

# La Lettre

de l'AFGE

Lettre d'information sur le gouvernement d'entreprise

N° 41

2<sup>ème</sup> Trimestre 2015

EDITORIAL

## Les cavaliers de l'Apocalypse frapperaient-ils aux portes de l'Europe ?

### Sommaire

Statement on behalf of the European Commission by Jonathan Hill.....	2
CMU : what else ?.....	2
Capital market Union.....	3
EU IPO Report.....	7
Wall Street and the Financial crisis: Anatomy of a Financial Collapse.....	7
Crise de 2008 : l'intraçable saga de la Washington Mutual Bank.....	10
L'équilibre entre les sexes.....	12
Avantages du modèle bancaire coopératif Canadien : Mouvement Desjardins.....	14
VIP sight - June 2015 : Buhlmann's Corner.....	16
Bilan des AG du CAC 40.....	17
Disproportionate ownership and reward mechanisms.....	20
GAIA Index.....	22
Le financement participatif : Crowdfunding.....	23
Consultation publique de l'AMF sur les cessions d'actifs significatif : Contribution de l'AFGE.....	26
ICGN Annual Conference London 2015.....	27
Focus : Ethifinance.....	30

### Qui fait quoi ?

- **Dominique Biedermann élu Président de la Fondation Ethos et Ethos Services, 12.06**
- **Olivier Guersent est DG adjoint du Commissaire Européen Lord Jonathan Hill**

Un observateur libre d'intérêt et de toute influence, de retour en Europe après un long voyage "coupé du monde", s'installerait à la terrasse d'un café parisien son paquet de journaux sous le bras ; il se mettrait à parcourir avec avidité la presse européenne et à faire le lien entre toutes les informations pertinentes avec un esprit neuf, non formaté par les réseaux sociaux et la désinformation institutionnelle. Stupeur, colère et désespoir !

Les cavaliers de l'Apocalypse frapperaient-ils déjà aux portes de cette vaste Union Européenne (UE) de 28 pays regroupant 503 millions d'habitants, vivant enfin en paix depuis 70 ans, jouissant d'un niveau de vie des plus élevés de la planète, apparemment assoupi dans un confort douillet dans l'attente confiante d'une union politique européenne imminente ? Le couronnement du travail et des sacrifices de deux générations pourrait-il être compromis ?

Stupeur, ce n'est pas possible. Mais oui, le processus destructeur est en marche. Il survient à la veille de l'édification du 3ème étage de la fusée européenne : l'union politique parachevant l'union économique et monétaire, puis l'union bancaire, suivie de la régulation financière, de la rénovation du droit des sociétés et des principes de gouvernement d'entreprise, de l'harmonisation des différentes fiscalités et des acquis sociaux en cours.

Colère, c'est de notre faute, pays industrialisés et puissances nucléaires "gendarmes du monde". Ce processus destructeur se manifeste sur deux plans :

- D'une part les déséquilibres sociaux, principalement le chômage des jeunes diplômés, combinés avec le surendettement des ménages et des États peuvent provoquer une explosion sociale généralisée à tous les pays par capillarité grâce

aux réseaux sociaux, et un risque d'éclatement de l'UE. Malgré les progrès en matière de gouvernance et d'éthique d'entreprise, malgré les nobles principes de la RSE, l'émergence du ratio SROI, la primauté du capital humain, la prise en compte de l'intérêt des générations futures, les entreprises ne créent pas d'emplois et la croissance ne repart pas dans la zone €. Les voies des industriels de l'armement sont devenues prépondérantes.

- D'autre part des budgets militaires démesurés sont votés par les Parlements de démocraties qui s'estiment menacées. Ils permettront de faire la guerre, dans le cadre de l'OTAN ou séparément, sur les différents fronts africains, au Proche et Moyen Orient, en Ukraine. Ces budgets sont justifiés par l'impératif de combattre un ennemi mythique commun, le terrorisme international ; pour combattre ces forces maléfiques, on recourt aux méthodes du passé en rétablissant l'inquisition et le bûcher.

Susciter des conflits, des guerres civiles, qui engendrent le chaos dans des pays fragilisés par une difficile mutation économique et industrielle (mutation de pays en développement à pays émergent), a pour effet de déplacer les populations hors des zones de conflits et de créer des flux migratoires difficiles à maîtriser. Un exemple : la guerre "libératrice" des forces de l'OTAN en Libye a provoqué le chaos, la migration de 2 millions de Libyens en Tunisie, près de 20 % de la population de cette démocratie, à quelques kilomètres de l'Union Européenne. Combien de migrants Libyens, Maliens, Nigériens, Somaliens, Yéménites les prochains mois passeront de Tunisie et de Libye en Europe ?

Désespoir, ces deux plans pourraient interagir et provoquer une réaction en chaîne destructrice des équilibres de la société civile et de la cohésion européenne ; ceci entraînerait inévitablement la désagrégation de l'Union Européenne en un temps très court.

Il est encore temps de réagir avec audace, courage et fermeté, demain il sera trop tard car les cavaliers de l'Apocalypse frappent déjà aux différentes portes de l'Europe.

Jean-Aymon MASSIE

## POINT DE VUE REGULATEUR

### STATEMENT ON BEHALF OF THE EUROPEAN COMMISSION BY JONATHAN HILL ON THE CAPITAL CONTROLS IMPOSED BY THE GREEK AUTHORITIES

Brussels, 29 June 2015

The European Commission takes note of temporary restrictions on the free movement of capital, which were announced by the Greek authorities on Sunday evening and have now been published in the official gazette.

In accordance with the Treaty on the Functioning of the European Union, Member States may take measures in respect of capital movements, which are justified on grounds of public policy or public security.

In accordance with the case law of the Court of Justice of the European Union, measures may also be introduced for other overriding reasons of general public interest. Such exceptions to the principle of the free movement of capital must be interpreted very strictly, and be non-discriminatory, as well as suitable and proportionate in light of the objective. This also means that capital controls must be applied for the shortest possible period.

As guardian of the Treaties and with a view to safeguarding the integrity of the single market, the Commission has made an immediate, preliminary assessment of the Greek measures that introduce the controls and finds them to be, *prima facie*, justified.

In the current circumstances, the stability of the financial and banking system in Greece constitutes a matter of overriding public interest and public policy that would appear to justify the imposition of temporary restrictions on capital flows. Maintaining financial stability is the main and immediate challenge for the country.

While the imposed restrictive measures appear necessary and proportionate at this time, the free movement of capital will however need to be reinstated as soon as possible in the interest of the Greek economy, the Eurozone, and the European Union's single market as a whole. The Commission will closely monitor the situation and the implementation of the imposed restrictive measures on capital movements.

The Commission stands ready to assist the Greek authorities with the technical aspects of this work.

**Jonathan HILL**

Commissioner 2014-2019

[jonathan.hill@ec.europa.eu](mailto:jonathan.hill@ec.europa.eu), [www.ec.europa.eu/dgs/finance](http://www.ec.europa.eu/dgs/finance)

DG Financial Stability, Financial Services and Capital Market Union

#### Responsibilities:

*- Ensuring that financial markets are properly regulated and supervised so that they are stable, competitive and transparent, at the service of jobs and growth. This includes the full implementation of the Banking Union.*

*- Establishing a Capital Markets Union (CMU) by 2019, for all 28 Member States of the EU, and maximizing the benefits of capital markets and non-bank financial institutions for the rest of the economy, and in particular SMEs.*

*- Proposing measures to make financial services work better for consumers and retail*

*- Promoting global consistency in regulation and the implementation of agreed standards and principles in cooperation with international partners.*

## POINT DE VUE INVESTISSEUR

### CMU: WHAT ELSE ?

CMU est le dernier acronyme à la mode dans l'univers réglementaire européen : Capital Markets Union ou, en bon français, l'Union des marchés de capitaux (UMC), le nouvel objectif tous azimuts que s'est fixé la nouvelle Commission européenne et dont est en charge Jonathan HILL, le Commissaire européen pour « la stabilité financière, les services financiers et l'Union des marchés de capitaux ».

Les missions de Lord HILL sont :

– de veiller à ce que les marchés financiers soient correctement réglementés et supervisés afin qu'ils soient stables, compétitifs et transparents, au service de la croissance et de l'emploi. Cela inclut la mise en œuvre intégrale de l'Union Bancaire ;

– d'établir une Union des marchés des capitaux en 2019, pour tous les 28 États membres de l'UE, et de maximiser les avantages des marchés de capitaux et des institutions financières non bancaires pour le reste de l'économie, et en particulier les PME et ETI ;

– de proposer les mesures de nature à assurer un meilleur fonctionnement des services financiers pour ses usagers et les épargnants ;

– de promouvoir la cohérence globale de la réglementation ainsi que la mise en œuvre des normes et des principes en coopération avec des partenaires internationaux.

Malgré le flou de certaines affirmations – quels sont par exemple les « avantages à maximiser » des marchés de

capitaux et des institutions financières non bancaires ? – au surplus contradictoires avec les objectifs de réduire le « shadow banking », on semble assister à un changement assez radical de mode de pensée et d'action par rapport à la mandature précédente. S'oriente-t-on vers une réglementation moins punitive et vers une méthode plus collaborative, plus « bottom-up » que celle imposant un « prêt-à-penser » difficilement négociable ? On le souhaite ardemment.

À l'évidence, comme pour l'union bancaire, les 28 devront s'entendre sur la notion même d'union, qui n'est sans doute ni une fusion, ni une intégration complète, ni une simple entente mais qui doit être plutôt entendue comme un processus d'harmonisation de tout ce qui peut faciliter l'investissement, le financement et plus généralement la fluidité des échanges de flux ou d'actifs financiers.

On pourrait assimiler cela à la construction d'un immeuble de 28 appartements pour lequel il faut nécessairement des fondations solides puis des circuits d'eau individualisés et

collectifs, les accès aux sources énergie et de la connectique pour rendre ces appartements vivables, sans oublier les couloirs et les ascenseurs.

Pour que l'Union réussisse, quatre conditions au moins doivent être remplies :

**1/ La première condition** est que les 28 pays de l'Union soient bien convaincus de son utilité pour le développement collectif des européens et des entreprises. Cette nouvelle forme de coopération entre les différents pays suppose que ces mêmes États acceptent le principe même d'une plus grande fluidité des capitaux intra-européens, en d'autres termes, autant la diversification des actifs que celle des financements et le contraire d'un repli sur soi qui n'admettrait que les investissements dans l'économie locale en fustigeant les capitaux venus de « l'étranger ». Le retour à une zone Euro confiante et plus sûre d'elle-même passe aussi par la défragmentation financière.

**2/ La seconde condition** est que l'UMC ne se traduise pas, une fois de plus, par une concurrence interne ou externe sans réciprocité ou celle plus sauvage par les voies réglementaires et fiscales. Elle ne doit pas non plus constituer une OPA de la City au détriment des autres places financières. L'harmonisation fiscale doit donc précéder la mise en place de la connectique et non l'inverse!

**3/ La troisième condition** est que cette Union doit être fondée par les acteurs eux-mêmes et non par un nouveau diktat bruxellois faisant fi de l'existant. Assez de ces réglementations paperassières, brouillonnes et impérialistes. Arrêtons les roman-fleuve, souvent agressifs vis-à-vis des acteurs financiers. Privilégions plutôt les directives aux règlements européens. Prenons aussi exemple sur les travaux des associations de place de Paris et de leurs avocats pour la mise en place de la Charte Euro PP et de la documentation financière pour placements privés. Ils montrent que les acteurs financiers peuvent partir d'une simple feuille blanche pour arriver à un résultat plus que probant. La reprise de ces travaux par l'ICMA dans le cadre de son guide Pan-European Corporate Private Placements conforte la réussite de la méthode.

**4/ La quatrième**, et sans doute pas la dernière condition, est celle de s'accorder d'abord sur un projet de plan d'actions qui définisse précisément les contours de cette union avant même de commencer à légiférer.

Pour l'instant, le cadre et les questions que pose le Livre vert cherchent des chemins avec des sujets d'inégale acuité.

Au moins six sujets nous semblent devoir faire partie des fondations :

- Un volet fiscal et juridique d'harmonisation européenne, sans doute ambitieux mais si l'on veut des véhicules pan européens et qui soient ouverts

aux investisseurs internationaux, il faut se reposer la question par exemple de l'utilité des retenues à la source, de la mise en place d'une fiscalité immobilière transnationale ou de la compréhension du droit des faillites, etc.

- La revue, voire la mise à plat de certains aspects nocifs des réglementations Solvabilité 2, Bâle 3 et IFRS ainsi que leur adaptation aux nouvelles conditions de marché (taux négatifs ou proches de zéro, baisse de la liquidité, etc.) ;
- La définition même d'investisseur institutionnel(1), différente d'un jour à l'autre, que la Commission ne connaît pas vraiment, pas plus qu'elle n'en connaît les métiers, les enjeux et les contraintes ;
- La création par l'ESMA d'une « consolidated tape » afin d'établir, dans les meilleurs délais, un accès aux données de marchés fiables et utiles aux superviseurs et aux investisseurs pour la « best execution » et la valorisation de leurs actifs ; d'une manière générale, la confiance des investisseurs repose sur une bonne information que ce soit dans le domaine du crédit (PME/ETI), celui de la titrisation ou des transactions de marché.
- La question de la liquidité des instruments de taux devrait être prioritaire pour la Commission. Elle est centrale pour les investisseurs. La régulation bancaire post-crise a réduit, parfois supprimé de fait le rôle de contrepartiste des banques. Lors de la prochaine crise financière, l'illiquidité des marchés risque d'avoir des effets dramatiques. La Place de PARIS s'est mobilisée pour le développement des plateformes Cassiopée, cherchant à faciliter les transactions sur le marché des obligations « corporate ». Elles restent hélas sous-employées. Des améliorations techniques sont en cours, mais un nouvel élan est nécessaire ;
- Les conditions de la réussite de la désintermédiation bancaire, sous réserve de bien savoir ce que l'on veut et jusqu'où on veut aller. Les discours et les objectifs sont contradictoires. Rappelons que l'expérience américaine de financement par les marchés ne saurait servir de modèle : poids réduit du système bancaire, titrisation hasardeuse, réglementations défailtantes...

Les investisseurs institutionnels sont prêts à se mobiliser et à travailler sur ces sujets, espérant ne pas être une fois de plus déçus.

Jean EYRAUD  
Président de l'Af2i  
[jean.eyraud@af2i.org](mailto:jean.eyraud@af2i.org)

*Avec l'aimable autorisation du Président de l'Af2i, nous reprenons son éditorial de la Lettre trimestrielle, Institutionnels 39, avril 2015*

### AVIS D'EXPERT

#### CAPITAL MARKET UNION: A VISION FOR THE LONG TERM

**Highlights** Capital Markets Union (CMU) is a welcome initiative. It could augment economic risk sharing, set the right conditions for more dynamic development of risk capital for high-growth firms and improve choices and returns for savers. This offers major potential for benefits in terms of jobs, growth and financial resilience. • CMU cannot be a short-term cyclical instrument to replace subdued bank lending, because financial ecosystems change slowly. Shifting financial intermediation

towards capital markets and increasing cross-border integration will require action on multiple fronts, including increasing the transparency, reliability and comparability of information and addressing financial stability concerns. Some quick wins might be available but CMU's real potential can only be achieved with a long-term structural policy agenda. • To sustain the current momentum, the EU should first commit to a limited number of key reforms, including more integrated accounting enforcement and supervision of audit firms. Second, it should set up autonomous taskforces to prepare proposals on the more complex issues: corporate credit information, financial infrastructure, insolvency, financial investment taxation and the retrospective review of recent capital markets regulation. The aim should be substantial legislative implementation by the end of the current EU parliamentary term. The authors presented this Policy Contribution to the EU's finance ministers and central bank governors at the Informal ECOFIN meeting in Riga on 25 April 2015. **Nicolas Véron** is a Senior Fellow at Bruegel and a Visiting Fellow at the Peterson Institute for International Economics. **Guntram B. Wolff** is the Director of Bruegel. More information and disclosures on the authors are available at [www.bruegel.org](http://www.bruegel.org). Research assistance by **Pia Hüttl** and **Álvaro Leandro** at Bruegel is gratefully acknowledged.

## 1 INTRODUCTION

The European Commission has created momentum around the idea of a European Capital Markets Union (CMU). The expression was first used by then Commission president-elect Jean-Claude Juncker in the initial exposition of his policy agenda in mid-2014<sup>1</sup>. Since then, CMU has been prominently included in the title and job description of the Commissioner for financial services – or to give him his full title, the Commissioner for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union<sup>2</sup>. The Commission published a green paper on CMU in February 2015<sup>3</sup>. The announcement of CMU as a policy priority has elicited a number of substantial contributions from a variety of stakeholders, both before and after the publication of the green paper<sup>4</sup>. This mirrors a broader shift in the European policy consensus. At the outset of the financial crisis in 2007-08, European policymakers often described the bank-based nature of Europe's financial system as a factor of stability, in contrast with the more exotic features of finance in the US, such as securitization conduits and other forms of 'shadow banking'. However, Europe's dependence on banks and the scarcity of alternative financing channels has since been identified as significant features of the European crisis and obstacles to its resolution<sup>5</sup>. The president of the European Central Bank (ECB) illustrated the new consensus by observing that "the crisis has shown the drawbacks of over-reliance on a bank-centered lending model. So we also need to develop reliable sources of non-bank lending, such as equity and bond markets, securitization, lending from insurance companies and asset managers, venture capital and crowdfunding"<sup>6</sup>. In the debate on CMU, the reference to 'capital markets' is often used as shorthand for such sources of non-bank lending, and is preferred to the expression 'shadow banking', which has more negative undertones.

This shift is welcome from an economic-policy standpoint. Capital markets play an important role in sharing economic risks and smoothing consumption and investment. They can provide better access to funding. A well-designed CMU agenda should also make a substantial contribution to financial stability. The prior preference for bank-based finance ignored the advantages of a diverse financial system and the risks associated with the near-absence of alternative financing channels. It also led to insufficient development of forms of financing that are specifically suited for high growth firms that are major potential creators European jobs<sup>7</sup>. During the crisis, over-reliance on banks was an obstacle to swift repair of the European banking system, and it exacerbated sudden stops and cross-border divergences in bank funding costs. The debate will benefit from a clear articulation of the CMU's objective. We suggest that the

CMU agenda should aim to enable access by EU economic agents to the best-suited possible financing options, while safeguarding financial stability. This definition highlights major differences, in particular, with the banking union, which is currently in a phase of implementation. The definition indicates that the CMU focus is not the financial sector but the broader European economy. Stability concerns are not the primary driver, but only a check on the development of CMU. Institutional issues are not at the core of the CMU project, even though institutional changes might be necessary to reach its aims. Its geographical scope is not centered on the euro area, but extends to the entire EU (see below). Last but not least, it is not triggered by crisis-management challenges, but is part of a broader long-term agenda of structural reform at the EU level. Banks play a vital part in capital markets, even in systems in which non-bank finance is comparatively more developed than in the EU. Thus, well-designed policies for banks and capital markets can be mutually reinforcing.

