four of these are in Italy: Monte dei Paschi di Siena (MPS) (which may have to lose its independence), Carige in Genoa, Banca Popolare di Milano, and Banca Popolare di Vicenza: This puts a cloud above the Bank of Italy's reputation as a supervisor, especially as several other Italian banks also appear fragile. Farther west in Lisbon, Banco Comercial Portugues (BCP) is among the other institutions asked to strengthen their balance sheet, or else. In total, the assessment identified slightly more "problem banks" than

expected but did not uncover problems so massive that they may trigger systemic instability.

Perhaps more importantly, the ECB (and EBA) flooded the market with a deluge of data, the full analysis of which will take several more days. One not-so-hidden nugget of information is how the banks would have fared if a more rigorous yardstick of capital, known as fully loaded Basel III, had been used instead of the current "phased-in" measure that Basel III will replace in the European Union in a few years. In that case, a few significant German banks would have failed the test as well. They include HSH Nordbank, a northern German Landesbank that provides wholesale services to local savings banks (Sparkassen), in spite of the guarantees it has received for up to €10 billion from the local governments that are also its main shareholders. This group also includes DZ Bank and WGZ Bank, the two wholesale institutions that serve Germany's system of local cooperative banks (Volksbanken and Raiffeisenbanken)—possibly the biggest surprise of Sunday's entire disclosure package. The fact that Germany and Italy, two of the euro area's biggest countries, are not immune to the ECB's inquisitiveness suggests that the assessment has been kept reasonably independent from political pressure. In the two other largest countries, France and Spain, most banks passed the test successfully.

Crucially, this exercise must be seen as the beginning of a sequence of policy actions by the ECB—even as, to the thousands of professionals who participated in the process, it may feel like the end point of a long hard slog. To start with, investors and the public will need to be persuaded that there are no more skeletons hiding in the banks' cupboards. This is likely to take a few months: The credibility of the EBA-led stress tests whose results were announced in mid-July 2011 was later ruined by the problems of Dexia in October

2011, then of Bankia in May 2012. Moreover, some of the AQR's consequences will only be felt in the banks' financial statements as of end-2014: For example, more of the €136 billion of additional nonperforming loan exposures identified in the AQR may be written down at that time. Overall, the definitive assessment on the robustness and credibility of the comprehensive assessment, and specifically of the AQR, will probably have to wait until the first quarter of 2015.

Furthermore, the ECB has a lot of follow-up work on its plate on a number of issues it has signalled it will address gradually after its assumption of direct supervisory authority on November 4. It should gradually tighten the definition of capital to make it fully compliant with the Basel III framework, including on the contentious question of insurance subsidiaries of diversified banking groups (a point on which even today's "fully-loaded" disclosures are based on a laxer standard than the international accord, and which is particularly sensitive for several large French banks). It should put an end to the widespread practices of geographical ring fencing of capital and liquidity by national supervisors within the banking union area, an aim that may eventually require legislative changes in Germany and

elsewhere. It should vigorously encourage those banks that keep a high home-country bias in their sovereign debt portfolios to reduce it, something that ECB top supervisor Danièle Nouy has already announced. It should encourage cross-border bank acquisitions, and investment in banks by international private equity funds, to decrease the sector's current fragmentation along national lines. Finally, it should gradually bring smaller banks (mostly German, Austrian, and Italian) into its supervisory fold, as Ms. Nouy's deputy Sabine Lautenschläger has indicated.

The full economic impact of the comprehensive assessment will depend on these developments still to come. If all goes according to plan, it may unlock some of Europe's repressed growth, by allowing most banks to lend more freely now that their creditworthiness has been duly checked—even though this will not resolve a number of other problems in Europe's anaemic economy that contribute to depressed credit demand. Overall, this debut of Europe's banking union comes five years too late, but better late than never. It is an encouraging start for the most transformative policy initiative that has emerged from Europe's crisis so far.

Nicolas VERON

Senior Fellow Bruegel and Visiting Fellow Peterson Institute for International Economics (Washington DC)

nicolas.veron@bruegel.org

www.bruegel.org

Avec l'aimable autorisation de l'auteur, nous reprenons cet article publié dans Bruegel Policy le 27/10/2014.

POINT DE VUE INVESTISSEUR

QUATRE BANQUES FRANCAISES DOUBLENT LEURS AVOIRS EN BONS D'ETAT EN DEUX ANS

Le tableau ci-dessous n'a pas franchi la Manche. Manque de curiosité ou ou autocensure? Il a cependant été publié début novembre. Émanant de la très sérieuse International Financing Review, il témoigne de la surprise des observateurs face à une tendance d'augmentation massive des encours de certaines banques européennes. Comme par hasard, elle émane des pays en difficultés d'endettement: France, Italie, Espagne et Portugal.

EUROZONE GOVERNMENT DEBT EXPOSURES		
CHANGES BETWEEN SEPTEMBER 2011 AND DECEMBER 2013		
Exposure to French government		
Bank	Exposure	Change
BPCE	€83.0bn	+€40.5bn
Credit Agricole	€50.7bn	+€25.6bn
Societe de Financement Local	€38.0bn	N/A
Societe Generale	€35.4bn	+€15.0bn
HSBC	€35.2bn	+€21.1bn
Exposure to Italian government		
Bank	Exposure	Change
Intesa Sanpaolo	€77.3bn	+€20.3bn
UniCredit	€56.7bn	-€6.9bn
Banca Monte dei Paschi di Siena	€36.2bn	+€5.9bn
UBI Banca	€19.7bn	-€11.7bn
BNP Paribas	€18.9bn	-€3.8bn
Exposure to Spanish government		
Bank	Exposure	Change
BBVA	€53.0bn	-€3.0bn
La Caixa	€40.5bn	-€5.0bn
Banco Santander	€40.4bn	-€7.4bn
Bankia	€37.5bn	+€8.1bn
Banco de Sabadell	€15.4bn	+€8.1bn
Exposure to Portuguese government		
Bank	Exposure	Change
Caixa Geral de Depositos	€11.1bn	+€3.6bn
Banco Comercial Portugues	€6.1bn	-€1.7bn
Banco BPI	€6.0bn	+€2.9bn
Banco Santander	€2.8bn	-€0.3bn
Dexia	€1.8bn	-€0.1bn

Source: IFR/EBA

Mais ce qui frappe le commentateur est le doublement des encours de la BPCE, le Crédit Agricole, Société Générale et HSBC (France). Il est d'autant plus intéressant de noter que la BNP Paribas, sur la même période, a réduit son encours. Tentons d'y voir plus clair. Quels sont les facteurs en jeu?

1. L'inconscience ou le déni : fortes des réassurances récentes les banques en question considèrent peut-être que le fait que le monde entier se pose des questions sur cette relation incestueuse typique du continent européen entre les banques et leurs États est sans importance. Ce ne sont là qu'élucubrations anglo-saxonnes. Pourtant, c'est le principal reproche au "comprehensive assessment" des banques européennes par la BCE. On pouvait s'y attendre: comme la Commission de Monsieur Barroso a fixé les hypothèses macroéconomiques, on n'allait bien évidemment pas prendre le risque de démontrer qu'une nouvelle crise de l'endettement européen mettrait les banques sur les genoux.

2. La facilité : pourquoi faire l'effort de prêter des particuliers ou des petites et moyennes entreprises quand on peut, comme la BPCE, augmenter son bilan de 40 milliards en quelques opérations et patiemment attendre que les intérêts tombent. La BPCE a le plus grand encours d'obligations d'État de toutes les banques qui ont été recensées par l'Autorité Bancaire Européenne, précise IFR. Comme nos Grands Argentiers sont très friands de ce financement facile, personne n'y trouve rien à redire.

3. Les banques ne cherchent plus à prêter et les encours de crédits des banques de l'Euro zone ont augmenté de 60

milliards d'euros depuis le début de l'année sur un total de 16.800 milliards de crédits, soit 3.5 pour mille!

La "légèreté" des ratios de fonds propres font le reste: lorsqu'une banque prête, elle doit affecter des fonds propres pour couvrir le risque du crédit. Lorsqu'elle souscrit à des emprunts d'État elle n'a pas besoin de fonds propres. Elle peut donc accroître son bilan sans pénalité. En clair si elle laisse les crédits venir à échéance et achète des emprunts d'État pour le même montant, son bilan est inchangé, et ses besoins de fonds propres baissent. Voilà une recapitalisation aisée.

4. Le "carry-trade" : mieux connu pour les emprunts en yens, le carry-trade existe en Europe. Il s'agit d'emprunter court terme et d'investir long terme avec une marge d'intérêt. L'Euribor à 6 mois (le plus courant) étant à 0,18%, pour des fonds investis en obligations à 10 ans (1,15%), la marge est de 97 points de base (0,97%). Certes, il y a un risque en intérêt, mais en attendant cela rapporte à la BPCE (si tant est que ce soient les taux du jour) 400 millions d'euros sans pénalisation de fonds propres. Du pain béni.

La partie la plus étonnante du tableau est la souscription de 5,9 milliards d'euros de la dette italienne par Monte dei Paschi, qui correspond exactement au sauvetage de la banque par le Gouvernement. Un prêté pour un rendu!

Tout cela ne serait pas très nouveau si, au même moment, la BCE n'annonçait son intention d'injecter 1.000 milliards d'euros pour créer de l'emploi et de la croissance...à travers les bilans des banques. Tout cela sous la pression des Gouvernements et de la Commission.

Georges UGEUX

Président de Galileo Global Advisors

gugeux@galileoinstitute.net

Blog de Georges UGEUX du 17/11/2014

Avec l'aimable autorisation de l'auteur, nous reprenons cet article.