The CMU agenda connects with a long history of EU capital-market building. Starting from the Treaty of Rome's expression of the freedom of movement of capital in 1957, major milestones on this historical path include the elimination of restrictions on capital movements in 1988; the Financial Services Action Plan of 1999, initiated in the wake of Europe's Economic and Monetary Union (EMU) and mostly implemented in the early 2000s; and the creation of European Supervisory Authorities (ESAs) in 2011, and new impetus given towards a 'single rulebook', following the Larosière Report of February 2009<sup>9</sup>. This historical continuity also suggests that, to deserve its labelling as a genuine 'union', the CMU agenda should go beyond the mere extension of pre-existing initiatives, even if these are important and helpful. It must envisage high-impact new steps that would trigger measurable progress towards its stated objective. The CMU agenda is for the entire EU. The notion of a single market for capital<sup>10</sup> aligns with the EU's internal market policy framework. Various analyses have identified specific benefits of CMU for the euro area, particularly in terms of risk-sharing<sup>11</sup>. While these benefits are an important motivation for CMU, they do not analytically imply that the project should or even could be executed at the euro-area level. On the contrary, the dominance of the City of London as Europe's capital markets hub (see next section) makes it impractical and undesirable to envisage a policy framework that would be limited to a subset of EU member states. The UK government has welcomed the announcement of CMU and signaled its intent to engage actively in its shaping<sup>12</sup>, in sharp contrast with banking union, which the UK

government also welcomed but on the condition of not taking part. Envisaging a CMU that would not include the UK or other non-euro-area member states would be economically counter-productive<sup>13</sup>. As a contribution to shaping the CMU agenda, we suggest an analytical framework and a vision for policy. We present facts about EU capital markets (section 2), issues that should be taken into account in the development of CMU policy (section 3), corresponding policy options over the medium to long term (section 4) and suggestions for policy implementation and sequencing (section 5).

## 2 ASSESSING THE EU'S CAPITAL MARKETS

When analyzing financial intermediation and capital markets, three perspectives are useful: the perspective of the demand for finance from corporations, households and governments; the perspective of financial intermediaries; and the perspective of asset owners such as savers or investors. All three are important in understanding differences in capital-market structures in different jurisdictions. They are

equally important in identifying the challenges the EU faces when promoting the development of capital markets. The magnitude and composition of financial intermediation are substantially different in major economies. Figure 1 shows the EU's large banking sector, while in the US, debt securities and stock markets play a major role in financial intermediation. China's financial system is still substantially smaller than the EU/US financial systems while the structures of the Japanese financial system place it between the US and EU. The funding of the corporate sector is substantially different in different jurisdictions. Only a part of the financial system provides intermediation to the non-financial corporate sector, and the way the corporate sector is funded is substantially different in different jurisdictions (Figure 2). EU companies, like their Japanese counterparts, rely more strongly on bank credit, while US companies rely more on equity financing, corporate bonds and securitization. In China, corporate credit markets remain comparatively underdeveloped.

Figure 1: Size of the financial sector and capital markets (% of GDP)

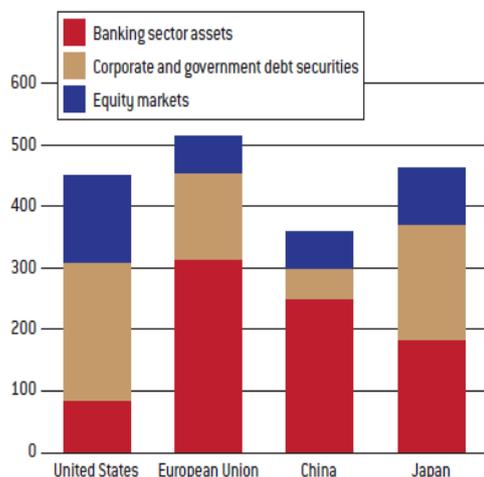
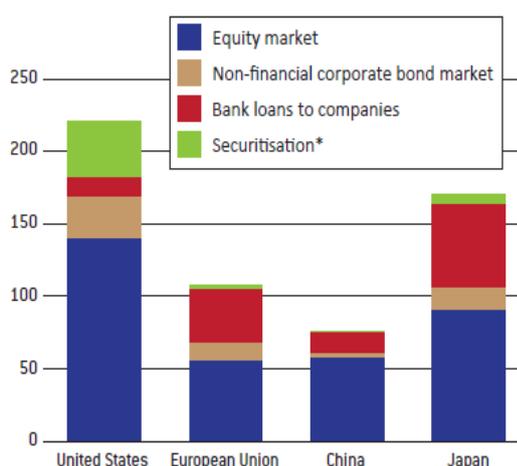


Figure 2: Size of financial intermediation to the non-financial corporate sector (% of GDP)



[.....]

## 5. IMPLEMENTATION AND SEQUENCING

**Maintaining the momentum.** A welcome momentum on CMU as a high-level priority for the entire EU has been created. It is important to maintain this momentum through adequate calibration and sequencing of future actions. The delivery of 'quick wins' on ongoing projects of financial product regulation (ELTIFs, securitization, the prospectus directive and private placement) is important in this regard. However, these will be no substitute for more ambitious initiatives with transformative long-term impact that would justify the 'union' label. CMU, if ambitiously executed, can eventually deliver tangible benefits to EU citizens in terms of more jobs, growth, and a more stable financial system.

The challenge will be to keep the momentum going despite the structural nature of the effort and the technical nature of the project, which makes it difficult to explain to broader audiences. Fortunately, the new EU consensus, which recognizes the need for stronger capital markets as a way to make the financial system both more efficient and more resilient, is supportive. However, the political and technical obstacles should not be underestimated. Given the complexity of some of the issues listed in the previous

section, it is not realistic to expect a detailed blueprint on all of them by the second half of 2015, when the Commission is expected to publish a CMU action plan.

**Staged process.** As a consequence, the Commission's action plan could combine firm policy announcements that demonstrate commitment with the launch of processes for further study on the most difficult and complex items. **The area of accounting and auditing may be judged particularly promising** for a firm policy announcement later in 2015, especially the two main proposals outlined in the previous section on IFRS enforcement and audit regulation and oversight. The need for high-quality comparable information across the EU can hardly be disputed as a precondition for CMU. Financial practitioners recognize that the current policy framework does not achieve this aim. The EU can capitalize on the successful adoption of IFRS a decade ago to claim legitimacy in this area. Furthermore, reform is made more urgent by the need for cross-border accounting and auditing consistency in the euro area to support the operation of banking union. Early commitments would also be desirable on other proposals made in the previous section, such as on system-wide monitoring, listing authority, fund approval and

enforcement. To tackle the most complex areas, the EU could create **parallel processes of analysis and development of policy proposals** in the following five areas: corporate credit information; financial infrastructure; insolvency and debt restructuring; financial investment taxation; and the retrospective review of the aggregate impact of capital markets regulation passed in the last decade, echoing the Commission's intent to undertake this type of retrospective analysis<sup>41</sup>. Given the complex and technical nature of these topics, and also the fact that they span the remits of several commissioners and directorates-general within the Commission, it would be advisable to **entrust autonomous taskforces with the analysis and the development of corresponding policy proposals**. Their specific design and governance might vary for different issues and should take into consideration past processes that were judged successful<sup>42</sup>. The action plan should also set target dates for these taskforces to deliver detailed proposals, say in late 2016 or early 2017, so that subsequent legislative implementation could be well underway by the time the current EU legislative term ends in mid-2019.

**Institutional issues.** Many of the policy proposals in the previous section imply institutional changes. They envisage an expansion of the authority granted to both ESMA and the ESRB, and the creation of new EU-level bodies, which may be needed to ensure adequate independence and/or specialized expertise (for example for the oversight of audit firms). There have been several expressions of concern in early debates about CMU, particularly in the UK, about the risk that proposals for institutional change might work against achieving the aims of CMU. For example, the UK House of Lords argued that *“any attempt to establish a system of pan-EU supervision would not only be contentious, but could prove an unhelpful distraction from the necessary reforms that Capital Markets Union is seeking to bring about”*. However, this argument misleadingly paints the institutional question as black-and-white, and ignores the fact that ESMA is already mandated to supervise credit rating agencies and trade repositories on a pan-EU basis. In reality, **the institutional question is of a practical, not ideological nature**. Some CMU aims can be attained without changes to the respective institutions' mandates, and some cannot. This is best determined case by case. Both the present and the future situations are and will be hybrids between two extremes, in which supervision is respectively all national (an unnecessary step backwards from the status quo) or all European (an unrealistic and unnecessary prospect that would sit oddly with the subsidiarity principle). A more helpful distinction is between prudential supervision, which is typically coupled to a resolution framework with possible fiscal implications, and other aspects of financial supervision such as authorizations of funds and of securities issuances, and enforcement of capital markets rules. In the current phase of EU integration, the former could be pooled within the banking-union area, but pooling across the entire EU appears more problematic, given potential fiscal implications for which taxpayers are the final backstop. By contrast, **EU-level pooling of authority over the regulation of financial conduct would not “impinge in any way on the fiscal responsibilities of member states”** (to quote from the legislation that created ESMA and the other ESAs). The logic that led EU member states, including the UK, to

support the creation of ESMA has not changed, and an adjustment of ESMA authority should not be considered intrinsically contentious if it can help to address certain issues better than the current division of labor among national authorities. The current setup of ESMA and other EU-level agencies should not be considered untouchable. On the contrary, it needs change. The funding mechanism envisaged for the ESAs has not functioned effectively, and their governance has proved less than optimal in terms of effectiveness, independence and quality of the decision-making process. The **reform of the ESAs' governance and funding**, which is specifically expressed as part of the mandate given to the commissioner for financial services by the Commission's President, should thus be closely coordinated with the development of the CMU project. In the case of ESMA, the increased concentration of capital markets activity (though not of the economic benefits of strong capital markets) in a limited subset of member states raises particular questions about a framework in which each member state is currently represented on the ESMA supervisory board by its national securities regulator.

As mentioned in the previous section, the prudential oversight of CCPs is a special case. The recent reforms of derivatives markets have increased the systemic importance of CCPs, and their implementation is still far from complete. The reform agenda itself, as defined at the global level during the September 2009 G20 Pittsburgh Summit, has not taken into account cross-border interdependencies in a fully adequate manner. Thus, the challenges posed by CCPs with significant international activity, such as those affiliated with the London Stock Exchange and ICE groups in the UK, raise both global and intra-EU coordination questions. It would be advisable for the EU to find answers to such questions to be delivered at the global level, difficult as that may be, before it envisages their permanent settlement in a consistent manner inside the EU. In this respect, the best way to avoid politically challenging debates about supranational supervision, be it at EU or global level, would be to devise and adopt strictly rules-based resolution mechanisms which give no discretion to authorities, and distribute losses automatically among market participants in the unlikely event of a systemic failure. While such rules-based mechanisms cannot be entirely practical for banks, they might be better suited to the distinguishing features of international CCPs. **International consistency.** The economic impact of CMU on the EU depends in part on its international openness. As the financial services commissioner recently put it, *“the CMU is not about closing doors to the outside world. On the contrary, we want to see more investment from outside investors”*. This implies that, as an indispensable complement to its CMU agenda, the EU should champion international financial regulatory standards and other global initiatives as it has done previously – not least its landmark adoption of IFRS a decade ago. The EU should look critically at past episodes, for example, related to the design and implementation of the Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) or the European Market Infrastructure Regulation (EMIR), which triggered debates about discrimination against non-EU service providers. The EU should be exemplary in complying with global standards. It should fully support global bodies with agendas and mandates that are aligned

with the objectives of CMU, in particular the Financial Stability Board (FSB), Committee on Payments and Market Infrastructures (CPMI) and International Organization of Securities Commissions (IOSCO). Far from being driven by

idealism, such global commitments would respond to the EU's hard-nosed vested interest in favor of an open and rules-based international financial order.

**Nicolas VÉRON** Fellow at Bruegel and a Visiting Fellow at the Peterson Institute for International Economics  
**Guntram B. WOLFF** Director of Bruegel

*Avec l'aimable autorisation de Bruegel, nous reprenons des extraits de l'étude publiée en avril 2015 dans Bruegel Policy Contribution, 2015/05. Le rapport est disponible sur le lien suivant : <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/878-capital-markets-union-a-vision-for-the-long-term/>.*

## **POINT DE VUE REGULATEUR**

### **EU IPO REPORT: REBUILDING IPOs IN EUROPE CREATING JOBS AND GROWTH IN EUROPEAN CAPITAL MARKETS**

**Presented to the European Commission as input to the debate on Capital Markets Union**

#### **Foreword**

With great pleasure, I present to you the report of the IPO Task Force, on behalf of its members and their supporting associations – European Issuers, the European Private Equity & Venture Capital Association and the Federation of European Securities Exchanges. This Report makes recommendations to EU policy makers and industry participants to increase EU job creation and drive growth by restoring effective access to the public markets for smaller, high growth companies. It aims to provide input to EU Commissioner Hill's Capital Markets Union Green Paper consultation. The European IPO markets need to work better for the real economy. In the last ten years, capital raised through IPOs was only around half of what was raised in the 1990s. This decline comes at the worst possible time for European businesses, coinciding with declining availability on bank lending. Although Europe continues to build and grow businesses with the potential to be world class, the failure of the IPO market to facilitate their access to capital markets hampers their growth and lowers potential employment. According to OECD analysis, a properly functioning IPO market could deliver thousands of extra jobs in Europe. A survey, conducted in 2007, also finds out that 92% of job growth in a company occurs post-IPO. This is an opportunity we cannot afford to miss. The IPO Task Force is convinced that prompt action is needed to kick start the European IPO market, in support of the Capital Markets Union and the Long Term Investment Plan for Europe. We need to build an equity culture, in which investment through equity becomes an attractive and readily available option for European businesses of all sizes. Work is needed on both the supply of IPO opportunities and the demand for them. On top of that, a zero risk mentality is putting a heavy burden on entrepreneurial skills in Europe and hampering growth. We need to try and turn this around. To address these issues, we have developed recommendations for policymakers and for participants in the ecosystem necessary to promote the development of capital markets in Europe, which serve the needs of both companies and investors and bridge the gap between them. We believe that capital markets can only be built from the ground up, not from the top down, given that smaller markets are national and are likely to remain so. Priorities for change include :

- Create a more balanced and flexible regulatory environment for small and mid-cap quoted companies, also known as "Emerging Growth Companies" ;
- Ease constraints that restrict investors' access to IPO markets and to invest in venture capital / private equity ;
- Improve the market ecosystem to better serve companies at different stage of growth and different types of investors ;
- Create an equity culture in Europe, including education and non-legislative initiatives ;
- Improve tax incentives for investment into IPOs and in equity more generally.

We invite the Commission to carefully consider what I believe are practical and achievable recommendations that will have a real positive impact on the EU IPO market, and ultimately on long term growth and jobs. We are committed to further exploring our recommendations together with the Commission and as such, we invite them and other stakeholders to let us know how we can support them. We hope you find inspiration in the Report.

*Report Issued by the European IPO Task Force 23.03.2015. Feedback from market participants is also welcome.*

**Philippe DE BACKER – MEP and Chair of the IPO Task Force team; EuropeanIssuers, EVCA, FESE**

Contact: Mrs. Susannah HAAN, GS, [susannah.haan@europeanissuers.eu](mailto:susannah.haan@europeanissuers.eu)

*Lire: European Issuers, EVCA & FESE (2015), "Staff Working Paper: Mapping initiatives in Europe and the USA aimed at improving IPO markets".*

## **POINT DE VUE REGULATEUR**

### **WALL STREET AND THE FINANCIAL CRISIS: ANATOMY OF A FINANCIAL COLLAPSE**

#### **EXECUTIVE SUMMARY**

##### **A. Subcommittee Investigation**

In November 2008, the Permanent Subcommittee on Investigations initiated its investigation into some of the key causes of the financial crisis. Since then, the Subcommittee has engaged in a wide-ranging inquiry, issuing subpoenas, conducting over 150 interviews and depositions, and consulting with dozens of government, academic, and

private sector experts. The Subcommittee has accumulated and reviewed tens of millions of pages of documents, including court pleadings, filings with the Securities and Exchange Commission, trustee reports, prospectuses for public and private offerings, corporate board and committee minutes, mortgage transactions and analyses, memoranda, marketing materials, correspondence, and emails. The

Subcommittee has also reviewed documents prepared by or sent to or from banking and securities regulators, including bank examination reports, reviews of securities firms, enforcement actions, analyses, memoranda, correspondence, and emails. In April 2010, the Subcommittee held four hearings examining four root causes of the financial crisis. Using case studies detailed in thousands of pages of documents released at the hearings, the Subcommittee presented and examined evidence showing how high risk lending by U.S. financial institutions; regulatory failures; inflated credit ratings; and high risk, poor quality financial products designed and sold by some investment banks, contributed to the financial crisis. This Report expands on those hearings and the case studies they featured. The case studies are Washington Mutual Bank, the largest bank failure in U.S. history; the federal Office of Thrift Supervision which oversaw Washington Mutual's demise; Moody's and Standard & Poor's, the country's two largest credit rating agencies; and Goldman Sachs and Deutsche Bank, two leaders in the design, marketing, and sale of mortgage related securities. This Report devotes a chapter to how each of the four causative factors, as illustrated by the case studies, fueled the 2008 financial crisis, providing findings of fact, analysis of the issues, and recommendations for next steps.

### **B. Overview**

#### **1) - High Risk Lending: Case Study of Washington Mutual Bank**

The first chapter focuses on how high risk mortgage lending contributed to the financial crisis, using as a case study Washington Mutual Bank (WaMu). At the time of its failure, WaMu was the nation's largest thrift and sixth largest bank, with \$300 billion in assets, \$188 billion in deposits, 2,300 branches in 15 states, and over 43,000 employees. Beginning in 2004, it embarked upon a lending strategy to pursue higher profits by emphasizing high-risk loans. By 2006, WaMu's high-risk loans began incurring high rates of delinquency and default, and in 2007, its mortgage-backed securities began incurring ratings downgrades and losses. Also in 2007, the bank itself began incurring losses due to a portfolio that contained poor quality and fraudulent loans and securities. Its stock price dropped as shareholders lost confidence, and depositors began withdrawing funds, eventually causing a liquidity crisis at the bank. On September 25, 2008, WaMu was seized by its regulator, the Office of Thrift Supervision, placed in receivership with the Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), and sold to JPMorgan Chase for \$1.9 billion. Had the sale not gone through, WaMu's failure might have exhausted the entire \$45 billion Deposit Insurance Fund. This case study focuses on how one bank's search for increased growth and profit led to the origination and securitization of hundreds of billions of dollars in high risk, poor quality mortgages that ultimately plummeted in value, hurting investors, the bank, and the U.S. financial system. WaMu had held itself out as a prudent lender, but in reality, the bank turned increasingly to higher risk loans. Over a four-year period, those higher risk loans grew from 19% of WaMu's loan originations in 2003, to 55% in 2006, while its lower risk, fixed rate loans fell from 64% to 25% of its originations. At the same time, WaMu increased its securitization of subprime loans six fold, primarily through its subprime lender, Long Beach

Mortgage Corporation, increasing such loans from nearly \$4.5 billion in 2003, to \$29 billion in 2006. From 2000 to 2007, WaMu and Long Beach together securitized at least \$77 billion in subprime loans. WaMu also originated an increasing number of its flagship product, Option Adjustable Rate Mortgages (Option ARMs), which created high risk, negatively amortizing mortgages and, from 2003 to 2007, represented as much as half of all of WaMu's loan originations. In 2006 alone, Washington Mutual originated more than \$42.6 billion in Option ARM loans and sold or securitized at least \$115 billion to investors, including sales to the Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) and Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac). In addition, WaMu greatly increased its origination and securitization of high-risk home equity loan products. By 2007, home equity loans made up \$63.5 billion or 27% of its home loan portfolio, a 130% increase from 2003. At the same time that WaMu was implementing its high risk lending strategy, WaMu and Long Beach engaged in a host of shoddy lending practices that produced billions of dollars in high risk, poor quality mortgages and mortgage backed securities. Those practices included qualifying high risk borrowers for larger loans than they could afford; steering borrowers from conventional mortgages to higher risk loan products; accepting loan applications without verifying the borrower's income; using loans with low, short term "teaser" rates that could lead to payment shock when higher interest rates took effect later on; promoting negatively amortizing loans in which many borrowers increased rather than paid down their debt; and authorizing loans with multiple layers of risk. In addition, WaMu and Long Beach failed to enforce compliance with their own lending standards; allowed excessive loan error and exception rates; exercised weak oversight over the third party mortgage brokers who supplied half or more of their loans; and tolerated the issuance of loans with fraudulent or erroneous borrower information. They also designed compensation incentives that rewarded loan personnel for issuing a large volume of higher risk loans, valuing speed and volume over loan quality. As a result, WaMu, and particularly its Long Beach subsidiary, became known by industry insiders for its failed mortgages and poorly performing residential mortgage backed securities (RMBS). Among sophisticated investors, its securitizations were understood to be some of the worst performing in the marketplace. Inside the bank, WaMu's President Steve Rotella described Long Beach as "terrible" and "a mess," with default rates that were "ugly." WaMu's high risk lending operation was also problem-plagued. WaMu management was provided with compelling evidence of deficient lending practices in internal emails, audit reports, and reviews. Internal reviews of two high volume WaMu loan centers, for example, described "extensive fraud" by employees who "willfully" circumvented bank policies. A WaMu review of internal controls to stop fraudulent loans from being sold to investors described them as "ineffective." On at least one occasion, senior managers knowingly sold delinquency-prone loans to investors. Aside from Long Beach, WaMu's President described WaMu's prime home loan business as the "worst managed business" he had seen in his career.

Documents obtained by the Subcommittee reveal that WaMu launched its high risk lending strategy primarily because

higher risk loans and mortgage-backed securities could be sold for higher prices on Wall Street. They garnered higher prices because higher risk meant the securities paid a higher coupon rate than other comparably rated securities, and investors paid a higher price to buy them. Selling or securitizing the loans also removed them from WaMu's books and appeared to insulate the bank from risk. The Subcommittee investigation indicates that unacceptable lending and securitization practices were not restricted to Washington Mutual, but were present at a host of financial institutions that originated, sold, and securitized billions of dollars in high risk, poor quality home loans that inundated U.S. financial markets. Many of the resulting securities ultimately plummeted in value, leaving banks and investors with huge losses that helped send the economy into a downward spiral. These lenders were not the victims of the financial crisis; the high-risk loans they issued were the fuel that ignited the financial crisis.

### 2)- Regulatory Failure: Case Study of the Office of Thrift Supervision

The next chapter focuses on the failure of the Office of Thrift Supervision (OTS) to stop the unsafe and unsound practices that led to the demise of Washington Mutual, one of the nation's largest banks. Over a five year period from 2004 to 2008, OTS identified over 500 serious deficiencies at WaMu, yet failed to take action to force the bank to improve its lending operations and even impeded oversight by the bank's backup regulator, the FDIC. Washington Mutual Bank was the largest thrift under the supervision of OTS and was among the eight largest financial institutions insured by the FDIC. Until 2006, WaMu was a profitable bank, but in 2007, many of its high-risk home loans began experiencing increased rates of delinquency, default, and loss. After the market for subprime mortgage backed securities collapsed in July 2007, Washington Mutual was unable to sell or securitize its subprime loans and its loan portfolio fell in value. In September 2007, WaMu's stock price plummeted against the backdrop of its losses and a worsening financial crisis. From 2007 to 2008, WaMu's depositors withdrew a total of over \$26 billion in deposits from the bank, triggering a liquidity crisis, followed by the bank's closure. OTS records show that, during the five years prior to WaMu's collapse, OTS examiners repeatedly identified significant problems with Washington Mutual's lending practices, risk management, asset quality, and appraisal practices, and requested corrective action. Year after year, WaMu promised to correct the identified problems, but never did. OTS failed to respond with meaningful enforcement action, such as by downgrading WaMu's rating for safety and soundness, requiring a public plan with deadlines for corrective actions, or imposing civil fines for inaction. To the contrary, until shortly before the thrift's failure in 2008, OTS continually rated WaMu as financially sound. The agency's failure to restrain WaMu's unsafe lending practices stemmed in part from an OTS regulatory culture that viewed its thrifts as "constituents,"

*US Senate, Permanent Subcommittee on Investigations (Committee on HSGA), Majority and Minority staff report April 13 2011.*

**Senator Carl LEVIN**, chairman

**Senator Tom COBURN**, ranking minority member; majority and minority staff report

relied on bank management to correct identified problems with minimal regulatory intervention, and expressed reluctance to interfere with even unsound lending and securitization practices. OTS displayed an unusual amount of deference to WaMu's management, choosing to rely on the bank to police itself in its use of safe and sound practices. The reasoning appeared to be that if OTS examiners simply identified the problems at the bank, OTS could then rely on WaMu's assurances that problems would be corrected, with little need for tough enforcement actions. It was a regulatory approach with disastrous results. Despite identifying over 500 serious deficiencies in five years, OTS did not once, from 2004 to 2008, take a public enforcement action against Washington Mutual to correct its lending practices, nor did it lower the bank's rating for safety and soundness. Only in 2008, as the bank incurred mounting losses, did OTS finally take two informal, nonpublic enforcement actions, requiring WaMu to agree to a "Board Resolution" in March and a "Memorandum of Understanding" in September, neither of which imposed sufficient changes to prevent the bank's failure. OTS officials resisted calls by the FDIC, the bank's backup regulator, for stronger measures and even impeded FDIC oversight efforts by at times denying FDIC examiners office space and access to bank records. Tensions between the two agencies remained high until the end. Two weeks before the bank was seized, the FDIC Chairman contacted WaMu directly to inform it that the FDIC was likely to have a ratings disagreement with OTS and downgrade the bank's safety and soundness rating, and informed the OTS Director about that communication, prompting him to complain about the FDIC Chairman's "audacity." Hindered by a culture of deference to management, demoralized examiners, and agency infighting, OTS officials allowed the bank's short-term profits to excuse its risky practices and failed to evaluate the bank's actions in the context of the U.S. financial system as a whole. Its narrow regulatory focus prevented OTS from analyzing or acknowledging until it was too late that WaMu's practices could harm the broader economy. OTS' failure to restrain Washington Mutual's unsafe lending practices allowed high-risk loans at the bank to proliferate, negatively impacting investors across the United States and around the world. Similar regulatory failings by other agencies involving other lenders repeated the problem on a broad scale. The result was a mortgage market saturated with risky loans, and financial institutions that were supposed to hold predominantly safe investments but instead held portfolios rife with high risk, poor quality mortgages. When those loans began defaulting in record numbers and mortgage related securities plummeted in value, financial institutions around the globe suffered hundreds of billions of dollars in losses, triggering an economic disaster. The regulatory failures that set the stage for those losses were a proximate cause of the financial crisis. [...]

*La totalité du Rapport peut être consulté sur le site du Permanent Subcommittee : [www.hsgac.senate.gov](http://www.hsgac.senate.gov) [follow link to « subcommittee » to « investigations »]*

## AVIS D'EXPERT

### CRISE DE 2008 : L'INVRAISEMBLABLE SAGA DE LA WASHINGTON MUTUAL BANK, LA DEFUNTE PREMIERE BANQUE AMERICAINE D'EPARGNE

23 février 2005, à Maui, état d'Hawaï

« Thank you ladies and gentlemen, and welcome to this very special Awards Evening. Wow, could you feel the energy and excitement tonight out on the Red Carpet? ! Talk about star power! And it was great fun to learn so much more about some of you during the interviews ... and at the bar.

But don't worry. I'm told that the age-old tradition here at Washington Mutual is, 'What happens at President's Club stays at President's Club.' And who am I to mess with tradition?

Tonight we are gathered together to pay the highest respects and honors to those who deserve them the most, the President's Club Class of 2005. ....And of course I want to pay special homage to all of you astonishing returning champions of President's Club. You multiple award-winning superstars clearly lead our entire industry as the standard others can only attempt to match. You folks really do make this feel like the academy awards tonight because everywhere I turn I see another star of another box office sensation. »

Speech script for David Schneider

Home Loans President: Washington Mutual Bank

At the 23 February 2005 President's Club Award Night Show Maui State of Hawaii

Source : United States Senate, Permanent Subcommittee On Investigations, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs, exhibit 63-a

Ce soir du 23 février 2005, en présence du champion des Lakers de Los Angeles, le grand Magic Johnson, la première caisse d'épargne américaine, la banque Washington Mutual, consacrait la culture de la vente qui la conduirait à l'effondrement le 25 septembre 2008, entraînant avec elle la chute mondiale de la finance du 26 septembre 2008.

Lors de la *President's Retreat Ceremony* de décembre 2006, à Hawaï, pour les employés de la Washington Mutual la pression montait d'un cran : ils étaient invités à rapper, sur l'air de « *Baby Got Back* », le hit du rapper américain Anthony Ray, plus connu sous son nom de scène : Sir Mix A Lot's.

Numéro deux des ventes de 1992, juste après « *I Will Always Love You* » de Whitney Houston, « *Baby Got Back* » fut condamné par la justice américaine à être retiré des pages internet en raison de ses paroles trop explicites *I Like Big Butts* qui devenaient, pour les employés de WashMu, *I Like Big Bucks*. On apprécie déjà l'élégance.

Tout comme l'a fait la commission spéciale d'enquête du Sénat américain sur la sécurité de l'état et les affaires du gouvernement fédéral, il convient d'aller jusqu'au bout de cette incroyable avanie. Reprenons ici la transcription intégrale de l'ineffable poésie qui était servie aux meilleurs vendeurs de la WashMu, réunis en convention à Hawaï, ce soir de décembre 2006 :

« *My homegirls tried to warm me*

*That rappin' big bucks*

*Make me look corny*

*Ooh, root of evil*

*Without big bucks I'm feeling feeble*

*Scuze me, scuze me, cuz my big bucks do amuse me*

*On my vacations I tour all nations*

*In style, while, luxuriating every mile*

*I'm loving my estate*

*Sorry can't unlock the gate*

*Now a little botox and nips and tucks*

*All it takes is big bucks*

*So Players (yeah !) Players (Yeah !)*

*Do you love to make big bucks (Hell yeah !)*

*Well Be Bold ! (Be Bold !) Be Bold ! (Be Bold !)*

*Be bold and make big bucks*

*Make me big bucks. »*

Exposant des accessoires de luxe et des simulacres d'injections de Botox, ainsi que des photographies des énormes limousines Mercedes Benz que leur fortune leur permettait maintenant d'acquérir, les chanteuses rap circulaient parmi les employés de WashMu, en les arrosant d'une pluie de faux billets.

JP Morgan, qui fit l'acquisition des ruines de WashMu, demanda à la commission sénatoriale chargée de l'enquête de ne pas publier les paroles de cette délicate romance. Elle ne fut heureusement pas entendue, ce qui nous vaut de disposer intégralement de ce témoignage.

Michael Corkery, du Wall Street Journal déclarait : « qui pourrait les blâmer ? », tandis qu'Adrien Chen concluait, pour Gawker, que « peut-être que l'on peut excuser ces banquiers d'avoir détruit notre économie, mais les paroles de ce rap sont impardonnables ». Ah bon ?

**« Be bold ! » « Soyez audacieux ! » « N'ayez pas peur ! »  
Mais quelle dérision !**

Moins de deux ans plus tard, le 25 septembre 2008, le régulateur fédéral donnait une suite favorable à la plainte de la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) et vendait la banque Washington Mutual à JP Morgan pour la somme dérisoire de 1,9 milliards de dollars. Juste à temps : les 45 milliards de dollars de son fond légal de garantie allaient être absorbés dans les pertes abyssales de la banque.

Le lendemain, pour toutes ces raisons entre autres, la finance mondiale sombrait.

L'enquête impitoyable des sénateurs Carl Levin (démocrate, Michigan) et Tom Coburn (républicain, Oklahoma) ne laisse aucun doute sur l'état de décomposition de la gouvernance et du management auquel cette entreprise était parvenue depuis plusieurs années. Mais aussi sur l'état de carence auquel l'autorité américaine de régulation de l'épargne s'était laissée entraîner.

Parmi les centaines de pages de révélations incroyables, rapports, emails, sur les pratiques de cette respectable institution, je choisis de relever deux graves manquements aux bases de la gouvernance responsable qui se sont obstinément répétés jusqu'à précipiter la chute finale.

Car ce qui est choquant ici, ce n'est pas tant l'exotisme des méthodes employées par Washington Mutual pour soutenir le moral de ses troupes, mais c'est bien, n'en déplaise à

Adrian Chen, l'obstination avec laquelle toutes les règles de la *soft law* ont été systématiquement, délibérément et publiquement contournées. Avec la complicité de la direction financière, de la direction des risques et de la direction des ressources humaines en charge de la politique de *compensation and benefits*.

Ce qui est ici en question, c'est bien le leurre que toutes ces règles, codes et chartes de comportement que les entreprises s'évertuent à proclamer entretient auprès des autorités et du public.

Ce qui est en question ici, c'est bien la fuite en avant et le laxisme qui repoussent toujours à la prochaine fois l'installation des règles élémentaires de droit public et de droit commercial qui, seules, protègent les salariés, les clients, les parties prenantes et l'ensemble des bénéficiaires du bien public résultant de l'activité des entreprises en général.

### **L'incroyable naïveté de la direction stratégique**

Les sénateurs ont mis en évidence que WashMu avait engagé une stratégie de vente de créances hypothécaires titrisées, les trop fameuses *mortgage-backed securities* (MBS), simplement parce que ces actifs s'échangeaient à des prix très élevés sur Wall Street. Et pourquoi ces titres s'échangeaient-ils si bien ? Parce que la valeur des coupons associés à ces titres excédait celle des bénéfices des actifs financiers non titrisés. Ces actifs titrisés sortaient par ailleurs du bilan, et la banque s'en trouvait parée d'une meilleure signature ! La demande était telle que WashMu a pris la décision de créer sa propre compagnie de titrisation. Jadis caisse d'épargne régionale réputée pour sa prudence, WashMu allait se propulser en quelques années dans le club des pires *gamblers* de Wall Street.

Et dans cette ascension, la banque allait franchir allègrement toutes les lignes blanches, négligeant d'informer ses partenaires de ses propres pratiques frauduleuses et de la tromperie de ses analyses, comme de ses comptes financiers.

### **La servile complicité du contrôle interne et de la direction Compensation and Benefits**

Les ventes hypothécaires à taux fixe représentaient 64% des actifs de la banque en 2003 et seulement 25% trois ans plus tard en 2006, tandis que les créances titrisées, les options ARM et les titres privés sur des habitations particulières grimpaient de 19% à 55% des actifs dans la même période. De sorte que la titrisation opérée par WashMu via sa filiale Long Beach Mortgage multiplia ses avoirs pourris par six pour atteindre 30 milliards en 2007. Au total, WashMu et Long Beach titrisaient 77 milliards en sept ans, 115 milliards si l'on compte avec les ventes de titres à la Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) et à la Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac).

Ces ventes furent soutenues par un dispositif de bonus totalement étanche à toute indication de risque ou de défaut de qualité des produits, et qui remontait sans faille jusqu'au sommet de l'entreprise. En février 2008, le comité des rémunérations approuvait un plan mettant les dirigeants à l'abri de tout impact des pertes des hypothèques titrisées. Et

lorsque les actionnaires se sont tout de même inquiétés de voir les rémunérations grimper alors que les pertes s'accumulaient, la banque a découvert l'astuce de supprimer publiquement les bonus des dirigeants exécutifs, tout en les remplaçant par des contrats privés et masqués leur assurant des paiements cash différés, quels que soient les résultats financiers.

Lorsque WashMu s'effondra, les actionnaires perdirent tout leur bien, tandis que les dirigeants s'en allaient assez satisfaits : Killinger partit avec 25 millions en poche dont 15 millions de dédommagement de la rupture contractuelle, et son éphémère successeur, Fishman, reçut 7,5 millions de cadeau de bienvenue le 25 septembre 2008 et il partit, dix huit jours plus tard, avec 11 millions de dédommagement contractuel. 1 million de dollars par jour de travail !

Quant au contrôle interne, il a toujours été écarté de la conduite des opérations. Dépit, son responsable Vanasek prend sa retraite en décembre 2005 et il est remplacé par l'ex Risk Officer de la Canadian Impérial Bank of Commerce, Ronald Cathcart. « Quand je suis arrivé à WashMu, déclare Cathcart aux sénateurs, le service était complètement isolé du reste de la banque ». Cathcart ne s'était pas trompé, mais il n'a jamais rétabli la place que le contrôle devait avoir puisque WashMu avait déjà institué son double / double reporting qui mettait face à face les Risk Officers des divisions avec le Corporate Risk Officer. Les inévitables conflits de représentation et les tensions qui en résultaient entre ces deux logiques permettaient à la direction de rester sourde aux alertes répétées, sous le prétexte fallacieux de refuser d'arbitrer la mésentente entre ces couples de collaborateurs.

Killinger et un certain nombre d'autres courent encore, fuyant les poursuites judiciaires d'état en état.

### **Mais après tout, sommes-nous concernés ?**

Chacun donnera sa réponse à cette question.

Celle des économistes est sans appel : non seulement il ne faut absolument pas compter sur les règles que les dirigeants se fixent à eux-mêmes quant à la production attendue des entreprises qu'ils dirigent, mais ils ne faut pas non plus compter sur la régulation, qui est toujours en retard d'une innovation et d'une crise.

Les explications rationnelles de la théorie économique et de son raffinement extrême par la théorie des jeux, telles que celles du Nobel Jean Tirole à propos de ces dérives incroyables (*Balancing the Banks, Global Lessons From The Financial Crisis*, Mathias Dewatripont, Jean Charles Rochet et Jean Tirole, Princeton University Press, 2010) devraient suffire à nous en convaincre.

C'est dans le détail de chaque micro-décision, au niveau le plus élémentaire, que se joue la réelle production de valeur de l'entreprise. Aucun salarié, aucune partie prenante n'est en dehors de ce processus compliqué.

Les graves fautes qui ont conduit à la crise de 2008 nous paraissent aujourd'hui faire partie d'une autre histoire, d'un autre monde.

Alors : plus jamais cela ? Chiche.

Norbert TANGY

Président de la Fédération Nationale des Cadres Supérieurs de l'Énergie (FNCS) Membre de la Fédération Nationale des Cadres Supérieurs et Dirigeants

[www.fnseg.eu](http://www.fnseg.eu) et [www.fncd.eu](http://www.fncd.eu) ; [norbert.tangy@fnseg.eu](mailto:norbert.tangy@fnseg.eu)

Dans la prochaine lettre, vous lirez la suite du rapport Levin / Coburn : « Goldman Sachs et le conflit d'intérêt dans la crise de 2008 ».