POUR VOTRE INFORMATION

COLLOQUE AFGE

"HOW TO IMPROVE THE RELATIONSHIP BETWEEN BOARDS OF DIRECTORS AND THEIR SHAREHOLDERS, IN PARTICULAR INSTITUTIONAL INVESTORS? LET'S SPEAK FRANKLY"

Auditorium de la Tour CB3 La Défense (Paris), 02/12/2014

Mesdames, messieurs, chers adhérents et partenaires de l'Association Française de Gouvernement d'Entreprise, AFGE.

Je suis heureux de vous accueillir dans cet auditorium de Société Générale situé dans le cœur du quartier d'affaires de Paris La Défense. Je vous remercie de vous être libérés pour participer cet après-midi au colloque annuel organisé par l'AFGE en partenariat avec le groupe Société Générale, que je remercie vivement, tout particulièrement M. Patrick SUET, M. Olivier MANIERE et Mme Laurence de MEYER.

Lors de précédents colloques, nous avons débattu sur les moyens de "favoriser le dialogue entre les administrateurs et les actionnaires" en octobre 2005, puis sur "le rôle et les responsabilités des investisseurs institutionnels, des actionnaires et des émetteurs" octobre 2006, et l'année suivante sur "les difficultés rencontrées lors du dialogue entre les émetteurs et les actionnaires" octobre 2007.

Nous poursuivons avec constance l'objectif de l'AFGE de "constituer un forum permanent de discussion, d'information et de médiation entre les entreprises et leurs actionnaires sur les principes de gouvernement d'entreprise, de développement durable et d'éthique" (article 2, Objet, des statuts de l'association déclarée le 29 novembre 2002). En effet, l'association AFGE fête aujourd'hui son anniversaire : 12 ans !

Le thème de ce 10^{ième} colloque "comment améliorer les rapports entre le conseil d'administration de l'entreprise et ses actionnaires, en particulier institutionnels? Parlons-en sans détour", se situe dans la même logique ; il se propose de répondre à des inquiétudes exprimées à la fois par les émetteurs et par les investisseurs institutionnels, d'entretenir le dialogue, mais aussi de restaurer la confiance altérée par "les affaires". La Lettre trimestrielle de l'AFGE de 24 à 26 pages bilingue publie des articles faisant état de cette situation.

Le choix de ce thème résulte d'une réunion en début d'année avec un émetteur sur l'exercice des droits de vote par les investisseurs institutionnels, 2 mois avant la tenue des AG. Un constat : pas de vote significatif au nom ou par procuration de

grands fonds souverains, de Mutual Fund ni d'investisseurs institutionnels. Comment votent-ils et comment les identifier ? On ne les rencontre jamais lors des road show ... Mais à la veille de l'AG de quelques belles entreprises du CAC40, BlackRock déclarait un franchissement de seuil de 5%, et Norges Bank IM devenait un actionnaire de référence avec lequel il faudrait compter.

La leçon à été reçue. J'ai décidé d'organiser ce colloque qui m'a permis de faire appel à des amis de longue date de l'ICGN pour composer le panel avec l'aide très efficace de Mme Josiane FANGUINOVENY, qui va le présider. Je l'en remercie.

J'exprime ma gratitude aux 7 membres du panel, dont les agendas sont très chargés en cette période de l'année, ainsi qu'à Mme Astrid MILSAN et à M. Benoit de JUVIGNY qui vont clôturer le colloque.

Nous poursuivrons notre action en 2015, en organisant un second colloque avec le même objectif, en partenariat avec l'Agence des Participations de l'Etat, fin mars -début avril, à Bercy sur le thème " conduire les mutations de l'Etat actionnaire et participer activement à la gouvernance des entreprises ".

Je vous invite à nous rejoindre, à proposer des articles dans la Lettre, à participer aux travaux de notre think tank et à promouvoir la mission de l'association, notamment par de nouvelles adhésions.

A 18h se tiendra dans cet auditorium l'AGO de l'association AFGE.

Je vous remercie de votre attention. Je vous souhaite un colloque enrichissant et dynamique "sans langue de bois «. Je donne la parole à M. Patrick SUET, secrétaire général et directeur de la conformité du groupe Société Générale.

Jean-Aymon MASSIE
President AFGE

PROGRAMME	
14.00 - 14.10	Conference Opening: Jean-Aymon MASSIE, President AFGE
14.10 - 14.30	Introduction: Patrick SUET, Corporate Secretary, Group Chief Compliance Officer, Société Générale
14.30 - 16.15	<p style="text-align: center;">"How to improve the relationship between boards of directors and their shareholders, in particular institutional investors? Let's speak frankly."</p> <p>Debaters Amra BALIC, Head of Corporate Governance Responsible Investment for EMEA at BlackRock, London Anne-Marie JOURDAN, Directeur Juridique du Fonds de Réserve pour les Retraites, ICGN board member Frank CURTISS, Head of Corporate Governance at RPMI Railpen Investments, Vice chair of ICGN, London Jeanett BERGAN, Head of Responsible Investments at KLP (Norwegian bank & life insurance), Oslo Pascal DURAND-BARTHEZ, General Secretary of the french Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise, AFEP et MEDEF, Paris Sir Anthony WYAND, First Vice-Chairman of the Board, Société Générale, Lead director Yves-Thibault de SILGUY, Vice-Chairman of the Board, Vinci, Lead Director</p> <p>Moderator Josiane FANGUINOVENY, Head of Corporate Governance, GES Investment Services, London – AFGE Board Member</p>
16.15 - 16.30	Astrid MILSAN, Deputy Head of the State Participation Agency (APE) will provide a briefing on the "modernisation of the State as a shareholder"
16.30– 16.45	Closing remarks Benoit de JUVIGNY, General Secretary, Autorité des Marchés Financiers (AMF)
16.45 -18.00	Coffee – Networking

SPEAKERS	
Amra Balic (BLACKROCK)	Amra Balic, Managing Director, is Head of BlackRock's EMEA Corporate Governance and Responsible Investment (CGRI) team based in London. Amra is responsible for leading BlackRock's CGRI efforts in London, covering company engagement including voting in Europe, the Middle East and Africa on behalf of BlackRock's clients globally and integration of extra financial issues in the investment process. Amra is an active participant in the public corporate governance, stewardship and responsible investment debate and as such regularly speaks on the importance of these issues for company performance and investment decisions. Amra represents BlackRock on a number of industry bodies including the IMA Corporate Governance and Engagement Committee and the National Association of Pension Funds (UK) Stewardship Advisory Group. Amra is a founding member of the "2020 Stewardship" working party that co-authored the guide on "Enhancing Stewardship Dialogue" in 2013. Prior to joining BlackRock, Amra spent 14 years working on issues surrounding investors and investment decisions ranging from

	<p>analysis of financial and extra-financial issues, deal origination, investment appraisal and management. Amra joined BlackRock after 11 years with Standard & Poor's (S&P), where she was a Director in European Corporate Credit Ratings. During her time at S&P Amra's responsibilities included integration of corporate governance into the credit ratings process. Amra started her career in the European Bank for Reconstruction and Development (EBRD), London in 1997 as a financial analyst.</p> <p>Amra holds a B.A. (Hons) Economics and MSc Accounting and Finance from London School of Economics and Political Science (LSE).</p>
<p>Jeanett Bergan (KLP)</p>	<p>Jeanett Bergan has more than 15 years' experience working with responsible investments. She heads KLPs work as a reputable responsible pension fund doing both exclusions, engagement and investments for sustainable development. Former employer include Storebrand and KPMG</p>
<p>Frank Curtiss (RPMI RAILPEN)</p>	<p>Frank Curtiss joined RPMI RAILPEN Investments in 1990, acquiring responsibility for corporate governance in 1997. His career began with Williams & Glyn's Bank in 1982 on graduating from University College London in English. He belongs to the Chartered Institute of Management Accountants and the Institute of Chartered Secretaries and Administrators. He joined ICSA Council in May 2010 and is UK Vice President and Treasurer for 2012/14. He supports better corporate reporting and serves on the International Integrated Reporting Council's Working Group. He joined the International Corporate Governance Network in 1998, was elected to its Board in July 2009, is former chair of its Non-Financial Business Reporting Sub-Committee and currently chairs the Finance Committee. He takes a close interest in governance in Asian markets, is a frequent visitor to Japan and receives many engagement visits in London from Japanese companies. He chairs the Japan Focus Group, a London-based informal gathering of UK investors involved in Japanese governance. RPMI Railpen belongs to the Asian Corporate Governance Association, endorsing the ACGA Japan White Paper in 2008. Frank has joined several ACGA delegation visits to Japan and other Asian markets. He is chairman of the trustees of the Clubs for Young People and the ICSA staff pension schemes and a trustee of the CIMA staff pension scheme. He has also had a voluntary role in clinical research governance in the NHS as a lay member of the Research Ethics Committee of the National Hospital for Neurology and Neurosurgery in London from 2004 to 2014. Frank Curtiss is Vice Chairman of ICGN.</p>
<p>Benoît de Juvigny (AMF)</p>	<p>Benoît de Juvigny is a graduate of HEC, the Institut d'Études Politiques de Paris and the École Nationale d'Administration. He worked at the French Ministry of Finance and thereafter joined Crédit Lyonnais Group where he held various positions in the Corporate banking and mergers and acquisitions both in Paris and Brussels. Benoît de Juvigny then joined Banque Herveet and HSBC-CCF where he was responsible for strategy before being appointed <i>Administrateur-Directeur</i> of the Dewaay bank in Brussels. In October 2004, he joined l'Autorité des marchés financiers or AMF, the French Market Regulator and in 2006 became Deputy General Secretary in charge of issuers. In November 2012, he was appointed General Secretary of the AMF.</p>
<p>Yves-Thibault de Silguy (VINCI)</p>	<p>Yves-Thibault de Silguy has a degree in law from the Université de Rennes, a Masters degree in public law, and is a graduate of the Institut d'Études Politiques de Paris, public service section, and the École Nationale d'Administration. From 1976 to 1981, he worked at the French Ministry of Foreign Affairs and for the European Commission from 1981 to 1985. He then worked at the French Embassy in Washington as a Counsellor (economic affairs) from 1985 to 1986. From 1986 to 1988, Mr. de Silguy was an adviser in the Prime Minister's office with responsibility for European affairs and international economic and financial affairs. From 1988 to 1993, he headed the international affairs department of the Usinor Sacilor Group, before being named its Director for International Affairs. From 1993 to 1995, he was Secretary-General of the Interdepartmental Committee for Questions of Economic Cooperation in Europe and at the same time, adviser for European affairs and vice-sherpa in the Prime Minister's office, assisting in the preparation of summits of the industrialized nations. From 1995 to 1999, Mr. de Silguy was European Commissioner responsible for economic, monetary and financial affairs. From 2000 to 2005, he was Chairman of Medef's European Policy Committee. In January 2000, he became a member of the Executive Board of Suez Lyonnaise des Eaux, of which he was Chief Executive Officer from 2001 to 2003. He was then Executive Vice-President of Suez from 2003 until June 2006. Mr. de Silguy was appointed Chairman of the Board of Directors of VINCI on 1 June 2006 and resigned from all his appointments at Suez. Since 6 May 2010, he has been Vice-Chairman of VINCI and Senior Director of the Board.</p>