### L'ÉQUILIBRE ENTRE LES SEXES : QUESTION DE DIVERSITÉ OU D'ÉQUITÉ.....

Le 31 décembre dernier, le règlement canadien 58-101 sur l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance était modifié pour y ajouter de nouvelles obligations d'information sur la représentation des femmes au sein des conseils d'administration et des instances des émetteurs assujettis. Ce règlement a été adopté par l'ensemble des autorités canadiennes à l'exception de l'Alberta, de la Colombie-Britannique, de l'Île-du-Prince-Édouard et du Yukon.

Issue d'une consultation de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) menée au cours de l'année 2013, cette nouvelle réglementation oblige les émetteurs non émergents inscrits à la Bourse TSX et les autres émetteurs non émergents assujettis dans les territoires ayant adopté la réglementation à fournir de l'information sur la représentation féminine au sein de leur conseil d'administration et à la haute direction selon la formule « se conformer ou s'expliquer ». La divulgation annuelle doit porter sur les éléments suivants:

- ✓ la durée du mandat et les autres mécanismes de renouvellement des membres du conseil d'administration;
- ✓ les politiques sur la représentation féminine au conseil d'administration;
- ✓ la prise en compte par le conseil d'administration ou le comité de candidatures de la représentation féminine dans la recherche et la sélection des candidats aux postes d'administrateurs;
- ✓ la prise en compte par l'émetteur de la représentation féminine dans la nomination des membres de la haute direction;
- ✓ les cibles de représentation féminine au conseil d'administration et à la haute direction;
- ✓ le nombre de femmes au conseil d'administration et à la haute direction.

Les initiatives législatives visant à accroître la présence des femmes dans les instances organisationnelles des organisations peuvent être classées en deux catégories: d'une part, les mesures législatives assorties de quotas et de mesures contraignantes ou pas et, d'autre part, celles qui invitent les entreprises à dresser un bilan de la représentation des femmes au sein de leurs instances en leur proposant de se fixer des objectifs. Si les mesures législatives sont source d'avancées majeures, en particulier si elles sont assorties de sanctions, les législations faisant appel à la bonne volonté des dirigeants peuvent présenter l'avantage d'être plus souples et de laisser davantage de liberté aux entreprises.

Depuis le début des années 2000, l'approche canadienne s'est exprimée principalement par les actions suivantes :

2006 : **Loi sur la gouvernance des sociétés d'État**. Par cette loi, le gouvernement du Québec s'est engagé à ce que tous les conseils d'administration des sociétés d'État (23) soient constitués à parts égales de femmes et d'hommes à compter du 14 décembre 2011 avec la Loi sur la gouvernance des sociétés d'État. En cinq ans, la représentation globale des femmes au sein des conseils d'administration de ces organismes publics est passée de 28 % à 52,4 %.

2013 : Dépôt par le Sénateur Céline Hervieux-Payette du **projet de loi d'intérêt public du Sénat intitulé Loi visant à moderniser la composition des conseils d'administration de certaines personnes morales, institutions financières et sociétés d'État mères, notamment à y assurer la représentation équilibrée des femmes et des hommes**. L'objectif visé était une représentation d'au moins 40% de membres de chaque sexe.

2013 : **Création par le gouvernement fédéral d'un Conseil consultatif** ayant pour mandat de promouvoir la participation des femmes aux conseils d'administration des sociétés publiques et privées. L'une des recommandations de ce Conseil était d'établir à **30 % l'objectif national** de représentation des femmes au sein des conseils d'administration d'ici 2019.

2013 : Création de la **Table des partenaires influents** pour accroître la représentation féminine au sein des conseils d'administration et des instances décisionnelles. Soulignant que les quotas n'étaient pas nécessaires, ses membres ont retenu comme stratégie la mise en œuvre de mesures volontaires. Sans imposer de contraintes, ils ont invité les sociétés visées à s'inspirer des cibles et des délais suivants pour hausser la représentation des femmes dans les conseils d'administration. : **20 % d'ici 5 ans; 30 % d'ici 10 ans; 40 % d'ici 15 ans**.

2014 : **Accord Catalyst** qui enjoint les sociétés participantes à accélérer le changement et à soutenir l'augmentation de la représentation globale des femmes au sein des conseils d'administration des sociétés de du classement FP500, afin de la porter à **25 % d'ici à 2017, en fixant leurs propres objectifs**.

À l'énumération de l'ensemble de ces actions, on peut constater une volonté de faire avancer ce dossier tout en constatant une certaine tension entre les partisans d'une législation ferme et d'une législation plus souple comme empruntée par les commissions valeurs mobilières canadiennes.

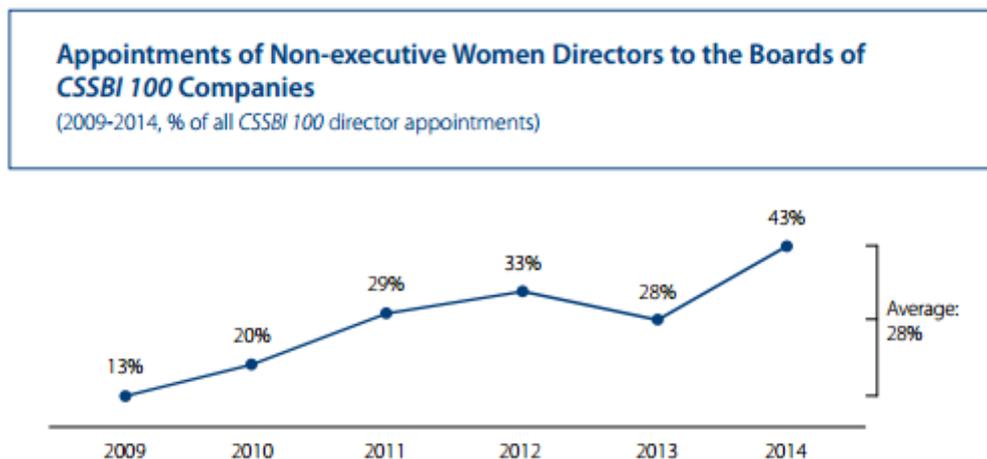
#### **Une initiative réglementaire qui tombe à point nommé**

Depuis quelques décennies, tant au Québec qu'au Canada, le nombre de diplômés universitaires féminins dans plusieurs disciplines recherchées par les conseils d'administration est assez souvent égal ou dépasse le nombre de diplômés du sexe masculin. Quant à l'occupation de fonctions stratégiques au sein des organisations, les femmes sont de plus en plus présentes et sont ainsi prêtes à être d'excellentes candidates pour des postes administrateurs. Le bassin de talents féminins est riche et leurs noms sont de plus en plus connus grâce à leur occupation de fonctions offrant une grande visibilité, l'existence de répertoire de talents féminins, l'appui des médias, leur rayonnement et leur participation aux activités socio-économiques. Elles sont de plus intéressées à siéger à ces conseils comme en témoigne leur participation à de nombreux programmes de formation

en gouvernance et leur contribution dans de nombreux projets sociaux.

Le terrain semble relativement plus fertile comme en témoigne ces deux tableaux puisés de l'étude 2014 de

Spencer Stuart portant sur les conseils d'administration canadiens :



### Les engagements de nos entreprises canadiennes

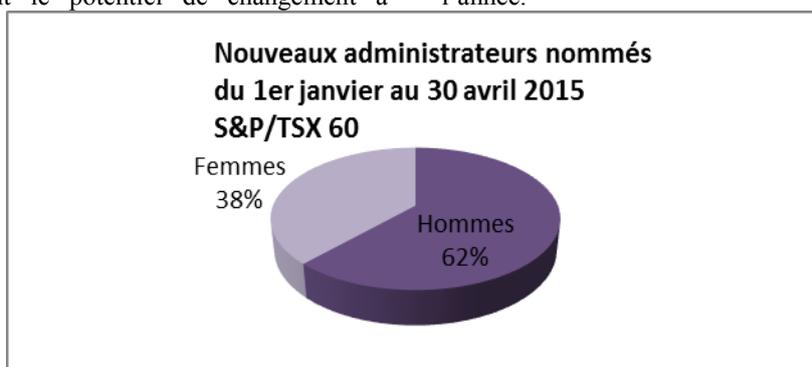
Une étude des divulgations effectuées par les entreprises membres du S&P/TSX 60 au cours des quatre premiers mois

de l'année révèle qu'un nombre intéressant de ces entreprises souhaitent changer la donne. Dans l'ensemble, les faits saillants sont les suivants :

Type de divulgation	Pourcentage
Déclaration d'une politique ou de documents écrits sur la diversité	76%
Politiques écrites portant sur la représentation féminine	38 %
Politiques écrites orientées vers les femmes avec échéanciers	28%
Politiques et objectifs visant les femmes et la haute direction	8%
Politique faisant état de la parité	Une seule Banque Nationale du Canada

Près de 40% des nouvelles candidatures sont féminines. Les nouvelles candidatures féminines représentent une donnée importante en matière d'évolution de ce dossier puisqu'elles représentent le potentiel de changement à

moyen terme. Pour une deuxième année consécutive, le pourcentage de nouvelles candidatures pourrait être d'environ 40% si le même rythme se poursuit d'ici la fin de l'année.



Cette statistique est encourageante puisque, si le taux de rotation des conseils se maintenait au taux de 7% (donnée 2010 de Spencer Stuart) ainsi que le pourcentage de 40 % pour les nouvelles nominations, le pourcentage critique d'au moins 40% de représentation féminine au sein des conseils d'administration pourrait être atteint d'ici 10 ans selon l'approche développée par Yvan Allaire et Monique Lefebvre dans un document de l'IGOPP intitulé : Les femmes aux conseils d'administration : le temps des choix est venu!

D'une manière plus spécifique, il est intéressant de noter que les femmes sont légèrement plus jeunes que les hommes (55 ans comparativement à 58 ans). Elles cumulent un nombre

de mandats d'administrateurs légèrement supérieur (2,5 comparativement à 2,0 pour les hommes en regard des autres conseils auprès desquels ils siègent). Quant à l'expérience à titre de PDG, une plus grande proportion d'hommes en dispose (92% pour les hommes contre 62,5% pour les femmes).

### Une préoccupation qui persiste

Dans le cadre de mes recherches, une étude a attiré mon attention : elle portait sur les raisons qui incitent les organisations à promouvoir l'accès des femmes à des conseils d'administration. Étude de source européenne, ces motivations étaient les suivantes :

Most Reported Reasons for Promoting Diversity 2011

Country	1	2	3
Norway	Business case (26%)	Equality / Human Rights (10%)	Broader board perspective / avoiding group-think (5%)
Australia	Equality / Human Rights (82%)	Business case (74%)	Broader board perspective / avoiding group-think (72%)
UK	Equality / Human Rights (52%)	Business case (49%)	Broader board perspective / avoiding group-think (46%)
Spain	Equality / Human Rights (66%)	Business case (19%)	Broader board perspective / avoiding group-think (14%)
Belgium	Equality / Human Rights (15%) Business case (15%)	Broader board perspective / avoiding group-think (5%)	

Peu d'entreprises font référence à la question d'équité dans leurs justifications. Or, si nous souhaitons que des changements durables s'effectuent, il faudra nommer la problématique pour ce qu'elle est vraiment : **une question d'équité et non de diversité** et s'adresser aux problèmes de fond. Existerait-il dans les critères de sélection des candidatures pour de tels postes des éléments qui favorisent davantage l'accès des hommes que des femmes comme cette exigence d'avoir occupé un poste de PDG – peu de femmes occupent encore aujourd'hui de telles fonctions malgré leurs connaissances et leurs compétences. Une telle exigence freine l'accès des femmes à des conseils d'administration, mais également prive les organisations de talents ayant une connaissance approfondie de certains secteurs industriels, de certaines fonctions telles que les ressources humaines, la gouvernance, les relations avec les parties prenantes ou d'autres types d'organisations qui apporteraient une vision

nouvelle au sein de nos entreprises. Ne serait-il pas souhaitable de revoir les processus de sélection pour les remplacer par d'autres qui ouvriraient la porte à des administrateurs de haut calibre provenant des postes de la haute direction (vice-présidents) et des personnes ayant suivi une formation en gouvernance de sociétés (ASC, IAS.A) qui disposent des connaissances et des compétences requises. Un nombre grandissant de femmes et d'hommes suivent ces formations et constituent des valeurs ajoutées sûres. Pourquoi les entreprises, à l'aube de profondes transformations, ne favorisaient pas le recours à de nouveaux talents en fixant des limites de mandats pour les administrateurs? Souvent, l'objectif d'une représentation significative est appuyé, mais à condition, ajoute-t-on, que la qualité soit au rendez-vous.

L'équité resterait-elle un tabou .... ?

**Louise CHAMPOUX-PAILLÉ**  
Administratrice de sociétés certifiée  
[lechampouxpaille@bell.net](mailto:lechampouxpaille@bell.net)

*Présidente du Cercle des administrateurs de société certifiés, elle siège notamment auprès de la Société d'assurance automobile du Québec, de la Société du Parc Jean-Drapeau et du Musée du costume et du textile du Québec. Alliant une formation en administration et en gouvernance, elle est chargée de cours à l'UQAM en gouvernance et en gestion des risques, collabore à de nombreux blogs sur LinkedIn et contribue activement à des travaux de recherche en gouvernance et éthique financière auprès du Groupe international en recherche et éthique financière (GIREF). Elle est chevalière de l'Ordre national du Québec et lauréate du Prix du gouverneur général du Canada pour la promotion de l'accès des femmes à des conseils d'administration.*

## POINT DE VUE INVESTISSEUR

### AVANTAGES DU MODELE BANCAIRE COOPERATIF CANADIEN : L'EXEMPLE DU MOUVEMENT DESJARDINS

*Le succès de Desjardins démontre la pertinence du modèle coopératif : une organisation solide qui contribue à la prospérité durable de ses membres, de ses clients et des communautés locales tout en étant ouvert sur le monde.*

Desjardins est le 1<sup>er</sup> groupe financier coopératif au Canada et le 5<sup>ème</sup> au monde. Selon Bloomberg, il est au 1<sup>er</sup> rang des institutions financières les plus solides en Amérique du Nord et au 2<sup>ème</sup> rang dans le monde. Au 31 décembre 2014, il comptait un actif de 229 milliards de \$ CAN, des excédents de 1 593 M\$ CAN et un ratio de fonds propres de la catégorie 1a, 15,7%. Pour desservir ses 7 millions de membres et clients répartis au Canada, Desjardins bénéficie : de 45 966 collaborateurs qui en font le plus grand employeur privé au Québec tout en étant présent au Canada et ailleurs et de l'engagement de 4 958 dirigeants élus, répartis entre 360 caisses locales dans la province de Québec et en Ontario.

Au Québec, Desjardins est l'institution financière la plus présente dans les communautés et aussi la plus accessible tant au plan social qu'au plan de son réseau de distribution physique, en ligne et mobile. On parle alors de points de service, de guichets automatiques, d'accès virtuel, mais aussi d'une forte présence auprès des milieux à faible densité de population qui représentent 31% des points de service des caisses, alors que la moyenne des principales banques canadiennes se situe à 2%.

Les caisses Desjardins sont encore les seules à être présentes dans plus de 400 villes et villages du Québec. Ses activités se répartissent entre 4 secteurs d'affaires distincts : Services bancaires aux particuliers; Gestion de patrimoine et assurances des personnes, Assurances générales et Services aux entreprises. Une des filiales du groupe offre des services généralement associés aux banques de financement et d'investissement sans en être une. Ces activités sont séparées des activités bancaires traditionnelles aux particuliers et aux entreprises qui sont quant à elles exercées dans les caisses locales et leurs centres spécialisés de services aux entreprises. En fait, Desjardins ne prend pas de participation pour compte propre de façon générale, il est plutôt impliqué dans des prises de participation en capital modestes à travers un fonds d'investissement public dont il assure la gestion et le réseau de distribution.

Desjardins est chef de file en microfinance au Québec et est un leader à l'international offrant depuis plus de 40 ans des services d'appui technique et d'investissement dans ce secteur dans les pays en développement et en transition.

## **Le Mouvement Desjardins se distingue des autres institutions financières par sa mission, ses valeurs et sa gouvernance démocratique inhérente à sa nature coopérative**

**Sa mission** est de contribuer au mieux-être économique et social des personnes et des collectivités en développant un réseau coopératif intégré de services financiers sécuritaires et rentables, sur une base permanente, propriété des membres et administré par eux, et un réseau d'entreprises complémentaires, à rendement concurrentiel et contrôlé par eux. C'est aussi de faire l'éducation à la démocratie, à l'économie, à la solidarité, à la responsabilité individuelle et collective de ses membres, dirigeants et employés.

Comme un faible pourcentage des membres participe activement à la gouvernance de leur caisse locale, Desjardins s'active à développer de nouveaux moyens, dont le numérique, pour les y intéresser. À cela s'ajoute un programme de dirigeants élus de la relève pour intéresser les jeunes à s'engager à la gouvernance coopérative.

Pour formaliser sa mission d'éducation, Desjardins a lancé en 2011 son *Programme CoopMoi* qui vise à appuyer des initiatives internes purement coopératives qui ne rencontrent pas les habituels standards de rentabilité à court terme. Son engagement se traduit également par son soutien à la Fondation Desjardins qui offre le plus grand nombre de bourses au Canada pour soutenir l'éducation et lutter contre le décrochage scolaire.

### **Vision**

Ayant été reconnu comme la 2<sup>ième</sup> institution financière la plus solide au monde par Bloomberg, figurant au palmarès des Top 10 entreprises socialement responsables au Canada, bénéficiant des compétences dans tous les domaines de dirigeants élus, et s'appuyant sur son statut de «Meilleur employeur de choix au Canada», Desjardins évolue résolument dans le sens de ses objectifs inscrits dans sa vision à long terme.

Il est reconnu comme un leader de la responsabilité sociale et du développement durable. Desjardins s'est donné 3 priorités qui se traduisent en plans d'action concrets impliquant ses secteurs d'affaires et fonctions de soutien :

- Gamme complète pour la clientèle de masse de produits et services financiers alignés sur les principes du développement durable ; cette gamme vise à soutenir l'efficacité énergétique, la réduction des émissions de gaz à effet de serre et des retombées financières positives pour nos membres et clients ;
- Optimisation de ses propres pratiques de gestion touchant l'efficacité énergétique et l'approvisionnement responsable ;

- Leadership institutionnel pour contribuer à la transition vers une économie verte.

### **Valeurs**

Desjardins a traduit son adhésion aux valeurs et principes coopératifs et ses propres valeurs organisationnelles sous la forme d'une «Promesse Desjardins» envers ses membres et clients visant à vulgariser le sens de sa différence coopérative et à concrétiser son ambition de se classer au Canada dans le Top 3 en matière de satisfaction de sa clientèle. Cette Promesse s'exprime à travers 3 mots clés : *Proche, Engagé, l'Avantage de ses membres et clients.*

Pour que cette différence soit perceptible par eux, Desjardins priorise une compréhension et une adhésion forte de ses dirigeants élus et de ses collaborateurs envers la culture coopérative. Se transmettant de façon organique pendant la majeure partie de son histoire, il veille à la mise en œuvre de mécanismes structurants pour la nourrir. La création de l'Institut coopératif Desjardins, son université d'entreprise, en est un exemple.