Association Française de Gouvernement d'Entreprise

<p>Pascal Durand-Barthez</p> <p>(Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise AFEP-MEDEF)</p>	<p>Pascal Durand-Barthez is a barrister, member of the Paris bar. Having spent most of his career as an in-house counsel, he joined private practice in 2007 as Of Counsel to the Paris office of Linklaters (until 2013) and specialized in corporate law and governance matters. He was the General Counsel of GEC-Alsthom (now Alstom) between 1988 and 1996, then General Counsel and Corporate Secretary of Alcatel (now Alcatel-Lucent) from 1996 to 2006. He is now the Secretary to the High Committee of Corporate Governance (AFEP-MEDEF).</p> <p>Pascal is a graduate of Sciences Po and a docteur en droit. He published various books and articles on international legal matters and lectures at HEC Paris and Sciences Po. He is an active member of several professional organizations including IFA (the French directors association) and BIAC (the body representing business at the OECD).</p>
<p>Josiane Fanguinovény</p> <p>(GES INVESTMENT SERVICES)</p>	<p>Josiane Fanguinovény is Head of Corporate Governance at GES and is based in London. Prior to this, Josiane spent eight years at Governance for Owners (GO), where she provided governance analysis to the GO European Focus Fund and led engagements on behalf of asset managers and pension funds.</p> <p>Her previous experience include a role of Associate Director at Hermes, corporate governance work for Friends Ivory & Sime (FIS), now F&C, as well as a number of legal, investor relations and project management related roles in Paris, at Elf, the oil company, and others. Josiane speaks English, French, German and Serbo-Croat.</p>
<p>Anne-Marie Jourdan</p> <p>(FRR)</p>	<p>Anne-Marie Jourdan is Head of the Fonds de Réserve pour les Retraites' (FRR) Legal Department and as appointed a member of the Board of Governors of the International Corporate Governance Network (ICGN) in June 2014.</p> <p>Anne-Marie Jourdan, in addition to her role as chief legal officer is responsible for coordinating the exercise of voting rights with the FRR's managers and developing the FRR's voting policy guidelines that are adopted by its Supervisory Board.</p>
<p>Astrid Milsan</p> <p>(APE)</p>	<p>Astrid Milsan is a graduate of the Institut d'Etudes Politiques de Paris, Astrid Milsan has a Master's Degree in Law from the Université de Droit de Paris II – Assas and studied at the École Nationale d'Administration. She began her career in 1996 as Reporting Counselor (conseiller rapporteur) at the Versailles Administrative Tribunal. From 1998 to 2001, she was in charge of project financing and privatization at the Bankgesellschaft Berlin, in London and Berlin. In 2001, she moved to HSBC in London, where she worked in Corporate Finance, Mergers & Acquisitions in Europe and Asia, and Transport & Logistics. In 2003, she joined the Finance division (legal and financial engineering for State market transactions) of the French State Shareholding Agency (APE).</p> <p>In 2006, she was appointed Head of Corporate Finance and Development and General Secretary of the Interministerial Committee on Industrial Restructuring (CIRI) at the Treasury, within the French Ministry of Economic Affairs, Finance and Employment. In 2007, she became Deputy Director of Corporate Finance and Competitiveness (financial market regulation, Acting Government Commissioner on the board of the Autorité des Marchés Financiers, the French market regulator) at the Treasury.</p> <p>In 2009, she was appointed Deputy Director of Energy and other investments at the APE. She then became Deputy Director of the Services, Aerospace and Defense sub-division of the APE in 2011, before being appointed Deputy Director General of the APE in 2013.</p>
<p>Anthony Wyand</p> <p>(Société Générale)</p>	<p>Vice-Chairman of the Board. A British national, Anthony Wyand was appointed Vice-Chairman of the Board of Directors of Société Générale on 6 May 2009. He joined Commercial Union in 1971, was Chief Financial Officer and Head of European Operations (1987-1998), Executive Managing Director of CGNU Plc (1998-2000) and Executive Director of Aviva until June 2003.</p>

POUR VOTRE INFORMATION

- L'Assemblée Générale Statutaire de l'AFGE s'est tenue à la fin du colloque, de 18h à 19h30 à la Tour CB3 La Défense.
- Le rapport moral du Président et le rapport financier du Trésorier ont été approuvés à l'unanimité.
- Quatre nouveaux administrateurs ont été élus : Mme Claire DEFLOU-CARON, Mr Housseem RACHDI, Mr Kaya GONENCER et Mr Norbert TANGY.
- Programme d'actions pour 2015 : nous prévoyons de solliciter l'APE, afin d'organiser en partenariat un second colloque à Paris fin mars début avril, sur les objectifs de l'Etat Actionnaire « *Conduire les mutations de l'Etat Actionnaire et participer activement à la gouvernance des entreprises* », si nous obtenions l'accord du Ministre.
- L'AFGE sera présente au congrès annuel 2015 de l'ICGN à Londres.

CONDUIRE LES MUTATIONS DE L'ÉTAT ACTIONNAIRE UNE LIGNE DIRECTRICE AU SERVICE DE L'ÉTAT ACTIONNAIRE

L'élaboration et la communication publique d'une stratégie de l'État actionnaire a été l'une des démarches les plus importantes réalisée depuis la publication du précédent rapport de l'État actionnaire. Pour la première fois, l'État a entendu se doter d'une doctrine de gestion active de ses participations, clarifier sa présence directe au capital d'entreprises et adapter cette dernière à ses objectifs.

Annoncée par le Gouvernement à l'issue du conseil des ministres du 2 août 2013, les Lignes directrices pour l'État actionnaire ont été élaborées en étroite collaboration par le ministre de l'économie et des finances et le ministre du redressement productif ainsi qu'en relation avec les commissions des finances des deux assemblées. Elles ont fait l'objet d'une communication en conseil des ministres le 15 janvier 2014.

Publiées et consultables par chacun sur le site Internet de l'Agence des participations de l'État les lignes directrices réaffirment que l'intervention de l'État en fonds propres est justifiée et nécessaire et précise ses **4 objectifs** :

- s'assurer d'un niveau de contrôle suffisant dans des entreprises à capitaux publics stratégiques intervenant dans des secteurs particulièrement sensibles en matière de souveraineté ;
- s'assurer de l'existence d'opérateurs résilients pour pourvoir aux besoins fondamentaux du pays ;
- accompagner le développement et la consolidation d'entreprises, en particulier dans des secteurs et des filières déterminantes pour la croissance économique nationale et européenne ;
- intervenir ponctuellement, dans le respect des règles européennes, dans des opérations de sauvetage d'entreprises dont la défaillance présenterait des conséquences systémiques.

Un comité stratégique de l'État actionnaire aura notamment pour objet d'examiner et actualiser les lignes directrices. Les opérations en capital menées depuis le printemps 2013 (recomposition du capital d'Airbus Group, ajustements des niveaux de participation dans Safran et Aéroports de Paris, prise de participation dans PSA Peugeot Citroën*) se sont inscrites dans cette stratégie.

Elles ont montré la capacité de l'État actionnaire à dégager de nouvelles ressources en fonds propres, affectées au désendettement ou au réinvestissement, à conserver un niveau de contrôle inchangé ou comparable, et à conduire d'importants projets d'investissement pour l'économie du pays.

Simplifier et moderniser la gouvernance des entreprises

Faisant le constat de l'empilement, des incohérences, de l'inutile complexité ou des lacunes des règles applicables à l'État actionnaire, mais aussi des critiques récurrentes sur sa faiblesse, l'article 10 de la loi n° 2014-01 du 2 janvier 2014 a autorisé le Gouvernement à adapter, simplifier, rapprocher du droit commun des sociétés par ordonnance le cadre législatif applicable à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique.