### **Partage de pouvoirs**

Chez Desjardins, le pouvoir est partagé et s'exerce par consensus sauf quand des votes formels sont requis. Il s'appuie sur une structure démocratique à trois paliers : local, régional et le Mouvement. Il est également guidé par le principe de subsidiarité qui confie au palier le mieux à même d'assumer une responsabilité, le pouvoir de prendre les décisions afférentes. Au niveau local, la règle «un membre, un vote» s'applique alors qu'au niveau régional et Mouvement, on privilégie celle de la proportionnalité. Ainsi, une caisse locale peut avoir de 1 à 10 délégués aux assemblées générales du Mouvement en fonction du nombre de membres qu'elle regroupe.

Sa gouvernance s'exerce sous l'autorité de la *Loi québécoise sur les coopératives de services financiers* qui fait l'objet d'une refonte pour tenir compte de la nouvelle réalité du marché des services financiers et pour répondre aux impératifs découlant des Accords de Bâle et autres exigences des autorités réglementaires. À l'instar des autres grandes institutions financières coopératives dans le monde, Desjardins a été reconnu en 2014 comme «institution financière d'importance systémique intérieure». Il faut s'attendre de cette nouvelle législation des exigences accrues sur le plan des mécanismes de solidarité financière, de gestion des risques et de leviers d'intervention additionnels de la Fédération pour assurer la discipline du groupe. Desjardins s'inscrit au plan de la gestion des risques dans une culture conservatrice et de vision à long terme. Dans une dynamique où se crée parfois une tension entre les ambitions d'autonomie des caisses locales et la nécessité d'une solidarité de toutes les composantes du groupe, les

dirigeants élus sont de plus en plus appelés à se placer dans une perspective d'agilité et d'interdépendance, exigeant d'eux qu'ils veillent à la prise en compte de la réalité locale tout en développent leur capacité de vision globale du Mouvement.

## Structure démocratique et de gouvernance

La structure de gouvernance des caisses locales est constituée de l'assemblée générale des membres où sont élus les membres du Conseil d'administration et du Conseil de surveillance. Se décide notamment à cette assemblée la répartition des excédents annuels (ristournes individuelles et ristournes collectives aussi appelées «Fonds d'aide au développement du milieu»). Le Conseil d'administration est responsable de l'administration générale de la caisse et le Conseil de surveillance veille à ce que la direction de la caisse assume ses responsabilités au plan coopératif, éthique et déontologique.

La Fédération est l'organisme d'orientation, de planification, de coordination et de surveillance du groupe; sa structure de gouvernance comprend un palier régional et un palier Mouvement où l'assiduité des dirigeants élus est constante.

Le **palier régional** compte deux instances : l'*assemblée générale régionale* qui est le lieu de reddition de comptes sur la performance des caisses d'une région donnée (il y a 17 régions) et le *conseil régional* dont les membres sont élus par l'assemblée générale régionale. Ce conseil est composé de 15 membres, son président siège de façon systématique au Conseil d'administration de la Fédération et son principal pouvoir est d'adopter le plan d'affaires régional.

Le **palier Mouvement** comprend :

- l'Assemblée générale composée des délégués des caisses de la Fédération où la direction rend compte de son administration et où se décident la répartition des excédents, les modes de financement de la Fédération, la

rémunération des membres des instances décisionnelles et les propositions soumises par les caisses locales;

- le Congrès des dirigeants qui se prononce sur des orientations touchant les valeurs, la gouvernance et la finalité coopérative. En 2015, il portera sur le numérique et la capitalisation ;
- l'Assemblée des représentants composée des membres des 17 conseils régionaux et du président du Mouvement;
- le Conseil d'administration qui oriente, planifie et assure la performance et la surveillance du groupe ;
- le Conseil d'éthique et de déontologie (indépendant du conseil d'administration qui édicte les règles déontologiques et émet des avis.

Pour l'appuyer dans son rôle décisionnel, le conseil d'administration de la Fédération s'est doté d'un comité exécutif auquel il délègue des pouvoirs décisionnels et aussi de commissions, dont le mandat est de lui formuler des recommandations dans leurs champs d'action respectifs, soit notamment la gouvernance, l'audit, la gestion des risques, les placements, les ressources humaines et la vie coopérative. Ces commissions ne sont pas décisionnelles.

## Présidence du Mouvement

Marque de sa distinction coopérative, le titulaire de ce poste est élu par l'Assemblée des représentants et son mandat est limité à 8 ans, soit 2 mandats de 4 ans. Le président assume à la fois les fonctions de président du conseil et de chef de la direction. Chez Desjardins, ces deux fonctions sont cumulées au niveau de la Fédération, elles le sont dans les caisses locales et dans les filiales. Le président du Mouvement est gardien de la distinction coopérative du Mouvement et porteur de la vision à long terme. Son élection lui confère une autorité particulière, tant auprès des dirigeants élus des caisses locales que des membres de la direction.

**Pauline D'AMBOISE**

Secrétaire générale et Vice-présidente Gouvernance, Responsabilité sociale

[pauline.damboise@desjardins.com](mailto:pauline.damboise@desjardins.com)

*Mouvement des caisses Desjardins se démarque par sa mission économique et sociale, mais aussi par sa solidité financière et sa vitalité coopérative et démocratique sentie dans les instances du Mouvement. L'évolution qu'il a connue au cours de ses 115 années d'existence démontre sa résilience, sa capacité d'adaptation et d'innovation en réponse à l'évolution des besoins de ses membres et de la société. Reconnu à travers le monde pour être fidèle à ses fondements, il est aujourd'hui appelé à se donner les moyens de faire face à la transformation profonde de l'industrie des services financiers d'après crise financière et de montée du numérique, à tirer parti de son fort ancrage dans les communautés locales et à optimiser son agilité globale. À l'heure de la globalisation et de la montée des attentes citoyennes, il fait face à de nouveaux défis, mais aussi à des leviers de différenciation avantageux et créateurs de valeur qu'il souhaite partager notamment à travers le Sommet international des coopératives. [www.desjardins.com](http://www.desjardins.com)*

## POINT DE VUE INVESTISSEUR

### VIP sight - June 2015 : BUHLMANN'S CORNER

The German law on joint stock companies celebrates its fiftieth anniversary on September 6, 2015. Many of its provisions affected company legislation in other countries, at least up to the 1990s. The rules that became enshrined in law then are today a true reflection today of corporate governance best practice. The separation of company organs into management and supervision is the bedrock on which so-called paritätische Mitbestimmung [equality in co-determination] stands and hinges on the presence of representatives of the capital (namely the employers) and of the company (namely the employees) on the **Supervisory**

**Board**. Outside Germany co-determination is not very popular.

Despite the many reforms, updates and amendments, in particular from the 1980s to the present day (in April 2015 alone there were two), the main guidelines for this law have remained intact, and flexible enough to turn the world upside down.

A former trade-union leader chairs the AGM of the (still) second largest carmaker in the world, a German company listed on the DAX stock-mark index. Some years ago – I can't remember whether it was under Toni Schmücker (the

man who saved Audi) or his successor Carl H. Hahn (Jr) – a similar state of affairs was scuppered at the last minute. Not this time.

At last month's Volkswagen AGM, the capitalists' cards were played by a former trade-union leader – incidentally the most expensive AGM chair of all 2015.

At that point, everyone and their uncle felt impelled to flood the media with their written and vocal comments. But nothing bad happened nor did the world come to an end. Berthold Huber (vice chair of the Volkswagen Supervisory Board) is a pragmatic and responsible man, a trade-union leader of the old school. I shudder to think what the like of Frank Bsirske would have got up to in similar circumstances. Admittedly, the Federal Chancellor in office (at the time of writing Angela Merkel) retains the right to appoint representatives to the VW Supervisory Board. The very idea that the VW board of management is about to be reorganized

by a former trade-unionist and, in the case in point, by the chair of an all-powerful works council is bizarre in the extreme unless, that is, under the table, the levers of power are instead very much in the firm grip of the chair of the board of management (who will soon be standing down).

The AGM went off without a hitch. It would appear that being handed a first assignment consisting of leading a global player by its AGM while it is beset by low earnings in its core business, and dogged by heated, uncertain debate is not such a big deal after all. Who knows why it should be so costly?

Commerzbank could learn something here. The AGM focused on management bonuses – just like the adolescent who asks her mother if she could stay out an extra hour at the disco, and if the answer was going to be “no”, was ready to announce “fine; from now on I'll be staying out an extra hour all the time”.

**Hans-Martin BUHLMANN**

VIP sight Shareholders, [hmbuhlmann@vip-cg.com](mailto:hmbuhlmann@vip-cg.com)

[www.VIPsight.EU](http://www.VIPsight.EU) [www.AGMagenda.com](http://www.AGMagenda.com)

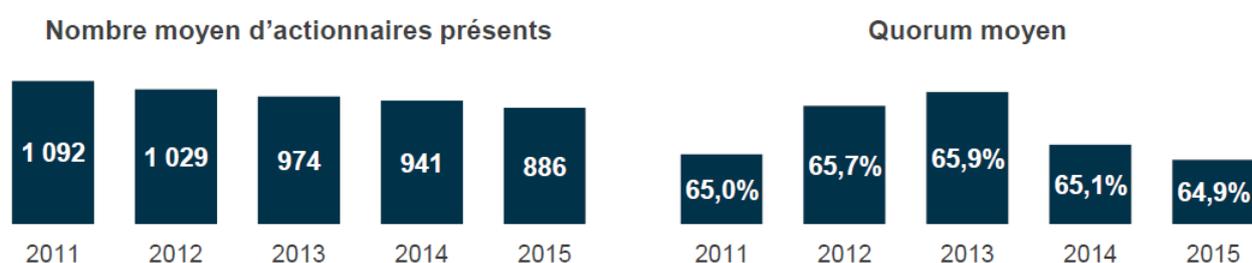
## POUR VOTRE INFORMATION

### BILAN DES ASSEMBLÉES GÉNÉRALES DU CAC 40 BAL DES AG : AUDACE ET VIGILANCE MÈNENT LA DANSE

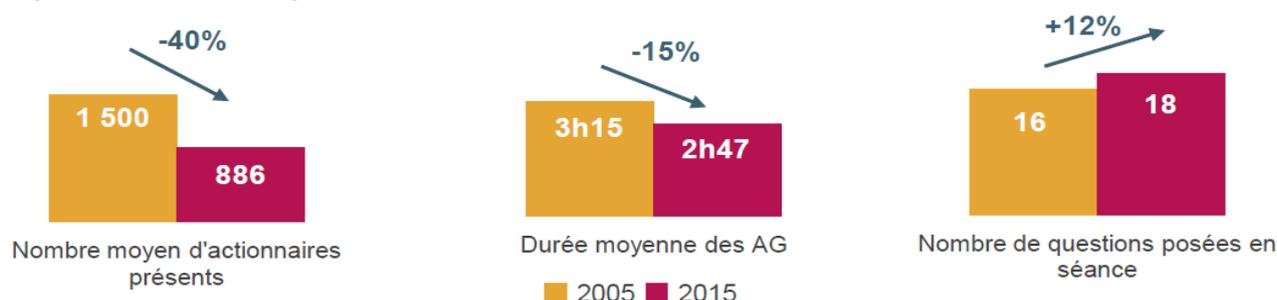
La riche actualité réglementaire en France et en Europe – mise en œuvre de la loi dite « Florange », examen de la Directive sur les droits des actionnaires à la Commission européenne, etc. – a mis les Assemblées Générales 2015 sous les feux des projecteurs. Grâce à leurs résultats exceptionnels et à la vigueur de la Bourse en 2014, les entreprises ont pu faire preuve de plus d'audace cette année face à un public d'actionnaires détendus. Néanmoins, le vote des résolutions et la teneur des débats révèlent que la vigilance est toujours de mise sur les sujets sensibles : pas moins d'une vingtaine de résolutions ont été rejetées en Assemblée Générale en 2015, dont 11 agréées par le Conseil – il n'y en avait eu qu'une seule en 2014 ! Le taux d'approbation des résolutions Say on Pay a quant à lui chuté de -5,34 points par rapport à 2014 à 86,62%.

Cinq enseignements majeurs se dégagent du 10<sup>ème</sup> Bilan annuel des AG CAPITALCOM : 1 • Les actionnaires serrent la vis sur les rémunérations 2 • Mobilisation générale en faveur de l'actionnariat des particuliers 3 • La communication et le marketing, leviers de création de valeur 4 • Les AG sont de plus en plus ouvertes sur l'écosystème de l'entreprise 5 • La startup : un nouveau modèle de croissance ?

### Chiffres clés des AG 2015 des sociétés du CAC 40

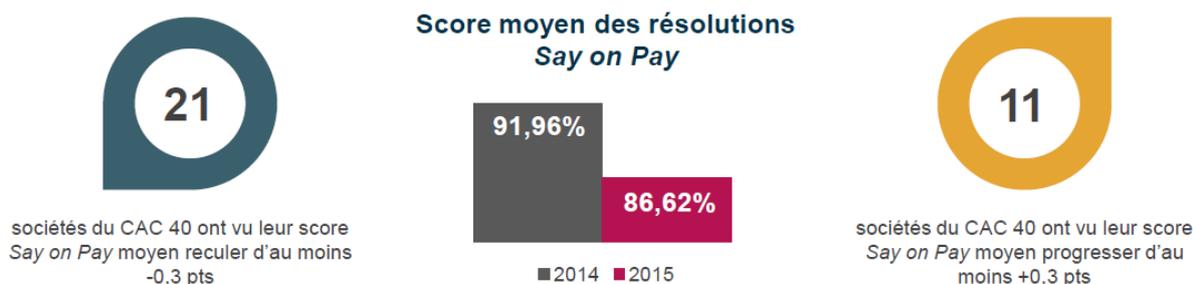


### Quelques évolutions depuis 2005...



## 1 • Les actionnaires serrent la vis sur les rémunérations

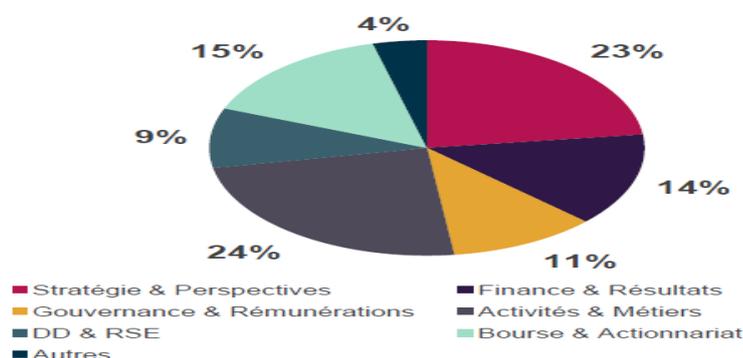
Le taux d'approbation des rémunérations des dirigeants mandataires sociaux du CAC 40 a sensiblement baissé en 2015 à 86,62%, contre 91,96% en 2014 – un recul attendu au regard de l'expérience des pays ayant déjà mis en place le Say on Pay. Il est désormais comparable au taux d'approbation moyen des conventions réglementées portant sur les éléments de rémunération (84,41%), qui constituent souvent des résolutions sensibles avec les plans d'attribution d'actions de performance au bénéfice des dirigeants mandataires sociaux (83,62%). Toutefois, une poignée de sociétés du CAC 40 ont répondu aux attentes des investisseurs qui appelaient à une meilleure mise en valeur du lien entre les montants versés aux dirigeants et les performances financière et extra-financière de l'entreprise. À titre d'exemple, 13 d'entre elles ont communiqué le taux de réalisation des objectifs quantitatifs et qualitatifs déterminant la rémunération variable de leurs dirigeants. Alors que la Commission européenne songe à rendre le Say on Pay contraignant dans le cadre de la révision de la Directive sur les droits des actionnaires, on est tenté de s'interroger sur les conséquences du rejet d'une résolution Say on Pay.



## 2 • Mobilisation générale en faveur de l'actionnariat des particuliers

Le rôle des actionnaires à long terme en France a suscité de riches échanges en Assemblée Générale dans un contexte marqué par la mise en œuvre de la loi dite « Florange », l'appel d'Emmanuel Macron en faveur d'un renouveau de la démocratie actionnariale et la mobilisation des acteurs de la Place de Paris en faveur de l'épargne en actions, à l'image de l'Observatoire des Actionnaires d'Avenir. Utilisant l'AG comme une tribune, certaines sociétés – comme Air Liquide ou Legrand – ont plaidé en faveur du principe « une action, une voix » et de la neutralité du Conseil d'Administration. Douze des quatorze sociétés du CAC 40 concernées par cette loi ont déposé une résolution visant à rétablir le droit de vote simple ; elle a été approuvée par les actionnaires dans huit sociétés en moyenne à 95,07%. La plupart d'entre elles ont développé l'importance qu'elles prêtent à l'actionnariat des particuliers dont la fidélité est un atout dans la conduite de stratégie et de programmes d'investissement sur le long terme – en toute indépendance, le développement de la part des individuels au capital constituant une mesure efficace contre les OPA. Les actionnaires ont su saisir cette opportunité pour interroger les dirigeants sur les mesures concrètes qu'ils envisagent de mettre en œuvre pour attirer de nouveaux actionnaires : 8,3% des questions posées, soit 1 question sur 12, a porté sur la création de primes de fidélité, la division de la valeur nominale de l'action, l'évolution de la structure du capital ou l'opéabilité de la société, etc. contre 4,9% en 2014. C'est tout particulièrement le cas pour les Assemblées Générales Lafarge et Alcatel Lucent – qui tenaient probablement leur dernière AG en France cette année – dont les projets de fusion ont passionné les actionnaires.

### Répartition des questions par thèmes



## 3 • La communication et le marketing, leviers de la création de valeur

Pour la première fois en 2015, les enjeux marketing et la communication ont fait l'objet d'un éclairage dans la quasi-totalité des sociétés du CAC 40, tous secteurs confondus : coulisses du changement de nom chez ENGIE, nouvelles campagnes publicitaires chez Essilor, LVMH ou Unibail-Rodamco, caractéristiques du positionnement des marques chez PSA Peugeot Citroën ou Renault, tactique sur les réseaux sociaux chez Vivendi, etc. En effet, les sociétés françaises ont été nombreuses à adopter une stratégie de « premiumisation » pour faire face à la concurrence à bas coûts et les dirigeants ont tenté d'expliquer cette montée en valeur à leurs actionnaires, notamment avec l'intervention d'experts opérationnels et la démonstration de produits ou de solutions en séance et dans le hall d'émargement. On observe ainsi la multiplication des mini-showrooms mettant en valeur les atouts de la société – 15 sociétés contre 9 en 2014 – en présence de collaborateurs avec lesquels les actionnaires ont la possibilité d'échanger. Application mobile dédiée aux actionnaires (ENGIE), rapport interactif (L'Oréal),

anniversaire participatif (Saint-Gobain), avis de convocation digitaux (Air Liquide et Legrand)... les nouveaux outils numériques du dispositif de communication avec les actionnaires reflètent cette évolution et mettent en valeur la capacité de l'entreprise à s'approprier les nouveaux codes de la relation avec les clients pour les séduire. Plusieurs dirigeants sont revenus sur l'ambiguïté du statut de l'actionnaire vis-à-vis de l'entreprise : il s'agit aussi, souvent, d'un consommateur ou d'un prescripteur !