Le projet d'ordonnance a été approuvé par le Gouvernement. Il viserait en premier lieu à simplifier les règles applicables à l'État actionnaire : simplification des procédures administratives en supprimant les actes inutiles ou redondants et en réduisant le nombre de procédures ou de seuils applicables, s'agissant notamment des règles relatives aux opérations en capital.

Ces mesures de simplification seront source d'économie tant pour l'État que pour les sociétés concernées. Elles seront également source d'une plus grande efficacité de l'État en éliminant par exemple les situations de vacances dans les conseils d'administration résultant de la lourdeur des procédures en vigueur.

Il visera en second lieu à sécuriser le cadre juridique applicable à l'État actionnaire. Cette sécurisation est attendue du comblement de lacunes de l'état actuel du droit, lacunes concernant par exemple la continuité de la direction des entreprises dans les situations de changement de dirigeant.

Elle est également attendue de la clarification des règles actuelles, par exemple celles relatives à l'application du titre II ou du titre III de la loi de privatisation de 1993.

Ce projet visera en troisième lieu à moderniser les règles applicables à l'État actionnaire et à les rapprocher de celles du droit commun des sociétés. Cette modernisation et ce rapprochement ont pour objet de redonner aux sociétés dans lesquelles l'État détient une participation majoritaire plus de flexibilité pour adopter la meilleure gouvernance possible. Les tailles impératives des conseils seront ainsi supprimées car elles ne prennent pas en compte la réalité et les besoins des entreprises. Le projet d'ordonnance ouvre également la possibilité pour l'État de désigner des administrateurs issus d'autres horizons que celui des agents publics et renforce la professionnalisation de l'État dans ces fonctions en créant un comité des nominations de l'État actionnaire.

Le projet d'ordonnance affirmera et préservera les spécificités de la gouvernance des sociétés dans lesquelles l'État détient une participation : affirmation d'une participation plus importante des représentants des salariés dans les organes de gouvernance des entreprises publique (« règle du tiers »), désignation d'administrateurs de l'État, protection des intérêts stratégiques de l'État, tout particulièrement dans le domaine des industries de défense.

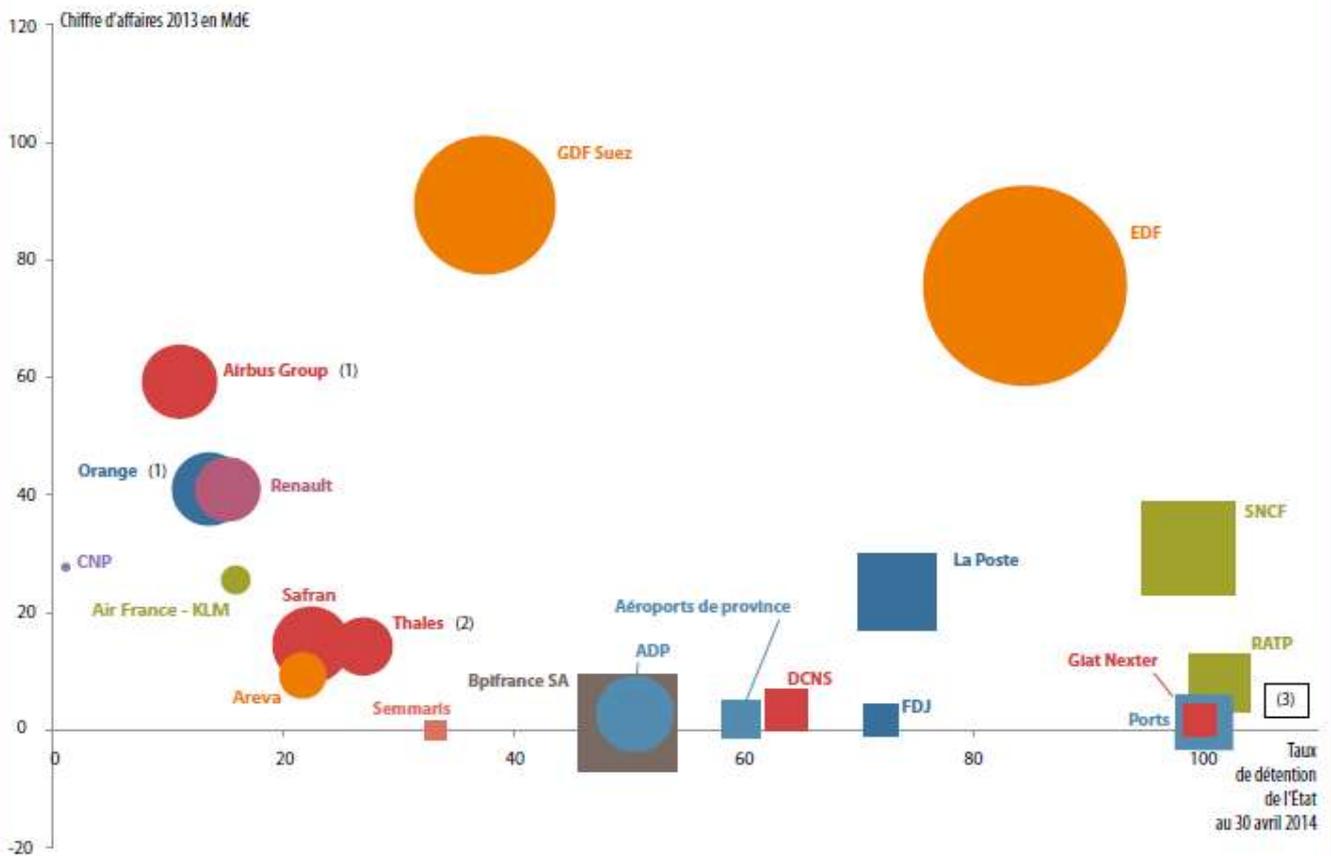
(*) Depuis fin juin 2014, Alstom et GDF Suez. L'ÉTAT ACTIONNAIRE, Rapport Annuel 2014

Astrid MILSAN
DG Adjointe de l'APE
astrid.milsan@ape.finances.gouv.fr

Les principales participations de l'État

- Energie
- Aéronautique-Défense
- Services
- Transports
- Autres Industries
- Infrastructures de transport
- Médias
- Finances
- Participations détenues par la BPI
- Immobilier-Autres

Au sein de chaque secteur, la taille des cercles est proportionnelle à la capitalisation boursière (part de l'État pour les entreprises cotées (ronds) et à la valeur des capitaux propres pour les entreprises non cotées (carrés).



(1) La participation de 11 % dans Airbus Group est détenue via la Sogepa
 (2) La participation de 27 % dans Thales est détenue via TSA
 (3) Principales entreprises détenues à 100 % par l'État et dont le chiffre d'affaires est compris entre 150 M€ et 5 Md€ : RFF, La Monnaie de Paris, Imprimerie Nationale, LFB, France Medias Monde

ALSTOM - GENERAL ELECTRIC: INTERROGATIONS

Alstom (93500 salariés, dans 100 pays) opère dans des marchés dynamiques en dehors de l'Europe, et subit pourtant depuis plusieurs années un dérapage financier récurrent et fatal. Renouer avec des taux de retour sur investissement à deux chiffres ? Financer la dette ? Ce n'était plus à la portée d'Alstom, depuis longtemps. Sans qu'intervienne une fusion, ou bien un rachat. C'est l'opération que vient de réussir GENERAL ELECTRIC (USA).

Les informations essentielles sur ce rachat sont ici triées, factuelles, vérifiées, notamment au filtre du droit des États Unis et des prescriptions de la Securities and Exchange Commission. Médiatisée par l'intervention du Ministre Arnaud Montebourg, puis celle du Président François Hollande, l'opération se serait conclue « la tête haute » : qu'en est-il vraiment ? Car des interrogations demeurent. Dans un flot d'amertume que la réunion des actionnaires le 19 décembre 2014 ne fait qu'accroître.

GE - Alstom : les contours de l'opération

Notre offre s'établit à 13,5 milliards de dollars soit 7,9 fois l'EBITDA d'Alstom, qui restera dans le métier du Transport (...) nous vendons à Alstom Transport notre activité de signalisation, et nous établissons trois coentreprises, et Alstom investira environ 3,5 milliards de dollars dans ses actifs (...) GE détiendra quasiment 100% de l'activité de construction et des services des centrales à gaz d'Alstom (...) La première coentreprise - Renewables - comprendra Alstom Offshore Wind et Alstom Hydropower, tandis que 100% d'Alstom Onshore Wind rejoindra la maison mère GE (...) La seconde coentreprise combinera les activités de GE Digital Energy et d'Alstom Grid (...)

La troisième coentreprise - Global Nuclear and French Steam - inclura les activités d'Alstom dans la construction et les services des îlots conventionnels des projets nucléaires, et toutes les activités des turbines à vapeur d'Alstom dans le monde (...) GE détiendra 80% des revenus de Global Nuclear and French Steam mais, pour des raisons de souveraineté, Alstom bénéficiera de 50% des droits de vote (...) GE contrôlera les trois coentreprises dont elle nommera les équipes dirigeantes. Alstom y détiendra les droits des minoritaires, et pourra exercer des options de vente de ses parts, à des échéances convenues, tout en jouissant d'un prix plancher (...).

Déclaration de Steve Bolze, President & CEO, GE Power & Water, à la conférence call des analystes du 18 juillet 2014. Unanimement acceptée par le Conseil d'Administration d'Alstom le 23 juin 2014, l'offre de GE est présentée à l'Assemblée Générale des actionnaires le 1er juillet. Elle sera soumise à leur approbation avant la fin 2014. L'opération se concrétisera courant 2015 : GE apportera alors un chèque de 9,5 milliards de dollars, plus 4 autres milliards de dollars empruntés. Un emprunt qui restera une dette du groupe GE, et non une dette des futurs coentrepreneurs.

Alstom devra se recentrer sur le périmètre du rail, renforcé par l'acquisition de GE Transportation Systems Global Signaling.

Alstom supervisera, par ailleurs, ses intérêts minoritaires dans les trois nouvelles coentreprises fondées sous l'enseigne GE-ALSTOM : Renewables, Grid et Global Nuclear and French Steam.

Le 24 avril 2014, découvrant au détour d'une annonce Bloomberg les échanges que le PDG d'Alstom mène depuis le mois de février avec Martin Bouygues et Jeffrey Immelt, le ministre Arnaud Montebourg se fâche, et il reprend l'initiative. La suite se déroulera à l'Élysée jusqu'à la conclusion de l'accord de principe.

Le 7 mai 2014, le président directeur général Patrick Kron annonce qu'Alstom ne versera pas de dividende, que les commandes de 2013 ont baissé de 10% par rapport à 2012 et le backlog d'affaires de 3%, que le revenu net a reculé de 28%, et que le free cash flow 2013 est négatif à hauteur de 171 millions d'euros.

Il fait part de l'offre de GE, et de l'accord du conseil d'administration d'Alstom pour accepter cette offre.

Le décret Montebourg : pour ou contre ?

Vivement critiqué par toute l'opinion et la presse anglo-saxonne, le décret du 14 mai 2014 est bien loin d'aligner la protection des actifs français au niveau dont jouissent les biens américains, anglais, allemands ou chinois. Dès 2005, la tentative d'achat de Unocal (USA) par la China National Offshore Oil Corporation (CNOOC) révèle l'attitude nouvelle des États Unis face aux investissements étrangers. Unocal fait l'objet d'une bataille entre CNOOC et Chevron Corporation. À la suite de l'implication très agressive du Congrès américain, et en dépit de la parfaite légalité de l'opération projetée, la compagnie chinoise fait marche arrière.

Le Foreign Investment in National Security Act (FINSA) d'octobre 2007 renforce les pouvoirs de l'administration fédérale. Il inclut au périmètre contrôlé les *infrastructures critiques* identifiées par le Patriot Act, ainsi que les *biens énergétiques* et les *technologies critiques*. Dès son adoption, la procédure d'enquête du Committee on Foreign Investment in the United States devient obligatoire.

Dès lors qu'une acquisition est réalisée par une entreprise contrôlée par un gouvernement étranger, quel que soit le niveau d'inquiétude a priori vis-à-vis de la sécurité nationale, le CFIUS intervient. Onze ans après 9/11, l'élargissement du domaine strict de la sécurité nationale s'est encore accru.

Ainsi, pour la première fois depuis 22 ans – le 28 septembre 2012 – le Président Obama interdit par *Executive Order*, sur recommandation du CFIUS, le rachat par l'entreprise Ralls, domiciliée dans l'État du Delaware et détenue par le groupe chinois Sany, de quatre entreprises éoliennes américaines de l'Oregon. Motif : l'implantation est située à proximité d'un espace aérien soumis à des restrictions en raison de la présence d'une base navale d'entraînement militaire des drones et des avions de guerre électronique.

En 2011, l'acquisition de 3Leaf Technology par le numéro deux mondial des télécommunications, Huawei Technologies, est interdite aussi. A contrario, en juin 2013, le CFIUS accepte le rachat de Smithfield Foods par Shuanghui International.

L'article 63 du Traité sur le Fonctionnement de l'Union Européenne dispose que *toutes les restrictions aux mouvements de capitaux entre les États membres et entre les États membres et les pays tiers sont interdites*. Les articles 64 et 65 du TFUE prévoient la possibilité pour les États membres d'adopter des dérogations à ce principe pour des motifs liés à l'ordre public, à la sécurité publique, ou pour lutter contre l'évasion fiscale, et protéger les intérêts essentiels de la sécurité nationale.

Pourtant, l'Allemagne vote en 2009, une loi qui permet au gouvernement de bloquer une acquisition supérieure à 25 % des actifs d'une entreprise allemande. Si l'acheteur est originaire de l'UE, mais qu'il est contrôlé à plus de 25 % par des actionnaires des pays tiers, le ministère de l'Économie se donne également le droit d'intervenir. Berlin n'a jamais utilisé cet outil juridique : preuve qu'il est assez dissuasif.

Au Royaume-Uni, une loi semblable appliquée depuis 2003 protège trois secteurs sensibles : les marchés financiers, la défense et les médias.

L'initiative du ministre Montebourg est donc légitime. Le décret sera un jour contrôlé par la Commission européenne, comme l'ont été ses prédécesseurs d'outre-Rhin et d'outre-Manche. En novembre 2010, par exemple, la CJUE avait condamné le gouvernement portugais pour le maintien de droits spéciaux dans Energias de Portugal après sa privatisation.

Les salariés, et les salariés actionnaires d'Alstom

L'affaire GE (USA) - Alstom 2014 se serait conclue différemment si le champ d'action des salariés d'Alstom n'avait pas été limité à la gouvernance de la filiale non cotée : Alstom Transport.

Les salariés d'Alstom, absents du Conseil d'Administration, ne détiennent en effet que 1,7% du capital. Or toutes les études empiriques démontrent qu'en dessous de 5% la voix de l'actionnariat salarié ne compte pas.

Alstom va disparaître, et GE ne fera pas de cadeau aux équipes dirigeantes. La filière nucléaire française pâtira de la concentration du marché, l'hydraulique aussi. Deux pépites nationales sont englouties dans l'opération : l'éolien offshore et le transport THT, les autoroutes de l'électricité.

Longue est l'histoire des rapprochements et des éloignements des entreprises de l'énergie en France, depuis le conseil national issu de la Résistance : cet épisode la complète.

La Fédération des Associations Françaises d'Actionnaires Salariés et anciens salariés (FAS) affirme que *Le développement de l'actionnariat salarié a eu de nombreux effets positifs, notamment (...) la défense de l'indépendance de l'entreprise face à des tentatives hostiles de prise de contrôle*. (2011).

Le baromètre *Tendances Épargne et Retraite Entreprises 2007* (BNP Altedia) indique que 58% des salariés interrogés perçoivent l'actionnariat salarié comme un recours efficace dans la défense du patriotisme économique et contre les prises de participation hostiles.

Le bien fondé de cette affirmation est vérifié, en France et dans le reste du monde. Contrairement aux idées reçues, tout

démontre la contribution des salariés actionnaires à l'enracinement des dirigeants performants, et à la stabilité de la gouvernance dans le temps, facteur de profit. Il faut rappeler la liste des tentatives d'OPA qui ont échoué grâce à l'intervention des salariés actionnaires :

- la Société des Signaux contre Stéria (1995),
- Promodès contre Casino (1997)
- la BNP contre la Société Générale (1999),
- PepsiCo contre Danone (2006)
- Sacyr contre Eiffage (2007),
- la Compagnie Générale des Eaux contre Eiffage.

Interrogations

Tout d'abord, Alstom possède une large activité de services avec une capacité installée de 350 GW de puissance qui accroît la notre de +35%. Nous détenons 1000 GW, dont la moitié en gaz, et un backlog de commandes de services de 40 milliards de dollars, qui s'ajoute aux 38 milliards d'Alstom. Alstom détient des partenariats et des coentreprises sur toute la planète, ils vont renforcer les nôtres.

Alstom, c'est le leader mondial des turbines à vapeur et des salles des machines, ce qui améliore notre offre de cycle combiné gaz, surtout là où nous sommes absents. Alstom a remporté 30% des appels d'offres dans le monde depuis dix ans. Allié à Dongfang, il remporte 40% du marché chinois du cycle combiné.

Par dessus tout, ce que nous préférons chez Alstom, c'est leur adéquation à notre stratégie dans un monde dont la demande doit croître de 50% d'ici 2030, avec une proportion de 65% de ce marché dans la production centralisée, et donc aussi dans les grands ouvrages de transport électrique. Jeff Immelt - General Electric Company - CEO, à la conférence des analystes du 30 avril 2014.

Pour les actionnaires et les investisseurs, bien remis de la quasi faillite de GE survenue après la chute de Lehman Brothers, grâce au financement fédéral des dettes pourries de la branche bancaire GE Finance (90 milliards de dollars prêtés avec garantie de l'état américain), et face aux concurrents Toshiba (Japon) et Doosan (Corée), acheter Alstom à ce prix-là, c'est une vraie aubaine !

EDF mesurera les conséquences de cette concentration du marché qui va limiter la concurrence de l'ingénierie et des services. Son modèle industriel devra s'adapter à ce changement de contexte.

Quant aux actionnaires, ils ont déjà accepté la porte de sortie : sur les 12 milliards apportés par GE, 4 milliards leur seront distribués, 3 milliards iront financer les trois alliances dans lesquelles Alstom est minoritaire, 1 milliard sera utilisé pour racheter la filiale américaine des signaux ferroviaires, et 2 milliards retourneront directement dans la trésorerie de GE, puisque l'accord en exigeait l'apport immédiat en numéraire.

GE, qui sera rapidement seul aux commandes, aux revenus et aux profits, a donc racheté Alstom pour rien.