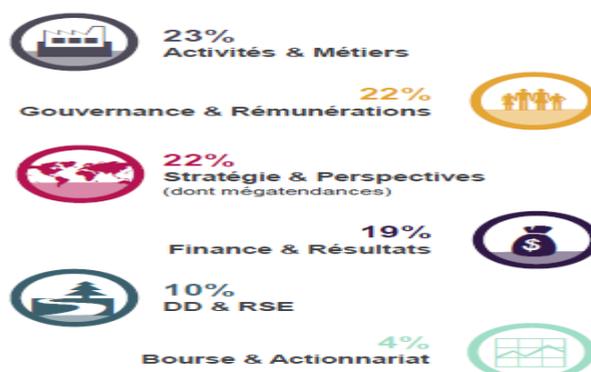
#### 4 • Les AG sont de plus en plus ouvertes sur l'écosystème de l'entreprise

Face à un environnement de plus en plus complexe, les dirigeants ont fait le point avec les actionnaires sur les mégatendances structurant les marchés dans lesquels ils opèrent : révolution digitale, turbulences sur le marché des changes, retour de la croissance en Europe occidentale, tensions géopolitique en Europe de l'Est et au Moyen-Orient, etc. Ainsi, les présentations financières ont été retraitées dans une douzaine de sociétés (ex. éléments exceptionnels tels que les grèves, conséquence des variations du climat, du prix des matières premières ou des changes, etc.) ce qui a parfois suscité l'agacement des actionnaires, soucieux d'évaluer la création de valeur réelle au cours de l'exercice. En corollaire, on constate un saut qualitatif dans le traitement de la RSE : les sociétés du CAC 40 se sont efforcées de mieux l'intégrer à la présentation de la stratégie ou des activités. Elles ont mis l'accent sur leur engagement sociétal autour de thématiques telles que la lutte contre le changement climatique dans le cadre de la COP 21 ou le partage de la valeur à travers le monde. Les actionnaires sont sensibles à cette démarche, en témoigne le succès de la « résolution de l'arbre » chez Accor qui a été adoptée à 96,92% ! Plusieurs activistes ont par ailleurs saisi l'opportunité de l'AG pour interpeller les dirigeants : « Comptez-vous mettre un terme au financement de l'exploitation du charbon ? », « Quelles sont les bonnes pratiques mises en place pour permettre aux femmes d'accéder aux postes à responsabilité ? », « Pourquoi n'êtes vous pas partenaire de la COP 21 ? », etc.

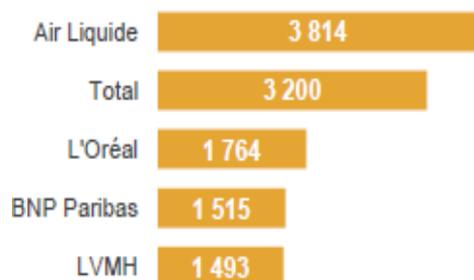
#### 5 • La startup : un nouveau modèle de croissance ?

2015 est une année charnière qui marque l'arrivée à échéance et le lancement de plans stratégiques dans une dizaine d'entreprises du CAC 40, comme chez Orange ou Valeo. Une figure se dégage tout particulièrement dans le discours des dirigeants sur la stratégie : celle de la startup – le buzzword de la saison – à laquelle toutes les multinationales veulent ressembler pour son agilité et sa capacité d'innovation. Ainsi, 21 sociétés (58% des entreprises suivies) ont mis en avant leur capacité à attirer à eux les petites entreprises innovantes, les incubent ou les absorbent et les faire grandir ; les groupes les plus agiles multiplient les partenariats avec d'autres acteurs d'échelle inférieure – voire sollicitent la créativité de leurs salariés – pour s'adapter aux ruptures technologiques, assouplir leur organisation et développer leur innovation sociale. Depuis l'atmosphère feutrée de l'Assemblée Générale, assistons-nous au bouleversement du schéma économique des grandes entreprises françaises à moyen terme ?

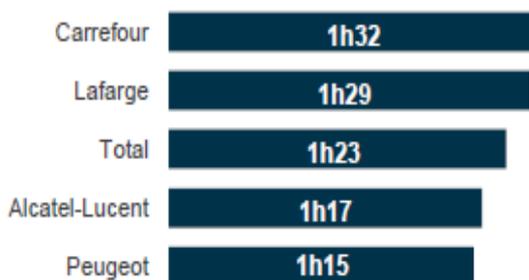
Répartition des conducteurs des AG 2015 par thème



Top 5 des AG les plus fréquentées



Top 5 des débats les plus longs



### DISPROPORTIONATE OWNERSHIP AND REWARD MECHANISMS (AN INSTITUTIONAL INVESTOR'S PERSPECTIVE)

#### One Share One Vote

As a global investor, F&C supports the fundamental principle of “one share one vote”, under which voting rights match a shareowner’s economic interest in the company. We believe that disproportionate ownership and reward mechanisms, such as differential voting rights or loyalty dividends that are gaining momentum in Europe (and globally) and are being promoted as a way to encourage long-termism in financial markets, are misguided and are not in the interests of companies and their shareholders. We believe the “one share one vote” principle works best for listed companies and their shareholders for the following reasons: • Allows equal treatment of all shareholders in the company • Voting rights (and, therefore, influence/control) are proportionate to economic interest and to the risk associated with the investment; • Reduces the risk of conflicts of interest and disproportionate influence of significant shareholders • Promotes the interests of minority shareholders • Offers transparency of the share ownership structure and changes in voting rights

#### Institutional Investors and Long-Termism

The general premise that seems to underpin arguments in favor of the disproportionate ownership and reward mechanisms is that institutional investors are primarily interested in short-term share price performance at the expense of long-term value creation. We do not agree. It is important to remember that institutional investors serve a broad range of clients with varying investment objectives and time horizons. As a result, they use a range of legitimate investment strategies, which contribute to the proper functioning of equity markets. Many traditional asset managers pursue classic buy and hold strategies. There is no incentive for such an asset manager to ‘churn’ a portfolio, as the cost of high portfolio turnover has an adverse effect on the client’s cost base, reduces the client returns and increases the risk of losing clients and management fee income. At the same time, acting in clients’ best interests, asset managers must be in a position to sell a company’s securities (e.g. to meet client redemptions, due to operational performance not meeting expectations, to maximize client value, etc.). Finally, exercising voting rights in a responsible way is expensive. Costs associated with proxy voting include: fees paid to custodians/intermediaries for distributing meeting information, generating ballots and processing votes; access to electronic voting platforms; proxy research; voting administration; and specialist resources dedicated to taking informed voting decisions and dialogue with companies. The fact that a growing number of institutional investors vote their global holdings reflects the increasing value they attribute to voting rights and the increasing long-term commitment to stewardship.

#### Investment Risks for Institutional Investors Associated with Differential Voting Rights

Differential voting rights increase investment risk by distorting the market, reducing the attractiveness of companies for institutional investors and increasing equity risk premium. The voting record on resolutions related to

double-voting rights and loyalty shares in France and Italy have demonstrated an overwhelming support for the “one share one vote” principle by institutional investors. This is because differential voting rights: • Offer advantage to certain types of shareholders (e.g. controlling and so called “reference” shareholders; founding families; management; other related parties; governments; employees; and activist funds) at the expense of institutional investors, who usually take minority stakes. This has little to do with the length of holding by institutional investors, which often significantly exceeds the two-year period that, under existing systems, typically entitles the holder to enhanced voting rights, but is due to practical issues affecting the institutional investors’ ability to receive double-voting rights/loyalty shares (please see below). • Create misalignment between economic interest in the company and associated investment risk, and the power to influence strategy, governance and major decisions.

• Create a risk of creeping control where certain entities can obtain de-facto control without paying the takeover premium.

• Dilute the board/management’s accountability to minority shareholders; entrench management, leading to deterioration of governance and quality of board oversight. • Insulate companies from market forces, e.g. serve as anti-takeover mechanisms.

• Increase conflicts of interest between minority and “reference” shareholders around major transactions. • Create incentives for large shareholders to sell their controlling stake at a premium that is not available to other shareholders (e.g. where double-voting rights are transferable). • Reduce transparency around ownership and control. • If widely adopted by the company’s shareholder base, reduces liquidity, which in turn increases investment risk and the cost of capital for the company. Contrary to their stated objective of encouraging long-termism, differential voting rights can actually encourage short-term behavior, by reducing the incentive for dialogue between the company and its investors and making a quick exit from the stock the only viable option in cases of underperformance or difference of opinion over strategy. Furthermore, weaker performance and a reduced focus on shareholder returns, which are usually associated with entrenched management, will have a negative impact on the market and the broader economy as investors start seeking higher returns elsewhere. There are many examples where both the company and its minority shareholders benefit from the greater stability and commitment to the business brought in by a controlling/significant shareholder. In our experience, this can lead to enhanced performance when the economic interests of major and minority shareholders are aligned in the short-, medium- and longer-term. A mere enhancement of voting power does not necessarily deliver similar outcomes, but reduces the ability of minority shareholders to address any misalignment of interests that may occur over time, thus increasing investment risk. Applying loyalty shares only to certain types of resolutions (an option

available to issuers in Italy) will further reduce transparency and create additional uncertainty and complexity that will increase investment risk tribute to voting rights and the increasing long-term commitment to stewardship.

Loyalty dividends potentially create less distortion than differential voting rights, but are subject to the same administrative and cost barriers that render double-voting rights/loyalty shares impractical for institutional investors as described below. Furthermore, loyalty dividends could create bias towards income fund investors, which may not be always appropriate.

### **Practical Obstacles to Gaining Double-Voting Rights**

As referred to above, there are a number of practical hurdles preventing large institutional investors (even those who do not oppose the concept on philosophical grounds) from benefiting from double-voting rights and loyalty shares: 1. The registration process, currently required in all markets with double-voting rights/loyalty shares, involves additional costs and increases settlement periods where the sale of shares is required. This makes the process expensive, administratively burdensome for large investment managers with hundreds or thousands of holdings, and involves greater risk for funds with high liquidity needs (e.g. open-ended collective investment vehicles such as SICAVs and OEICs). This explains the low uptake of double-voting rights by institutional investors running segregated mandates and by open-ended investment funds. 2. The principle behind double-voting rights and its purported appeal as an instrument that can encourage long-termism is premised on the ability to identify the beneficial owners of shares. Yet there is no clear and consistent concept of beneficial ownership across the EU markets. Neither is there a cost-effective way of tracing shares to their ultimate beneficial owners in a pooled account. 3. The registration process already entails substantial complexities and costs for segregated accounts with easily identifiable beneficial owners behind the nominee name. Pooled funds - a structure used for passive mandates and collective investment vehicles to achieve economies of scale and reduce costs - are effectively precluded from registering for double voting rights due to the further administrative burden and costs associated with linking shares in the pool to an ultimate beneficial owner in order to correctly assign double-voting rights/loyalty shares. 4. Finally, and ironically, registration for double-voting rights might preclude investors from exercising these rights. Our understanding is that custodians in the voting chain may not proactively check for and record multiple voting rights eligibility. In such cases it is incumbent upon the investor to reach out to the custodians to notify them of gaining multiple voting rights via a manual process. While we understand that this is not a universal practice, this suggests poor understanding of the administration of double-voting rights by intermediaries who do not always integrate them in the electronic proxy voting processes. These administrative/technical obstacles are significant, and have so far precluded institutional investors, especially passive managers and asset owners, from accessing the benefits of differential voting rights and

Contact F&C Investments Ltd, London:

**Eugenia UNANYANTS-JACKSON:** Director, Governance & Sustainable Investment: [eugenia.jackson@fandc.com](mailto:eugenia.jackson@fandc.com)

**Kalina LAZAROVA:** Associate Director, Governance and Sustainable Investment: [kalina.lazarova@fandc.com](mailto:kalina.lazarova@fandc.com)

loyalty dividends. At the same time, these are precisely the kind of investors with long-term investment horizons and commitment to stewardship that companies wish to have on their register. We are aware that serious work is underway to find solutions to these obstacles. While alternative methods are emerging that may make the process more efficient for certain fund structures (e.g. segregated accounts), institutional investors will need a cost-effective system that would link each share with its beneficial owner (defined in the same way globally), determine the duration of holding, assign double-voting rights, and update company disclosures in a seamless and fully automated way, in order to have equal access to the disproportionate ownership and reward mechanisms currently enjoyed by non-institutional investors.

### **Alternative Solutions to Encourage Long-Term Approach**

Strengthening shareholder relations and encouragement of long-term thinking are often seen as the key benefits of differential voting rights systems. We believe that these can be achieved more effectively through alternative approaches that genuinely encourage long-termism in financial markets without disenfranchising any type of shareholder. Such solutions include:

- Ensuring alignment of investment strategies with the profile and duration of clients' liabilities. Most institutional investors have both long-term and short-term liabilities that drive asset allocation, investment time horizons and preferred investment strategies. Asset owners should consider, where appropriate, longer-term investment strategies and adjusting asset managers' mandates, performance periods and incentive structures to reflect longer-term performance objectives.
- Ensuring effective monitoring of asset managers by their clients to verify that investment decisions, processes and cost/level of portfolio turnover are consistent with the agreed strategy.
- Encouraging a greater number of traditional long-term investors to act as responsible owners through the exercise of voting rights and engagement with investee companies. This may be achieved by making stewardship a critical component of investment management agreements.
- Encouraging companies to communicate their long-term strategy for growth and key long-term value drivers.
- Reducing emphasis on quarterly reporting. Reporting on short-term performance in the context of long-term objectives.
- Reducing emphasis on sell-side broker relationships and fostering direct communication with investors by both executive management and non-executive directors.
- Aligning executive remuneration with long-term performance goals and investor expectations.
- Reviewing tax incentives for long-term investors.

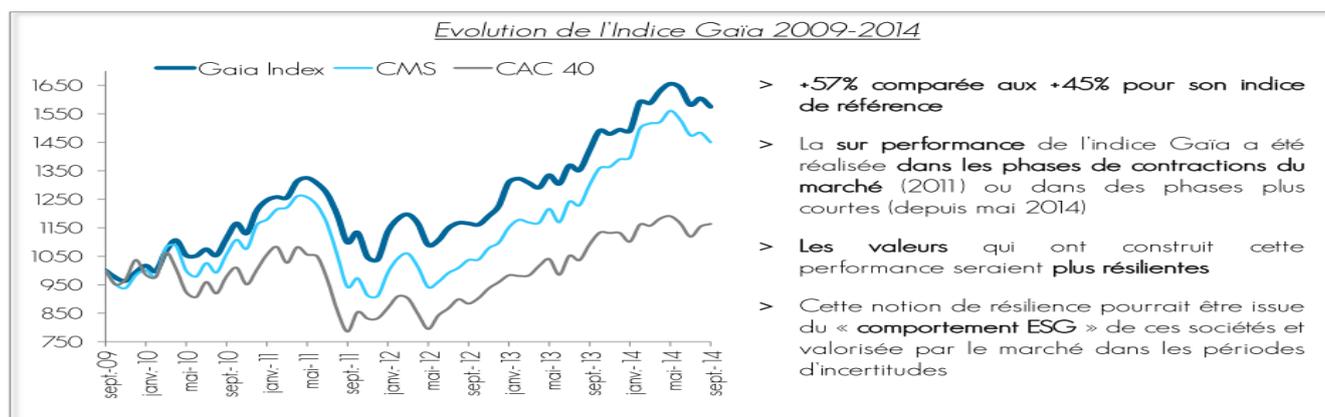
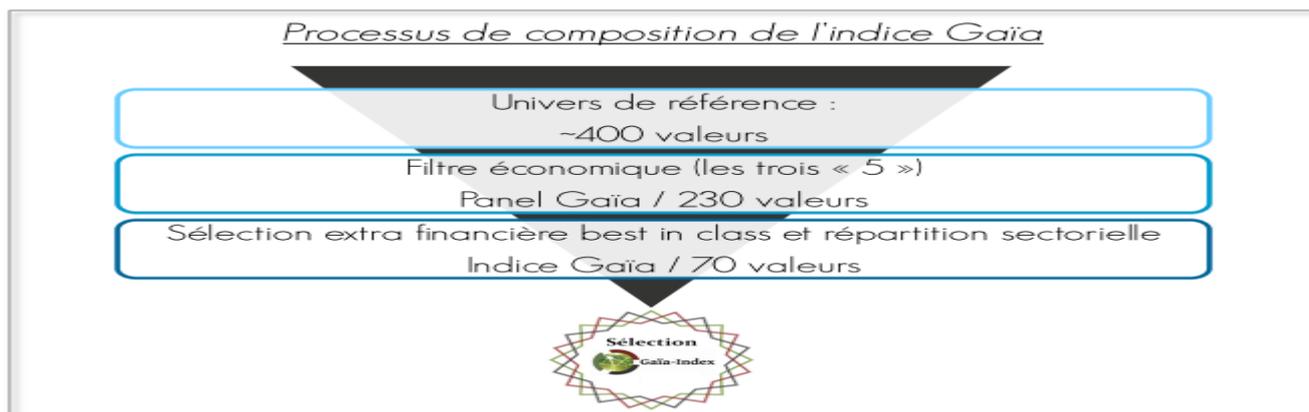
We note that many of the above proposals are being considered as a part of the amendments to the Shareholder Rights Directive, which we welcome. We recommend that EU policy-makers and national governments globally focus on encouraging appropriate behavior as suggested above, instead of using blunt instruments that favor certain types of shareholders over others and are unlikely to achieve the desired objective.

## POUR VOTRE INFORMATION

### GAIA INDEX : LANCEMENT DE LA CAMPAGNE 2015

Pour la 7<sup>e</sup> année consécutive, EthiFinance lance la campagne GAIA Index. **230 Entreprises de Taille Intermédiaire (ETI) cotées françaises vont être évaluées sur leur performance en matière de Responsabilité Sociale d'Entreprise (RSE).**

La campagne a démarré à la fin du mois de mai 2015. Environ 25 000 données sur 120 critères seront collectées afin d'analyser les avancées et la transparence des entreprises sur les enjeux de RSE (gouvernance, social, environnement, parties prenantes externes). La campagne s'achèvera le 15 octobre prochain par une cérémonie de clôture qui dévoilera les meilleures valeurs de l'indice GAIA 2015, constitué des 70 entreprises jugées les plus transparentes et les plus avancées en matière de RSE parmi le panel des 230 ETI. Créé en 2009 et actualisé chaque année l'Indice Gaïa surperforme le CAC et le CMS, et les entreprises qui le composent apparaissent plus résilientes dans les phases de contractions du marché ou dans les phases plus courtes. L'élaboration de cet Indice permet donc aux investisseurs d'appuyer leur décision d'investissement sur des aspects complémentaires de la pérennité des sociétés qui composent leur portefeuille.