Norbert TANGY

La Fédération Nationale des Cadres Supérieurs et Dirigeants de l'Energie

norbert.tangy@fncseg.eu

<http://www.fncseg.com>

POINT DE VUE INVESTISSEUR

GAGE D'UNE BONNE GOUVERNANCE

La Fondation Ethos publie les lignes directrices de vote qu'elle va appliquer pour les assemblées générales 2015. Cette nouvelle édition précise notamment les attentes face à certaines exigences posées dans le cadre de la mise en œuvre de l'ordonnance d'application de l'initiative «Minder». Une nouvelle annexe sur le nombre maximal de mandats externes est ainsi introduite. Par ailleurs, le non respect de certaines règles de gouvernance va conduire dorénavant à des recommandations de vote négatives. A l'avenir, Ethos s'opposera systématiquement à la décharge si le conseil d'administration ne comprend pas au moins quatre membres et refusera l'élection du président, si celui-ci cumule ses fonctions avec celles de CEO.

Les lignes directrices de vote d'Ethos font l'objet d'une revue annuelle complète à la lumière des derniers développements en matière de gouvernement d'entreprise. En particulier, l'édition 2015 respecte pleinement les exigences de l'article 22 de l'Ordonnance contre les rémunérations abusives (ORAb) qui prévoit que les caisses de pension suisses sont tenues d'exercer les droits de vote dans l'intérêt de leurs assurés, de façon à assurer de manière durable la prospérité de l'institution de prévoyance.

Renforcement des règles de bonne gouvernance

Différentes exigences en matière de gouvernance ont été revues et précisées. En particulier, les lignes directrices de vote prévoient dorénavant les nouvelles règles suivantes :

- La décharge sera refusée si le conseil d'administration comprend moins de quatre membres de manière durable.
- L'élection du président du conseil d'administration sera refusée si le candidat est simultanément membre de la direction générale et que le cumul des fonctions est permanent.
- Le montant global maximal de la rémunération de la direction générale peut être refusé lorsque la somme demandée est significativement supérieure aux

rémunérations versées par un groupe de référence de sociétés de taille et de complexité similaires.

- Un ensemble de limites pour le nombre maximal de mandats externes acceptable pour les membres du conseil d'administration et les membres de la direction générale est prévu.

Pour pouvoir être considéré comme indépendant, un membre du conseil d'administration ne devra pas recevoir des honoraires variables ou sous forme d'options.

Recommandations de vote pour 3,5% de la capitalisation boursière suisse

Les lignes directrices permettent à Ethos de définir des recommandations de vote selon des règles clairement fixées et transparentes. Ces recommandations sont destinées à la fois aux fonds de placement Ethos et aux clients institutionnels d'Ethos Services, en particulier de nombreuses caisses de pension suisses. Le montant total d'actions suisses conseillées par Ethos au niveau de l'exercice des droits de vote s'élève à environ CHF 40 milliards, ce qui correspond à 3,5% de la capitalisation boursière suisse. Les positions de vote d'Ethos sont communiquées publiquement sur internet 48 heures avant les assemblées générales concernées.

LA SUPPRESSION DES CLAUSES D'OPTING-OUT

La Fondation Ethos demande aux conseils d'administration des sociétés cotées en Suisse qui ont encore une clause d'opting-out dans leurs statuts de proposer à leurs actionnaires une suppression de cette disposition. L'opting-out permet à un actionnaire qui acquiert plus du tiers des droits de vote d'une société de ne pas devoir faire une offre publique d'achat sur le reste du capital. Une telle clause peut mettre une société en danger et prêterit fortement ses parties prenantes, en particulier les actionnaires minoritaires, comme c'est actuellement le cas chez Sika.

La clause d'opting-out est prévue à l'article 22 de la Loi sur les Bourses (LBVM) et existe dans plus du quart des sociétés cotées comprises dans l'indice SPI (voir liste en annexe). Elle permet à un actionnaire possédant plus du tiers des droits de vote de vendre sa participation avec une prime élevée, car l'acheteur peut prendre le contrôle de la société sans devoir faire une offre aux actionnaires minoritaires.

Dans le cas de Sika, la famille Burkard a vendu au concurrent Saint Gobain sa société Schenker Winkler Holding détenant 52% des droits de vote de Sika avec seulement 16% du capital.

Etant donné la double structure du capital et la présence d'une clause d'opting-out, la famille a pu vendre sa participation avec une prime de 80% par rapport à la valeur du titre, en l'occurrence pour un montant de 2.75 milliards de francs. Ceci permet à Saint Gobain de prendre le contrôle de la société avec 16% du capital.

Simultanément, au vu des incertitudes importantes liées à cette vente, l'action Sika a perdu près de 30% de sa valeur en une semaine. Les minoritaires, parmi lesquels se trouvent de nombreuses caisses de pension suisses, ont perdu globalement plus de 2 milliards de francs.

En parallèle, un des fleurons de l'industrie suisse pourrait même disparaître à terme, alors que Sika est actuellement très bien positionnée sur son marché et dispose de belles perspectives de croissance. Vu sous cet angle, le manque de responsabilité sociale de la quatrième génération de la famille Burkard est très décevant.

Pour éviter de pénaliser à l'avenir la place économique et financière suisse avec de telles situations, Ethos demande aux sociétés qui disposent encore d'une clause d'opting-out (ou d'opting-up) de proposer volontairement lors de leur prochaine assemblée générale de radier cette disposition de leurs statuts, dans l'intérêt de la stabilité et de la prospérité économique.

La Fondation Ethos regroupe plus de 150 caisses de pension et institutions suisses exonérées fiscalement. Créée en 1997, elle a pour but de promouvoir l'investissement socialement responsable et de favoriser un environnement socio-économique stable et prospère. La société Ethos Services SA assure des mandats de gestion et de conseil dans le domaine des investissements socialement responsables. La société propose aux investisseurs institutionnels des fonds

de placement socialement responsables, des analyses d'assemblées générales d'actionnaires avec recommandations de vote, un programme de dialogue avec les entreprises ainsi que des ratings et analyses environnementales, sociales et de gouvernance des sociétés. Ethos Services appartient à la Fondation Ethos et à plusieurs de ses membres.

L'association **Ethos Académie** est ouverte aux personnes privées qui souhaitent prendre part aux activités d'Ethos. Cette association sans but lucratif et exonérée fiscalement a été lancée en 2012 par la Fondation Ethos. Elle compte actuellement près de 200 membres. Ethos Académie réalise des activités de sensibilisation dans le domaine de l'investissement socialement responsable, notamment à travers la publication de news électroniques, l'organisation de conférences et débats, le soutien à l'exercice des droits de vote d'actionnaires ainsi que le financement d'études.

www.ethosfund.ch - www.ethosacademie.ch - info@ethosfund.ch

POINT DE VUE INVESTISSEUR

LES TAUX D'INTERET SONT DEPRIMES, LES SOUCIS COMMENCENT !

Il est de bon ton de se réjouir lorsque les taux d'intérêt baissent. Les obligations à taux fixe prennent de la valeur. La théorie financière nous enseigne que le cours des actions devrait également en profiter. Tout va pour le mieux dans le meilleur des mondes !

C'est bien ce qui s'est passé ces toutes dernières années, même, de manière chaotique. Sauf que :

1°) Quand les taux à long terme baissent, les investisseurs allongent la maturité de leur portefeuille pour profiter de la hausse des cours, souvent au-delà de ce qui est raisonnable, puis se posent ensuite la question du bon moment pour revendre ce qui est devenu d'un poids excessif. Ce moment peut être long à venir, mais d'autres le font souvent avant eux. Frustration assurée.

2°) Lorsque les taux d'État à long terme atteignent un niveau trop faible, les investisseurs cherchent à compenser la baisse de rendement de leur portefeuille.

À l'allongement de maturité s'ajoute un accroissement de la place du crédit, avec un risque associé important. La course au rendement de ces dernières années a entraîné elle-même aussi une baisse des taux historiques sur les obligations d'entreprise « investment grade », puis sur le haut rendement et sur tous les autres segments périphériques (dette émergente, placements privés, dette mezzanine ou immobilière, infrastructures, titrisation, etc.). Au point qu'il n'y a sans doute plus grand-chose à espérer. Mais, souvenons-nous que l'on disait déjà cela l'an dernier.

3°) Pour bien investir sur tous les segments de marchés des taux, il faut se doter de moyens d'analyse adéquats et pérennes. Constituer les expertises nécessaires demande du temps et il s'agit bien d'un véritable investissement. Il faut surtout savoir (ou pouvoir) choisir entre les voies de diversification potentiellement offertes aujourd'hui, en fonction à la fois de l'horizon, de ses propres estimations d'espérance de rendement, à court, moyen et à long terme et du coût supplémentaire pour constituer l'équipe d'analyse et de suivi « ad hoc ». Pas très simple, reconnaissons-le.

4°) À peine, ce mouvement est-il achevé (?) que tout le monde s'inquiète déjà de la manière de revendre, c'est-à-dire, en fait, de la liquidité des marchés sous-jacents. Toute la presse spécialisée, les régulateurs et superviseurs, le FMI en parlent : quid si les investisseurs veulent vendre au même moment ? Sans aller jusqu'à cette extrémité, il convient toujours de mettre en regard l'espérance de sur-rendement potentiel par rapport au niveau absolu des fourchettes bid/ask, celles qui s'écartent toujours dès que l'on a besoin d'acheter ou de vendre. Avec un spread réduit par rapport aux OAT, un aller-retour en un an sur une obligation « investment grade » devient hautement sportif ! L'Af2i plaide, on le sait, pour la mise en place d'un marché secondaire, défragmenté et largement accessible au « buy side » et au « sell side ». Il est indispensable pour créer un marché efficient aussi bien pour les TCN, les BMTN, les

obligations et autres instruments de taux, de faciliter les échanges et les valorisations.

5°) Généralement, la baisse des taux longs est précédée d'une baisse progressive des taux monétaires. Cette fois-ci, les banques centrales ont abaissé leurs planchers historiques. La Banque centrale européenne n'y est pas allée avec le dos de la cuiller en nous offrant même des taux négatifs. Les fonds monétaires offrent maintenant une rémunération famélique, voire négative pour les fonds « monétaire État ».

Les entreprises et les institutionnels réduisent le poids qu'ils détiennent dans ces instruments et cherchent là encore des succédanés. Comme tout succédané, l'arrière-goût est un peu amer. D'autres passent à l'étage supérieur en arbitrants vers des fonds monétaires dont les gérants tirent au maximum la WAL et la WAM. Les plus audacieux consacrent une partie de leur trésorerie longue à des fonds obligataires très court terme et en les mixant à des comptes à terme bancaires et à des TCN « puttables ».

6°) Pour l'instant les banques françaises ne facturent pas des intérêts aux comptes créditeurs, mais pour combien de temps encore ? On commence à voir certaines banques à l'étranger le faire. A suivre, car il serait tout de même cocasse que l'on supporte des intérêts quel que soit le solde créditeur ou débiteur.

7°) Le risque de voir l'industrie de la gestion monétaire se réduire comme peau de chagrin, voire disparaître, est bien réel. L'encours des certificats de dépôts est tombé à fin octobre à 260 milliards €, alors que l'encours moyen oscillait entre 350 et 400 milliards € ces dernières années.

On relève aussi un allongement de la durée moyenne de 40 à 110 jours. Comme nous l'avons déjà écrit dans le passé, le projet de règlement européen sur les fonds monétaires, excessif à tous égards, va créer un cadre de gestion tellement rigide qu'il serait impossible de le modifier rapidement en cas de besoin. Ce qui faisait la force de cette gestion étaient sa souplesse et sa réactivité aux différents cycles de politique monétaire. Le dernier papier issu de Bruxelles fait presque 70 pages !

8°) Lorsque la baisse des taux s'achève, la hausse des taux n'est généralement pas très loin. La réalité rattrape le consensus avant même qu'il n'ait pu passer à l'acte. C'est pour cela qu'a été créée la dernière arme fantastique des banquiers centraux : la « forward guidance », pour faire en sorte que, par la parole et par l'écrit, tout se passe sur les marchés sous forme d'un repli ordonné.

Pour l'instant, la « forward guidance » a relativement bien fonctionné, même s'il y a pu avoir quelques ratés aux États-Unis, quand la fin du QE a été la première fois annoncée.

Attention toutefois au grain de sable exogène imprévu, on l'a vu le 15 octobre dernier lorsque les investisseurs américains ont pris leurs bénéfices sur les obligations et les fonds « high yield ». En zone Euro, le niveau des taux monétaires courts protège encore contre une remontée forte des taux longs, mais taux bas n'a jamais signifié taux stables. Le Japon et la Suisse peuvent en témoigner. Au niveau qu'il a atteint, un glissement de 24 points de base sur le taux du Bund 10 ans donne une moins-value assurée sans effort !

9°) Des taux à long terme sur leurs niveaux actuels favorisent les emprunteurs, que ce soient l'État, les entreprises ou les particuliers. Constatons toutefois que ni les entreprises ni les particuliers ne se ruent aujourd'hui sur le crédit, même si le taux de croissance des crédits aux entreprises est en France toujours positif selon les spécialistes de la Banque de France.

10°) Les investisseurs à long terme et les épargnants sont, pour leur part, particulièrement pénalisés, si cet état se prolonge encore plusieurs années. Maintenant que le chemin est fait, aujourd'hui les investisseurs commencent à être frileux, du fait des inconnues et des menaces que feraient peser des taux durablement et excessivement bas. La première menace porte sur la stabilité et la rentabilité financière d'un modèle d'épargne longue reposant à la fois sur des taux réels supérieurs à l'inflation et une liquidité relative des contrats.

Les coûts de gestion étant relativement incompressibles, le rendement offert ne peut que baisser plus vite que les taux. On lit que certains fonds de pension pensent réinternaliser leur gestion déléguée pour des questions de coûts (étude de State Street «Pensions Funds DIY: A Hands-On Future for Asset Owners »). Ce ne sont pas les seuls foyers d'optimisation financière ou de baisse de coûts potentiels.

11°) Les autres inconnues ou menaces sont d'abord que, tôt ou tard, la patience des épargnants aura des limites, en

particulier chez ceux affectés par la fiscalité et par la baisse des avantages dits sociaux.

Ensuite, il y a celle d'une désaffection des plus jeunes envers l'épargne, sauf s'ils se reportent vers des actifs plus risqués. Mais l'équilibre d'une allocation d'actifs passe par une répartition entre obligations et actions adaptée à chaque profil. Un maintien durable des taux donne le mauvais exemple, comme l'avait fait dans le passé la longue période d'inversion de la courbe des taux. Les produits d'assurance et d'épargne devront évoluer.

En conclusion, si la baisse des taux constitue bien une forte incitation économique et monétaire pour certains acteurs, elle constitue pour les investisseurs institutionnels un véritable défi à multiples facettes et risques associés : risque de taux, risque de crédit, risque de liquidité, risque de «mismatching », sans parler du risque de change pour ceux qui peuvent chercher à capter des primes de risque à l'international. Une remontée des taux d'intérêt à long terme peut créer des pertes latentes, mais aussi de nouvelles opportunités d'investissement.

Si les taux d'intérêt à long terme restent bas, la normalisation de la politique monétaire peut créer des petits chocs à répétitions, nocifs pour les gestions.

Pour autant, le passage d'une gestion obligataire tout État à une gestion globale multi-marchés de taux est une avancée irréversible. Face à un risque «Govies » qui peut renaître et à des taux d'emprunts d'État anormalement bas, le financement de « l'économie réelle », comme on dit maintenant, est bien ancré dans les esprits et apparaît comme une alternative incontournable, plus performante et utile, donc responsable.

Les investisseurs de l'AF2i y contribuent déjà pleinement, sous différentes formes, avec les moyens qui sont les leurs et malgré les défis de toutes natures qui les attendent.

Jean EYRAUD
Président de l'AF2I
jean.eyraud@af2i.org

Avec l'aimable autorisation de l'auteur, nous reprenons l'editorial de la Lettre Institutionnels n°38 – novembre 2014

AVIS D'EXPERT

THE MONETARY SYSTEM: ANALYSIS AND NEW APPROACHES TO REGULATION



Executive Summary

In a previous book prefaced by at that time Minister of Finance of France Christine Lagarde Jean-Pascal Tranié and Jean-François Serval have analyzed the mutation of money into more and more complex dematerialized and non-regulated instruments, and the exponential development of financial transaction volumes.

The lack of official measure and qualification of fast expanding new forms of money beyond the academic aggregates M 1, M2 and M3, in essence cash and short term deposits has been by missing most of the flows and value fluctuations a major factor of the crisis magnitude and the explanation for the absence of early warnings. Without relevant economic data, most agents (including banks and

governments) continued to amplify the disequilibrium instead of taking actions in due time.

The authors qualify as they already did in previous book money as inclusive of all financial instruments after they have been legally contracted in an exchange transaction. They offer an analytic approach distinguishing those freely transferable and those warranted by legal setups as securitization and CDS from other ones that can often be converted from one category to another one. This new aggregate M 5 apprehends all instruments including cash from the Central Bank, in essence all receivables that in counterparty are debts in some balance sheet, M6 being the total of balance sheets from where the data have to be collected to compare them with revenues. They ground their proposal by the mere fact that generally accepted accounting rules implicate that any receivable is a debt for a counterpart. In a new book they seek to analyze the essence of money, and come to the conclusion that its spectrum today goes even beyond the wide definition of a legal instrument (a receivable) that can be or not freely exchanged and is or not warranted.

They scrutinize how money has been used, what basic functions it undertook since its early days, as medium of exchange, unit of account, store of value, and standard of deferred payments.

Gold played for a long time (but no longer today) a central role due to the uniqueness of its weight and consistency to clear an exchange. Coinage allowed counting and because of seignorage FIAT money. Then, trans-Mediterranean exchanges requiring transportation time, favored the emergence of letter of credits or "bills", and in parallel of accounting which is the "language" of the liabilities records. Since then, accounting has played an increasing role in measuring the transactions both as a proof of the generated receivables and of balances. Today, not only coinage or bank notes have quasi disappeared, but also face to face exchanges have been replaced by electronic market places and interconnection of actors granting the controllers of networks a new seignorage power.

This new pattern is for the authors the result of a social contract similar but collective to any contract.

The central role of money requires clarification of the concepts that have been mixed up by standard setters, nominal stamped values – usually corresponding to the legal commitment, historical posted values, time, risk, rotation speed and masses. The authors distinguish as did Von Mises a century before, what is length and height from what are not physical and not to be mixed up as they don't represent the same value for anyone just as time is not calendar. They end the book by explaining the intermingling of money velocity, masses and time which they think should be the indicators that central surveillance and central banks should look at to determine how the reserve function of money should provide or limit liquidity and guarantees to market as a replacement of the seignorage privilege. As well they consider that modern mathematicians should analyze the physics of money on such basis instead of letting observation based research thrive with no goals on deformed lenses that are the current aggregates and try to transform markets as a profit making cow that will never be over than at the expense of their own cost or at public cost.