### ► RÉFÉRENTIEL D'ANALYSE

- 3 macro-secteurs de comparaison : Industrie, Services, Distribution
- 4 thèmes : Gouvernance, Social, Environnement, Parties Prenantes Externes (clients, fournisseurs, produits)
- 119 critères (dont 10 critères sectoriels) cohérents vis-à-vis des normes de référence (GRI, art. 225)
- Critères ayant traits aux politiques, systèmes et résultats

Référentiel Gaïa-Index				
Données économiques	Gouvernance	Social	Environnement	Parties Prenantes Externes
13 critères analysés 0 critères notés	44 critères analysés 21 critères notés	31 critères analysés 22 critères notés	22 critères analysés 15 critères notés	9 critères analysés 4 critères notés
119 critères analysés 63 critères notés				

## ► TOP 5 PAR CATÉGORIE DE CHIFFRE D'AFFAIRES

	CA < 150 M€	CA 150 - 500 M€	CA > 500 M€
1	Solucom	Vétoquinol	Gecina*
2	HighCo	Parrot	TFI
3	Infotel*	Toupargel Groupe	Fleury Michon Manitou* Rémy Cointreau*
4	Mercialys*	Prodware	Klepierre*
5	Astellia	Séché Environnement*	Bonduelle*

Légende : \* Nouveaux entrants Top 5

## ► TOP 5 PAR SECTEUR D'ACTIVITÉ

	Industrie	Distribution	Services
1	Fleury Michon Manitou* Rémy Cointreau*	VM Matériaux*	Gecina *
2	Bonduelle	Norbert Dentressangle* Toupargel Groupe	TFI
3	Bic	Groupe Fnac*	Klépierre*
4	Vétoquinol*	Manutan International	Bull
5	Fromageries Bel Groupe Eurotunnel Groupe Seb*	Thermador Groupe	Sopra Group

Légende : \* Nouveaux entrants Top 5

Pour plus d'informations

Raphaël DELEARDE : [raphael.delearde@gaia-index.com](mailto:raphael.delearde@gaia-index.com)

[www.gaia-index.com](http://www.gaia-index.com) [www.ethifinance.com](http://www.ethifinance.com)

## AVIS D'EXPERT

### LE FINANCEMENT PARTICIPATIF (CROWDFUNDING)

Le crowdfunding, appelé également financement participatif, est une technique de financement de projets de création d'entreprise qui utilise internet comme support de mise en relation entre les porteurs de projet et les personnes souhaitant investir dans ces projets. Pratique ancienne, le financement participatif fait l'objet actuellement d'un large engouement en raison de sa simplicité de fonctionnement et des difficultés que rencontrent certains créateurs à trouver des financements pour leurs petits projets. Le dispositif de la finance participative repose sur l'intervention de trois acteurs : • l'épargnant qui souhaite investir des fonds dans un projet ; • le porteur d'un projet de création d'entreprise qui ne possède pas les fonds nécessaires au démarrage de son activité et ne souhaite pas faire appel au crédit bancaire ; • une plateforme dédiée qui permet à l'épargnant et au porteur d'un projet de se rencontrer. Les projets sont présentés sur la plateforme par leurs porteurs ; les épargnants choisissent de financer celui (ou ceux) qui leur plaisent à hauteur de ce qu'ils souhaitent investir. Cette forme de financement présente pour l'épargnant l'avantage de la transparence et de la simplicité ; pour les porteurs de projets, elle est un moyen de faire baisser le coût des fonds propres. Le financement participatif s'intéresse à toutes les sortes de projets. Généralement, les sites de mise en relation sont thématiques : projets culturels, sociaux, environnementaux, innovants, numériques, etc.. Le financement participatif a permis de lever plus de 3 milliards de dollars de capitaux en 2013, soit plus du double de 2012, selon des données officielles. Ce marché est dominé par au plan mondial par les États-Unis (60 % des montants en 2012) et au niveau européen par le Royaume-Uni (15 à 30 fois plus de capitaux levés qu'en France en 2012). Les sommes investies portent sur de faibles montants. À titre d'exemple, le candidat Barack Obama a levé 150 millions de dollars pour sa campagne électorale, avec une moyenne des dons de 80 dollars. Les plateformes prennent une commission sur le montant des sommes récoltées qui varie généralement entre 5 % à 12 %. Trois formes d'apports peuvent être proposées aux investisseurs : • un don modique appelé aussi « présent d'usage ». La rémunération de l'épargnant est sans contrepartie financière : ce peut être un objet, une entrée gratuite pour un spectacle, etc. • une participation aux fonds propres de la société créée. La rémunération de l'investisseur se fera alors par le versement de dividendes ou par la plus-value réalisée lors de la cession ultérieure des titres. • un prêt. Les prêts à intérêts ne pouvant être proposés que par des établissements de crédit agréés par la Banque de France, seule la collecte de prêts sans intérêts est ouverte aux plateformes. La réglementation bancaire et fiscale est source de contraintes importantes pour les structures proposant des plateformes de financement qui doivent obéir à différentes règles : • règles prudentielles identiques à celles des établissements bancaires : identification détaillée de l'épargnant (justificatifs d'identité et de domicile), contrôles anti-blanchiment, anti-terrorisme, etc. • règles de contrôle de la qualification des investisseurs : bien que les montants investis soient faibles, le financement participatif est considéré comme un investissement à risque. Cet

encadrement législatif et réglementaire constituant un obstacle juridique au développement du financement participatif (I), le législateur français a introduit par une ordonnance du 30 mai 2014 un statut novateur (II).

## I – Les obstacles au développement du financement participatif

Les obstacles au développement du financement participatif sont d'ordre financier (A) et d'ordre juridique (B).

### A – Risques financiers

Les risques financiers sont liés tant à la qualité intrinsèque du projet financé, qu'au risque de détournement des fonds par la plateforme ou par le porteur du projet. Une information loyale et exhaustive portant sur les entreprises et sur les projets à financer doit être délivrée par l'administrateur de la plateforme aux investisseurs, en adéquation avec leur profil. Un suivi de l'affectation des fonds doit également être mené afin de contrôler le bon usage des fonds par la plateforme et par le porteur du projet. Un dispositif de garantie doit être institué afin de s'assurer que le projet est sérieux, réel, que les fonds seront effectivement remis aux porteurs de projets puis restitués aux investisseurs. L'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV/IOSCO) a publié, le 5 février 2014, un intéressant rapport sur les risques et les points positifs du financement participatif à rendement financier ("financial return crowdfunding"). Le rapport fournit une vue d'ensemble de l'industrie du crowdfunding accompagné d'une cartographie du paysage réglementaire mondial. Il vise à identifier les problématiques liées à la protection des investisseurs et à déterminer si le crowdfunding constitue un risque systémique pour le secteur financier mondial. Ce rapport se concentre tout particulièrement sur le financement participatif à rendement financier, fondé sur le prêt entre particuliers et le financement participatif de capital. L'OICV considère que le financement participatif à rendement financier est un type de financement qui pourrait stimuler la reprise économique en facilitant l'apport de capitaux aux PME, sous réserve qu'une protection des investisseurs puisse être assurée. Le rapport de l'OICV identifie en premier lieu les principaux avantages du financement participatif à rendement financier, en relevant que ce type de financement : - soutient la croissance économique par le biais d'un afflux de crédit aux PME et aux autres acteurs de l'économie réelle ; - comble un manque de crédit engendré par les banques ; - propose de plus faibles coûts de capital/haut rendement, le rendement s'effectuant sur une base de coûts plus faible ; - constitue un nouveau produit de diversification de portefeuille.

Selon l'OICV, les principaux risques sont les suivants : - le risque de défaut ; - le risque de plate-forme ; - le risque de fraude ; - le risque d'illiquidité ; - le risque d'inexpérience des investisseurs. De cette mise en corrélation entre les avantages et inconvénients de ce type de financement, le rapport conclut que le marché du financement participatif à rendement financier ne représente pas un risque systémique pour le secteur financier mondial. Toutefois, le rapport précise que dans le cadre de la mondialisation des sources de financement, il sera nécessaire de procéder à une harmonisation contractuelle et juridique au plan international et de mettre en place des mécanismes de règlement des différends. L'absence de cadre juridique adapté et uniformisé fragilise le développement du financement participatif.

### B – Contraintes juridiques

Un Guide du financement participatif à destination des plates-formes et des porteurs de projet, publié en 2013 par l'AMF et par l'ACP dresse la liste des principales contraintes juridiques qui pèsent sur les trois formes de financement participatif, dans le cadre de dons (1), de financement participatif à rendement financier (2) et du financement participatif de capital (3). 1- Récolter des dons Les plates-formes de crowdfunding qui récoltent des dons ou des contributions peuvent proposer en contrepartie une rétribution pécuniaire ou pécuniaire.

La rétribution pécuniaire est généralement conditionnelle reposant sur la réussite du projet financé (par exemple, pour un film, sur le nombre d'entrées réalisées). Par cette activité, la plate-forme fournit un service de paiement (a), qui nécessite un agrément (b).

#### a. La fourniture de services de paiement

Lorsque les fonds collectés par la plate-forme sont portés sur un compte ad hoc ouvert au nom de l'investisseur auprès d'un teneur de compte puis sont libérés au profit des bénéficiaires au jour où la totalité des dons ou contributions nécessaires à la réalisation du projet ont été réunis c'est une activité d'intermédiaire financier qui est assurée par la fourniture de services de paiement suivants : - l'acquisition d'ordres de paiement (service de paiement visé au 5° du II de l'article L. 314-1 du code monétaire et financier) ; - l'exécution d'opérations de virement associée à la gestion d'un compte de paiement (service de paiement prévu au c du 3° du II de l'article L. 314-1 du code monétaire et financier).

#### b. Les prestataires agréés pour fournir des services de paiement

La fourniture de services de paiement à titre de profession habituelle est réservée aux prestataires de services de paiement habilités à intervenir en France. Cette habilitation suppose la délivrance par l'Autorité de contrôle prudentiel d'un agrément d'établissement de paiement en application de l'article L. 522-6 ou la réalisation des formalités du passeport européen prévues aux articles L. 522-12 et suivants du même code.

Si la plate-forme agit pour le compte d'un partenaire prestataire de services de paiement agréé, elle a un statut d'agent lié. L'activité d'encaissement de fonds pour le compte de tiers peut être confiée, dans le cadre d'un partenariat, à un prestataire de services de paiement (PSP) agréé ; la plate-forme de crowdfunding agira au nom et pour le compte du PSP en qualité d'agent de services de paiement, conformément aux articles L. 523-1 et suivants du code monétaire et financier. Une exemption d'agrément au titre d'un « éventail limité de biens ou services » est possible sous certaines conditions.

L'article L. 521-3 du code monétaire et financier prévoit une exemption d'agrément dans le cas d'une entreprise qui fournit des services de paiement fondés sur des moyens de paiement qui ne sont acceptés, pour l'acquisition de biens ou de services, que dans les locaux de cette entreprise ou, dans le cadre d'un accord commercial avec elle, dans un réseau limité de personnes acceptant ces moyens de paiement ou pour un éventail limité de biens ou de services.

## II – Le nouveau statut du financement participatif en droit français

L'ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif (Ord. n° 2014-559, 30 mai 2014 : Journal Officiel 31 Mai 2014), prise sur le fondement de l'article 1<sup>er</sup> de la loi n° 2014-1 du 2 janvier 2014, crée un cadre juridique adapté à ce nouveau mode de financement. Cette ordonnance introduit une distinction entre deux types de plates-formes de financement participatif : les plates-formes de financement participatif qui proposent des titres aux investisseurs sur un site internet ; ces plates-formes exerceront leur activité en tant que conseillers en investissements participatifs, nouveau statut créé par l'ordonnance, ou en tant que prestataires de services d'investissement (A) ; les plates-formes de financement participatif qui proposent à des particuliers, sur un site internet, le financement de projets sous forme de prêts, qu'ils soient rémunérés ou non ; ces plates-formes exerceront leur activité en tant qu'intermédiaires en financement participatif, nouveau statut créé par l'ordonnance (B).

### A- Le financement participatif sous forme de titres financiers ("crowd-equity")

Pour développer le financement participatif sous forme de titres financiers ("crowd-equity"), l'ordonnance prévoit un nouveau statut de conseiller en investissements participatifs. Les plateformes pourront proposer des offres de titres financiers sans avoir l'obligation d'établir un prospectus. Ce nouveau mode de financement est ouvert aux sociétés par actions simplifiées, ce qui va permettre à de petites structures sociétaires d'en bénéficier. L'ordonnance prévoit les règles de compétence et d'honorabilité pour les dirigeants de ces plates-formes. Des règles de bonne conduite sont prévues dans la délivrance des conseils aux clients, par exemple en matière de présentation des risques, de réalisation de tests d'adéquation, de transparence sur les prestations fournies aux émetteurs et les frais perçus, dans la gestion des conflits d'intérêts (article 1<sup>er</sup>). Ces professionnels sont également soumis aux dispositions du code monétaire et financier pour ce qui concerne le démarchage bancaire (articles 2 et 3), les obligations relatives à la lutte contre le blanchiment et le financement des activités terroristes (article 6). Les plates-formes sont contrôlées par l'association professionnelle agréée à laquelle elles adhèrent (article 9) ainsi que par l'AMF (article 8). L'ordonnance prévoit la compétence de la commission des sanctions de l'AMF (article 10) et assujettit, au titre de ce contrôle, les conseillers en investissements participatifs au paiement d'une contribution (article 7). L'ordonnance adapte le régime et le périmètre des offres au public de titres financiers réalisées dans le cadre du financement participatif. Une nouvelle exemption de publication d'un prospectus est introduite pour les offres de titres financiers réalisées par l'intermédiaire de plates-formes de financement participatif (conseillers en investissements financiers ou prestataires de services d'investissement). Une information minimale doit être délivrée aux investisseurs par la plate-forme sur son site internet. Les sociétés qui recourent à ce mode de financement ne pourront pas opter pour la confidentialité de leurs comptes (article 11). L'ordonnance prévoit la possibilité pour les sociétés par actions simplifiées de procéder à des offres de titres financiers lorsqu'elles sont proposées par une plate-forme de financement participatif et

sous réserve de respecter certaines exigences statutaires en ce qui concerne les droits de vote, la répartition des compétences, de quorum et de majorité des assemblées générales ordinaires et extraordinaires et les règles d'organisation des assemblées générales (articles 13 et 14).

### B- Le financement participatif sous forme de prêts ou de dons

L'ordonnance permet à des particuliers de financer directement les entreprises en leur accordant des crédits, par dérogation au monopole bancaire. Les personnes à la recherche de financement pour un projet le présenteront sur une plateforme internet de prêt agréée, qui aura le statut «d'intermédiaire en financement participatif ». Les plateformes de dons pourront aussi adopter ce statut d'intermédiaire en financement participatif. Ces établissements, agréés et contrôlés par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution ainsi que surveillés par la Banque de France dans le cadre de sa mission de surveillance des moyens de paiement, sont soumis à un capital minimum réduit et sont dispensés des règles de fonds propres et de contrôle interne, à l'exception de celles relatives à l'externalisation des prestations essentielles et à la protection des fonds (article 16). Ce statut est ouvert à d'autres intermédiaires financiers. L'ordonnance définit les activités que sont susceptibles de fournir ces intermédiaires en financement participatif. Il s'agit de la mise en relation, par l'intermédiaire d'un site internet, des prêteurs (ou donateurs) et des porteurs de projets. À ce titre, ils pourront proposer à des particuliers de contribuer au financement de projets professionnels ou de besoins de formation par des prêts rémunérés, des prêts sans intérêt et des dons. Pour le financement d'autres projets, seuls les prêts sans intérêt, sous réserve qu'ils ne constituent pas des crédits à la consommation, ou les dons seront possibles. Les plafonds des prêts sans intérêt et avec intérêt que chaque prêteur pourra consentir seront fixés par voie réglementaire ainsi que le total du montant du prêt consenti par emprunteur. Les intermédiaires en financement participatif peuvent procéder à des transferts de fonds, s'ils sont agréés comme prestataires de services de paiement. Les dirigeants des plates-formes sont soumis à des conditions d'honorabilité et de compétence professionnelle et les plates-formes sont soumises à une obligation d'assurance à compter du 1<sup>er</sup> juillet 2016. Elles doivent également respecter des règles de bonne conduite. À ce titre, elles sont notamment assujetties à des obligations de transparence sur la manière dont elles sélectionnent les projets, sur les caractéristiques des prêts ainsi que sur la rémunération qu'elles perçoivent. Elles sont également soumises à des obligations d'information des prêteurs sur les risques qu'ils encourent et doivent mettre à leur disposition un outil d'aide à la décision. Elles doivent en outre indiquer au porteur de projet le coût total de son emprunt et l'informer des risques liés à un endettement excessif. Une obligation de suivi des opérations est prévue (article 17). Les intermédiaires alimentent le fichier bancaire des entreprises (FIBEN) et y auront accès pour leur permettre de vérifier la solidité financière des entreprises qui sollicitent un financement de leur projet par l'intermédiaire d'une plate-forme (article 18). Les intermédiaires en financement participatif sont également soumis au contrôle de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (articles 19 et 20) et de la direction générale de la concurrence, de la

consommation et de la répression des fraudes (article 21). Le titre III de l'ordonnance comporte des dispositions communes aux conseillers en investissements participatifs et aux intermédiaires en financement participatif en matière d'obligation d'immatriculation à l'organisme pour le registre des intermédiaires en assurance (ORIAS) (article 23), de lutte contre le blanchiment (article 24) et pour les sanctions pénales applicables (article 25). L'ordonnance du 30 mai

2014 entre en vigueur le 1er octobre 2014, après avoir été complétée par des décrets d'application annoncés pour le mois de juillet 2014. La Commission européenne devrait établir prochainement un cadre réglementaire européen harmonisé sur le financement participatif ; les nouvelles règles introduites en droit français pourraient servir de modèle.

**Michel STORCK**

Professeur des Universités, Université de Strasbourg  
[michel.storck@unistra.fr](mailto:michel.storck@unistra.fr)

## **POUR VOTRE INFORMATION**

### **CONSULTATION PUBLIQUE DE L'AMF SUR LES CESSIIONS D'ACTIFS SIGNIFICATIFS CONTRIBUTION DE L'AFGE**

#### **I - Présentation de l'AFGE**

L'Association Française de Gouvernement d'Entreprise (AFGE), créée en 2002, a organisé durant ces 12 années plusieurs colloques au Palais du Luxembourg et des dîners débats dans les salons de la maison des Arts & Métiers sur les sujets contribuant à faire progresser le gouvernement d'entreprise. Nos travaux en relation avec l'ICGN, avec l'OCDE, la Commission Européenne et d'autres organismes internationaux, la Lettre trimestrielle de l'AFGE (de 20-24 pages) bilingue largement diffusée aux acteurs de la *corporate governance*, ont proposé régulièrement des idées, des solutions concrètes, un cadre d'échange de points de vue et de dialogue entre les émetteurs et les investisseurs.

En effet l'article 2 des statuts définissant l'Objet de l'association précise :

« 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 ».

Le 10ème colloque de l'AFGE, organisé en partenariat avec Société Générale, tour CB3 La Défense le 2 décembre 2014 de 14h à 18h, a permis un débat sur les sujets d'actualité entre les représentants des émetteurs et les représentants des investisseurs institutionnels ; le thème traité « Comment améliorer les rapports entre le Conseil d'administration de l'entreprise et ses actionnaires, en particulier institutionnels ? Parlons-en sans détour » a réuni 11 intervenants dont le SG du Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise, la DG adjointe de l'APE et le SG de l'AMF. Le Président du Groupe de Réflexion, membre du Collège de l'AMF, peut témoigner de la qualité des travaux et de l'utilité de ce forum de discussion.

Nous rappelons qu'aujourd'hui l'actionnariat, comme vous le savez, a profondément changé dans sa composition et dans ses objectifs ou centres d'intérêts. Le poids des petits porteurs, de l'actionnariat individuel a régressé, le flottant des entreprises a augmenté, les actionnaires de référence constitués lors des privatisations ont réduit leur participation au capital au strict minimum, de gigantesques Mutual funds (comme BlackRock) et des fonds souverains (comme Norges Bank IM, ADIA, ADIC, QIA ...) déclarent des franchissements de seuil de 5% ; ils deviennent des actionnaires de référence exigeants et influents. Ils souhaitent être consultés lors des opérations de cession d'actifs significatifs par les sociétés cotées et être informés préalablement à une opération d'acquisition stratégique, qui va modifier le périmètre de leur portefeuille et leur gestion des risques (cf. leur *guidelines* que nous publions dans la lettre de l'AFGE).

C'est avec plaisir que nous répondons à votre consultation publique, comme nous l'avons fait auparavant lors notamment des travaux de la commission présidée par Bernard FIELD, ou bien à l'occasion du Livre vert sur le gouvernement d'entreprise de la CE (DG Marché intérieur et Services, dirigée par Michel BARNIER).

#### **II - REPONSES AU QUESTIONNAIRE**

##### **Question n° 1 :**

Nous proposons l'adoption d'une disposition législative, afin d'encadrer les cessions du principal des actifs, détenus par une société cotée, par la holding à travers ses filiales consolidées, **par la voie du droit des sociétés, afin d'imposer une saisine de l'Assemblée Générale des actionnaires** sur toute cession du principal des actifs.

Toutefois il conviendrait d'approfondir par la suite la notion « du principal des actifs » (page 16 du Rapport) et des 2 ratios pour déterminer le seuil déclenchant la consultation de l'AG.

La souveraineté de l'AG doit être affirmée et respectée.

##### **Question n°2 :**

Puisque le groupe de travail a choisi le « droit souple » (pp. 15 et 16), nous proposons que la **recommandation de saisine de l'AG des actionnaires émane d'une disposition nouvelle des codes de gouvernance**, de préférence à une intervention de l'AMF devant rester dans son rôle de « gendarme de la bourse » impartial et craint. Nous éprouvons toutefois une certaine réticence à l'égard des conséquences de la *soft law* et des résultats de *comply or*

*explain*, constatés dans des affaires récentes et lors de certaines AG 2014.

**Pour être novateur, la rédaction de cette disposition nouvelle, ajoutée au code AFEP-MEDEF, devrait faire l'objet d'une consultation des parties prenantes (dont les représentants des actionnaires salariés) ; elle pourrait prévoir que la saisine de l'AG puisse être faite aussi par le Comité central d'entreprise, ou par les actionnaires salariés dès lors qu'ils détiennent au moins 3% du capital de la société cotée.**

Cette consultation préalable de l'AG devrait s'accompagner d'une information plus complète des actionnaires et des parties prenantes, par ailleurs elle démontrerait le respect des bonnes pratiques de gouvernance et particulièrement des règles de conformité.

Cette consultation de l'AG pourrait être appliquée aux PME avec souplesse (vote consultatif).

**A notre avis, le vote exprimé par les actionnaires des sociétés cotées doit avoir une portée contraignante.**

##### **Question n°3 :**

**Nous n'approuvons pas le seuil de déclenchement de 50% trop élevé.** Nous proposons des seuils plus bas : de

20% pour des actifs cédés à un investisseur étranger : de 30% pour des actifs cédés à un investisseur européen ; Oui pour le principe d'un seuil déclenché par 2 critères parmi les quatre. Cependant **nous souhaiterions ajouter un nouveau critère fondé sur l'évaluation la plus récente des actifs immatériels** (surtout des brevets).

Il est important de souligner à ce stade, que dans l'information plus complète, transparente et sincère délivrée aux actionnaires comme aux parties prenantes, les ratios retenus soient présentés sur les cinq exercices antérieurs et sur un ou deux exercices prévisionnels après cession. Les actionnaires doivent être informés des conditions de remploi des produits de la cession qui sera réalisée (budget prévisionnel).

### Question n°4 :

**Nous proposons que le vote de l'AG des actionnaires sur les cessions du principal des actifs se déroule dans les conditions de quorum et de majorité de l'Assemblée Générale Extraordinaire**, compte tenu de l'importance et de la gravité de la modification du patrimoine de l'entreprise (actifs matériels et actifs immatériels).

### Question n°5 :

Notre réponse à la recommandation du groupe de travail prévoyant une communication de l'entreprise à l'issue de la négociation, sur le contexte et le déroulement de l'accord de cession conclu est **NON**. Ce n'est pas une fois l'accord conclu que le management et le CA doivent informer les actionnaires et les parties prenantes. On pourrait redouter que cette méthode ne reproduise les conséquences d'affaires récentes.

**La consultation préalable de l'AG est nécessaire pour débattre du projet, l'approuver et donner aux mandataires sociaux les délégations de pouvoirs**, dont ils devront rendre compte devant l'AG dont les décisions sont souveraines.

**L'information et la communication de la société sur le contexte et le déroulement de l'accord de cession prévu devront être rendu public à toutes les étapes de la négociation.**

## POUR VOTRE INFORMATION

### ICGN ANNUAL CONFERENCE LONDON 2015, JUNE 3-5

Dear Jean-Aymon,

Last week, over 500 governance professionals joined us in London to celebrate ICGN's 20 year anniversary, kindly hosted by the City of London. The week-long schedule of activities included our two-day ESG training programme hosted by the Financial Reporting Council, an Academic Meeting hosted by the London Business School, a full day of policy committee meetings, the ICGN AGM and our Annual Conference. We also welcomed a number of side meetings held by those taking advantage of the ICGN gathering - building our growing reputation as a mini-Davos of the global governance world ! An exciting development was the launch of the new ICGN website which is structured around our core objectives to influence corporate governance policy, connect peers and inform debate. I hope you enjoy our new facelift and please post your comments back to us by 26 June after which we will switch to the live site. Expect an email from Sarah Curtis with further details. Feedback from delegates has been overwhelmingly positive and this is due in no small measure to the support of our many sponsors, speakers and members who actively took part in the conference production – not forgetting the ICGN Team who did a superb job in keeping the operations smooth and on time. Please do send us your comments in the usual way by completing our delegate survey – we are keen to hear your views, particularly on the issues you feel we should be addressing for next year and beyond. We have posted the keynote presentations from Bob Monks and Martin Wolf on our website, along with the outcome of our audience polls, and we will provide highlights from all of the plenary discussions over the coming weeks. In particular, we were thrilled to award Anne Simpson the ICGN Life Time Achiever Award proposed by Adrian Cadbury, Peggy Foran, Ira Millstein, Nell Minnow and Bob Monks. This was celebrated at our Gala Diner and Jazz Party in the ancient crypts of the Guildhall where ICGN Members proved that, while we like to spend hours in governance debate, we also know how to party! (Apparently James Bond was trying to get a ticket but we were sold out...). The ICGN AGM

approved revisions to two pieces of ICGN Guidance: Integrated Business Reporting and Corporate Risk Oversight both of which will be sent by post to Members over the coming weeks and made available on our website. Four new ICGN Board Members were appointed including Melsa Ararat (Sabanci University), Mike McCauley (Florida SBA), George Iguchi (Nissay AM) and Bob Walker (NEI). We would like to thank Frank Curtiss (Railpen), Jon Feigelson (TIAA-CREF), Aisha Mastagni (CalSTRS) and Yoshiko Takayama (J-Euros) who retired and who have been extremely supportive over the years. While anniversaries are a time for celebration, it also causes us to reflect and I am sad to report that we have lost another Governance Great this week. Phil Spathis the inaugural Executive Director of ACSI passed away after a lengthy illness and we would like to extend our deepest sympathy to Phil's family. Geof Stapledon, a long time friend and ICGN Board Member, noted: "Much has been written about Phil's pioneering contributions to the improvement in governance of Australian listed companies. This is true and you can today see Phil's influence in the corporate governance regulations and practices that are now mainstream to corporate Australia. Phil's engagement approach was to target one or two areas that he passionately believed would make a real difference to investors and stakeholders more broadly. And then he pushed those issues constructively and with empathy. When he began his governance career he was the sole employee of ACSI, and the success of ACSI today can still be traced to the work of just two people in those early years: Phil Spathis and Michael O'Sullivan. Like Michael, Phil is one of Australia's most important governance pioneers and will be very deeply missed." Going forward, it is important we look to the future and maintain the momentum of governance reform in all corners of the world. Our next stop is Boston on 30 September where the ICGN meeting precedes the CII Fall Event and we look forward to seeing many of you there.

Do contact me or the ICGN Team at any time if you would like to become actively involved in our work programme and thank you for your continued support. Kind regards.

**Kerrie WARING**, Executive Director **International Corporate Governance Network**  
6-10 Kirby Street, London, EC1N 8TS, United Kingdom. Email: [secretariat@icgn.org](mailto:secretariat@icgn.org)

### **POUR VOTRE INFORMATION**

« **CREDIT RATING GOVERNANCE: GLOBAL CREDIT GATEKEEPERS** », nouveau livre d'**Ahmed NACIRI**

Credit rating agencies play an essential role in the modern financial system and are relied on by creditors and investors on the market. In the recent financial crisis, their power and reliability were often questioned, yet a simple rating downgrade could threaten to bankrupt a whole country. This book examines the governance of credit rating agencies, as expressed by their ability to fairly, ethically and consistently assign higher rates to issuers having lesser default risks. However, factors such as the drive for increased revenue and market share, the inadequate business model, the inadequate methodology of assessing risk, opacity and inadequate internal monitoring have all been identified as critical governance failures for credit agencies. This book explores these issues, and proposes some potential solutions and improvements.

<http://www.amazon.ca/Credit-Rating-Governance-Global-Gatekeepers/dp/1138796549>

*Ahmed Naciri est Professeur au Département de sciences comptables de l'École des sciences de la gestion de l'Université du Québec à Montréal (UQAM). Il a développé une expertise en matière de gouvernance, d'information financière et de restructuration.*

### **POUR VOTRE INFORMATION**

« **STRATEGIE ET GOUVERNANCE DES INSTITUTIONS FINANCIERES MUTUALISTES** », nouveau livre de **Michel ROUX**

**Préface de Jean-Louis BANCEL**, Président du Crédit Coopératif et Président de l'IACB

**Avant Propos d'Olivier PASTRE**, Professeur à Paris 8 et membre du cercle des économistes

Au cœur d'une actualité bouillonnante, l'ouvrage pose des jalons permettant de repenser et refonder la sphère financière de demain pour la banque coopérative, les sociétés d'assurances mutuelles et les mutuelles de la complémentaire santé. De nombreux facteurs tant juridiques que technologiques exacerbent la concurrence et le taux d'attrition : lois Hamon, loi santé de Marisol Touraine, actions de groupe, ANI, comparateurs prix, développement du digital. Après les craintes liées à l'arrivée d'Internet en matière de paiement, « les Fin. Techs » menacent les professions financières sur leur métier de conseil. Les approches commerciales classiques comme les outils ou les métiers sont aujourd'hui bousculés. L'innovation, correctement pilotée, doit être un formidable levier pour réinventer la finance et le modèle de protection sociale de demain. Dès lors, à l'instar de leurs consœurs du privé, les banques coopératives, les sociétés d'assurances mutuelles, les mutuelles de la complémentaire santé et les institutions de prévoyance se doivent de revisiter leur stratégie de la relation clients et de transformer leur gouvernance. À défaut le risque est réel de voir les valeurs du mutualisme remise en cause. Comment mieux saisir les nouveaux comportements des clients, des sociétaires et des adhérents ? Comment repenser un modèle mutualiste impliquant davantage des administrateurs, des collaborateurs et des sociétaires devenus plus exigeants ? Comment, dans un cadre budgétaire contraint, faire en sorte que le marché ne règne pas en maître ? Pour préserver et développer le mutualisme, vecteur d'une éducation démocratique et d'une pratique citoyenne, ces questions sont autant de défis à relever. L'ouvrage y apporte des réponses lucides et porteuses d'espoir.

*Michel Roux est Doyen Honoraire de l'Université Paris 13 - Sorbonne Paris Cité - ancien doyen de la faculté de sciences économiques et de gestion de l'université Paris 13 et directeur de mention de masters en banque, finance, assurance et de la spécialité comptabilité-contrôle-audit. Il est également membre du Centre d'économie Paris-Nord (unité de recherche mixte - CNRS n° 72 34). Il a été directeur de la valorisation de l'université Paris 13. Professionnel de la banque, il a publié de nombreux articles et ouvrages sur le management de la banque et la finance éthique. Il est cofondateur du Groupe international de recherche en éthique financière et fiduciaire basé à Montréal ([www.giref.uqam.ca](http://www.giref.uqam.ca)). Il est rédacteur en chef de la revue « Vie et Sciences de l'Entreprise » et administrateur/responsable du Prix de thèse annuel de l'Association Nationale des Docteurs en Sciences Economiques et en Gestion (ANDESE). Il est membre du Centre des Professions Financières et membre du Comité de rédaction de sa revue « L'Année des Professions Financières » (Revue Banque Edition). Il est administrateur de l'Association Française de Gouvernement d'Entreprise (AFGE).*

Stratégie  
et gouvernance  
des institutions  
financières mutualistes

MICHEL ROUX



Préface Jean-Louis Sancel  
Avant-propos Olivier Pastoré

RB  
ÉDITION

**AGENDA**

- La Banque Européenne d'Investissement (BEI) et la Fédération Bancaire Française (FBF) organisent une séance d'échanges en présence de **M. Ambroise FAYOLLE**, VP de la BEI, et **Mme Marie-Anne BARBAT-LAYANI**, DG de la FBF, sur le thème : **Plan d'investissement européen : des TPE aux projets d'infrastructures Jeudi 9 juillet 2015, 10h00-15h00**. Auditorium de la FBF – 18 rue La Fayette 75009 Paris.

- Rencontres Financières Internationales Paris EUROPLACE, qui se dérouleront les 7 et 8 juillet 2015 au Pavillon d'Armenonville Allée de Longchamp 75116 Paris.

**POUR VOTRE INFORMATION**

- L'AFG : « Guide sur l'utilisation des média sociaux dans les sociétés de gestion » ; Charte « Stress tests » ; Gestion Info n°16 mai 2015 ; [www.afg.asso.fr](http://www.afg.asso.fr)

- AXA IM « Le rapport Investissement responsable », contact : Matt Christensen, [globalinfori@axa-im.com](mailto:globalinfori@axa-im.com)

- La SFAF : **Analyse financière n° 56** - Juillet - Septembre 2015 (Parution : début juillet 2015) Dossier sectoriel : Le Private Equity - Un rouage pour le financement de l'économie. Le dossier Métier : L'analyste crédit, un analyste financier avant tout ; **Michèle Hénaff**

Rédactrice en chef de la revue , [mhenaff@sfa.com](mailto:mhenaff@sfa.com)

- Le Rapport de la Fondation Robert Schuman 2015 : l'état de l'Union, édité par Martens Center.

- IFC Corporate Governance : **Emerging Markets Corporate Governance Research Network Newsletter, June 2015** .CG Insights "For Emerging Markets, the Corporate Governance Starting Point is Anti-Corruption and Rule of Law3, by Simon Deakin is Professor of Law at the Faculty of Law, Cambridge, and a Fellow of Peterhouse, Cambridge.

- Les Cahiers de l'EIFR publient **textes de la Conférence Annuelle de l'EIFR : Régulation et Croissance dont l'Intervention de Martin MERLIN** « L'évaluation des règles existantes sera la marque de la Commission Juncker », E. F. de Lencquesaing Délégué Général de l'EIFR [www.eifr.eu](http://www.eifr.eu)

**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](mailto:mail@afge-asso.org) Site Web : [www.afge-asso.org](http://www.afge-asso.org)

## FOCUS



### Présentation

#### De la Responsabilité Sociétale des Entreprises (RSE)...

D'après la Commission Européenne, la RSE est « l'intégration volontaire par les entreprises des préoccupations sociales et environnementales à leurs activités commerciales et leurs relations avec leurs parties prenantes ». La RSE a trouvé à travers le développement de l'Investissement Socialement Responsable un levier important. L'ISR consiste à intégrer des critères extra-financiers dans les décisions de placements et la gestion de portefeuilles. Ce marché est né de la préoccupation grandissante de certains investisseurs d'intégrer les enjeux extra financiers dans leur démarche.

#### ...à l'Investissement Socialement Responsable (ISR)

Nos missions : Garantir un haut niveau d'expertise sur les enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) ; Fournir une information de qualité sur la performance extra financière des entreprises à nos clients investisseurs ; Accompagner les émetteurs et les investisseurs dans la stratégie, la gestion et le suivi de la performance ESG et Effectuer des prestations de conseil en phase avec les attentes des parties prenantes, investisseurs ou entreprises.

Notre approche : qualité et expertise

Depuis sa création, EthiFinance a intégré la qualité comme l'une des exigences fondamentales de ses prestations. Concrètement, cette approche se traduit par une revue régulière et approfondie de nos méthodologies et par la certification de notre système qualité.

La RSE a permis de faire émerger de nouvelles pratiques, en phase avec le concept longtemps resté abstrait de développement durable. C'est pour rester au plus près de l'évolution de ces pratiques qu'EthiFinance assure une veille permanente et réalise des études sur les enjeux émergents de la RSE.

#### Nos valeurs

##### *Engagement, Intégrité, Partage*

##### *EthiFinance, engagé pour une économie qui a du sens*

Nous le constatons chaque jour, dans notre travail et au travers des relations que nous entretenons avec nos clients, nos partenaires et nos collaborateurs : la société dans laquelle nous évoluons est à la recherche de sens.

Qu'il s'agisse d'un investisseur, d'un chef d'entreprise, d'un salarié ou d'un consommateur, tous souhaitent prendre des décisions éclairées qui permettent un développement intelligent et durable, profitable dans le présent mais aussi dans le futur.

Tous, nous souhaitons à travers nos actions quotidiennes, personnelles et professionnelles, trouver une finalité utile et positive, reflet de **notre éthique**. Véritable mise en cohérence entre nos valeurs et nos actes, elle concrétise le sens moral que nous souhaitons insuffler à nos activités.

EthiFinance s'est construit depuis 10 ans sur la base de cette évidence : apporter du sens à l'économie en la (ré) conciliant avec les principes du développement durable. Cet objectif, nous le poursuivons en respectant trois valeurs essentielles :

#### **Un engagement sans faille envers la RSE**

EthiFinance, c'est avant tout une équipe convaincue de l'utilité de la RSE et engagée aux côtés de ceux qui la portent

#### **L'intégrité de notre travail**

Une équipe dont le travail repose sur La transparence et la rigueur des méthodes et sur l'indépendance des analyses & conseils

#### **Le partage avec ses clients et ses collaborateurs**

EthiFinance, c'est également une équipe qui co-construit des solutions sur mesure pour ses clients et qui, par son statut coopératif, associe l'ensemble de ses parties prenantes à son développement

Ces principes d'actions, nous les défendons et les appliquons dans notre travail au quotidien, pour la plus grande satisfaction de nos clients et de nos collaborateurs.

#### **Direction**

Emmanuel de La Ville : Directeur Général

Amélie Rudowski : Assistante de Direction

Florence Lécluse : Directrice du Pôle Entreprises et Collectivités

Aurélien Verronneau : Responsable du Pôle Investisseurs

**Contact** : 2, Rue Croix Castel F-78600 Maisons Laffitte France, [www.ethifinance.com](http://www.ethifinance.com)

#### COMITE DE REDACTION

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

**Rédacteur en chef** : Dr. Houssein RACHDI : Maître de conférences des Universités, HDR [rachdih@uvic.ca](mailto: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) ; Vanessa MENDEZ (RSE, Innovation sociétale) ; 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*