Gold can no longer be a sampling scale. Sampling flexibility should be apprehended in the future as well as warranties to insure money rotation which is the ultimate purpose of money when being the result of exchanges. Gold no longer being a sampling standard by differentiating sampling from legal support of a money instrument the authors go further down to ground the foundations of a new concept of money already in use but which is lacking the concepts that would require its fair handling. It drives with the explanation of the role of money accumulation "the monetary masses" to the determination of the purpose of reserves. The whole idea showing all along the book is the one of a social contract – the money acceptance.

Money, the authors point out very strongly the social role of monetary contracts not only because they are grounding exchanges as it has always been the case since ever in the past but also because it's sampling is the tool for redistribution between actors including "sectors" through taxation and inflation or deflation and finally between generations. Money has to be accepted in the social deal. How to make intergenerational transfers, how to give social benefits for those who need them how the reserve function of money over its payment function should be looked at. Because of increased life expectancy and longer retirement period the new social pattern we live in creates new attitudes toward money policies from governments. Depending on different patterns of retirement benefits burden they will have different attitudes toward debts and inflation.

The authors condemn the Fair Market value accounting standard for committing this mix up of concepts and pave the way to set up and use M5 and M6 aggregates. They also establish a fundamental distinction between money and other goods as gold. Only balances but all of them are money and consequently the inextricable matter of shadow banking is resolved while FSB is still asking for granular analyzes and complain about the growing volume of it while Basel III regulation is just favoring such growth. The book ambition is to contribute to the debate for better economic policies and better general regulation to replace Basel and Dodd Franck. It raises the fundamental questions of what social contract do we want and what should be the optimum size of monetary zones this one being distinguished from free market zones and political bodies.

Ultimately, the new proposed approach allows the understanding of the paradox we are living with today as low interest rates while risks have never been so high. It also gives insights on how the current situation with slow growth, rising debts and long term low inflation may end up.

The monetary reform has become inevitable. The book sets the conceptual basis to build a new data acquisition system. With digital money and electronic markets and clearings authors ground with their analysis a new way for granular knowledge of exchanges to distinguish between those resulting from production or commercial exchanges from those resulting from financial exchanges. This splitting is revolutionary as with modern computer capacities it allows decentralized wider surveillance and less interference from governments when no systemic risk is observed. To the contrary, systemic risk with changes in speed, values, or accumulations withdrawing moneys from the system become observable.

Association Française de Gouvernement d'Entreprise

They also open the routes for new modeling putting more emphasis on rotation than on inventories of money instruments driving to improved tax policies than just budget adjustments pushing economies to declining trends.

Ultimately, they prepare the grounding of a world monetary reform they think they can convince of the feasibility before it is too late.

Jean-Francois SERVAl, Jean-Pascal TRANIE
Publisher Wiley & Co. Ltd (UK), November 2014

AGENDA

- Finance Montréal et Centre Financier International de Montréal (www.finance-montreal.com; www.cfimontreal.com) organisent : « La 6^e édition des rencontres financières France-Québec » avec Mr L. Jacques Ménard de BMO à Paris le 29/01/2015 (Cercle interalliée); un « Dîner-conférence à Londres avec Mme Monique F. Leroux du Mouvement Desjardins » le 5/03/2015 à Londres (The Law Society); le « Forum économique international des Amériques : Conférence internationale de Montréal sur la retraite » le 8/06/2015 (Hôtel Hilton Bonaventure).

POUR VOTRE INFORMATION

- *L'AF2i* vient de publier, sa lettre d'information trimestrielle novembre 2014 : « Institutionnels n°38 » comportant un excellent édito du Président Jean Eyraud et le compte rendu de la 9^{ème} session de son Club de Prospective 2014 (15/10/2014). Contact: Emilie BALARD emilie.balard@af2i.org.

- Jones Day Business Restructuring & Reorganization Newsletter, Vol 13, N 6, November-December 2014. www.jonesday.com

- Etudes Economiques - Crédit-Agricole: Perspectives Eco et Marchés - Edition du 15 décembre 2014, etudes-economiques.credit-agricole.com

- PwC's Investor Resource Institute publie a survey: « Investor perspectives: How investors are shaping boards to day and into the future » October 2014: <http://www.pwc.com/us/en/pwc-investor-resource-institute/publications/investor-influence-corporate-boards.jhtml>.

- Nous recommandons la lecture de l'article de Michel STORCK Professeur des universités à l'Université de Strasbourg : « Le financement participatif (crowdfunding) ». <https://ribh.files.wordpress.com/2014/09/le-financement-participatif-crowdfunding-pr-michel-storck.pdf>

- Nous recommandons la lecture des livres de Pascal LAMY « Quand la France s'éveillera » et de Michel CAMDESSUS « La scene de ce drame est le monde : treize ans à la tête du FMI ».

POUR VOTRE INFORMATION

INSEAD: CORPORATE GOVERNANCE PROGRAMMES

Sustaining performance through active ownership

Over the last decade, there has been a significant shift of responsibility for company performance and sustainability – that is, value creation and preservation – from management to the boardroom. Business owners and directors are being called upon to play an increasingly active and critical role in strategic guidance, oversight and effective decision-making.

Furthermore, as organizations grapple with a host of challenges – including globalization, enhanced business volatility and societal complexities – business owners and directors are required to have a more sophisticated skill set and understanding of the mechanisms that generate value. In essence, they must have the ability to shape and drive the long-term success of the organization.

Value Creation for Owners and Directors is designed to develop the skills and knowledge for highly effective ownership and board membership. Over four days, the program focuses on the key areas of value creation including finance, governance, strategy, leadership and organizational skills. Through specifically developed INSEAD frameworks and tools, the program provides business owners and directors with the skills that will enable them to incorporate the concept of value creation in a more systematic, principled and disciplined approach.

Driven by its distinctive global viewpoint and long tradition of international research in governance – culminating in the creation of the INSEAD Corporate Governance Initiative – the program brings together owners and directors worldwide, and provides a forum for discussing challenges and sharing solutions on governance.

Pour voir l'intégralité du communiqué consultez ce lien :

https://gallery.mailchimp.com/2ce79dcbfda5a013ddc419797/files/CORPORATE_GOVERNANCE_FAMILY_BROCHURE_2014_2015.pdf

BULLETIN D'ADHESION A L'AFGE POUR L'ANNEE 2015

(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

FOCUS



ABOUT

The ECGI is an international scientific non-profit association. We provide a forum for debate and dialogue between academics, legislators and practitioners, focusing on major corporate governance issues and thereby promoting best practice.

Our primary role is to undertake commission and disseminate research on corporate governance. Based upon impartial and objective research and the collective knowledge and wisdom of our members, we can advise on the formulation of corporate governance policy and development of best practice and undertake any other activity that will improve understanding and exercise of corporate governance. In seeking to achieve our aim of improving corporate governance, we act as a focal point for academics working on corporate governance in Europe and elsewhere, encouraging the interaction between the different disciplines, such as economics, law, finance and management.

The Institute articulates its work by expanding on the activities of the European Corporate Governance Network, disseminating research results and other relevant material through this website.

We maintain close links with all its institutional members and other organizations that are active in the field, for example the International Corporate Governance Network (ICGN) and the Global Corporate Governance Forum (GCGF).

Directory of Members: Individual members, Institutional members, Patron members

Publications: Working papers in Finance and Law, Working paper prizes, Research Newsletter

CORPORATE GOVERNANCE CODES, PRINCIPLES & RECOMMENDATIONS

Through this website, the Institute makes available the full texts of corporate governance codes, principles of corporate governance and corporate governance reforms both in Europe and elsewhere.

These documents come from various sources: some have originated from other publicly accessible websites; others have been submitted by their issuing institution; and many have been sent by ECGI members and others. All contributions are acknowledged and credited.

It should be noted that the ECGI does not hold the copyright, nor can we guarantee the accuracy or completeness of this information - see our disclaimer.

In most cases, the links allow you to download the code from this website in pdf format. Where a document is explicitly excluded from online distribution, ordering information is provided. Monitoring reports and impact studies are listed with each code or reform where they are available.

We aim to maintain the most comprehensive and up-to-date database. If readers know of a code, principle or corporate governance rule that cannot be accessed via this site, and would like to make it available for downloading, please contact the Codes Editor.

How to access the codes: The full list of codes is available in the Index of Codes. You can scroll down to the code you are looking for. Click on the code name and you get details of its provenance and how to access it.

Search facility: Alternatively, you can find the code you are looking for using the search facility in this codes section. Here you will be able to select codes by their country of origin, by their title (or part thereof), by their year of publication or by the language in which they are available.

New codes on the database: The database of codes is constantly changing. New codes are added; the entries for some of those that have published on this website are revised and we continue to search for codes that we might have missed.

Chairman: David Devlin: davidldevlin@icloud.com

Contact: ECGI: The Royal Academy of Belgium, Palais des Académies, 1 rue Ducale, 1000 Brussels. www.ecgi.org

COMITE DE REDACTION

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

Rédacteur en chef : Dr. Housseem RACHDI, Maître de conférences, HDR des Universités, rachdih@uvic.ca

Comité de rédaction : Emilie BALARD (relecture et documentation); Ibtihaj DADDAS (documentation); Wilson GOUDALO, Ing-Msc in Finance and Audit (relecture); Patrice LECLERC, (actionnariat salarié); Norbert TANGY (relations internationales et relecture); M'Barek DADDAS (relecture); Dr. Jean-Louis NAVARRO, Maître de conférences à l'Université Lumière Lyon2 (Droit et gouvernance).

*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 Défense 6 – 92400 COURBEVOIE*

AFGE's Greetings for your family and your colleagues; we would like to send you our best wishes for the Holliday Season and for a happy, healthy and peaceful year 2015.