

La Lettre

de l'AFGE

Lettre d'information sur le gouvernement d'entreprise

N° 48 1^{er} Trimestre 2017

EDITORIAL

LE CHANGEMENT DE PARADIGME S'ACCELERE BRUTALEMENT CES DERNIERS MOIS

Sommaire

<i>New year's resolution for a stable banking sector.</i>	2
<i>Economic and financial challenges for the EU.....</i>	4
<i>Et maintenant?.....</i>	8
<i>To Make the best of Brexit,</i>	9
<i>Le Brexit peut-il être une chance pour la France ?.....</i>	10
<i>La fusion entre D. Börse et LSE.....</i>	11
<i>Transition énergétique, bilan 0, gouvernance 0..</i>	12
<i>Broadening the Boardroom.....</i>	13
<i>Ethos célèbre son 20eme anniversaire.....</i>	14
<i>Ethics, Trust and Compliance: the Role of Governance.....</i>	15
<i>Déclaration des quatrièmes assises internationales de la coopération et du mutualisme.....</i>	17
<i>Les tribulations du droit souple.....</i>	18
<i>L'impossible Etat actionnaire.....</i>	20
<i>Monitoring par les analystes financiers et qualité de la gouvernance des entreprises françaises.....</i>	22
<i>Institut du Capitalisme Responsable.....</i>	23
<i>DoTANK.....</i>	24
<i>Actionnaire de SNAP (Chat).....</i>	25
<i>Filteris.....</i>	27
<i>Focus : Institute of Business Ethics.....</i>	28

Qui fait quoi ?

David DAVIS secrétaire d'Etat du Gouvernement
MAY est chargé de négocier avec Michel
BARNIER la réalisation du BREXIT.

Par principe, il est préférable de séparer le monde économique du monde politique, si l'on veut analyser la situation actuelle avec objectivité. Nous vivons en effet une profonde mutation des entreprises et des États, confrontés à des degrés divers à plusieurs défis, que nous avons précisés dans les précédents éditoriaux de la Lettre de l'AFGE, et qui ont été débattus avec sagacité lors du colloque annuel 2016 de l'ICGN à San Francisco. Mais les médias n'ont pas relevé ces enjeux, trop occupés depuis les 10 derniers mois par l'actualité politique, plus précisément électorale au Royaume-Uni, aux États-Unis et en France. Les programmes économiques des candidats, sensés répondre aux aspirations profondes des citoyens silencieux ou indignés, sont occultés sciemment afin de focaliser l'attention des électeurs sur les polémiques politiciennes : affaires personnelles, négligences ou bien abus de privilèges par la classe politique, esprit de caste "au dessus des lois", pratiques aujourd'hui révolues, intolérables. Des brouilles en regard des enjeux actuels, économiques, sociaux, culturels, institutionnels, sécuritaires, identitaires.

En ce moment le monde économique et le monde politique sont mélangés ; tout est confus et les citoyens perdent leurs repères et leur capacité d'évaluer, de juger, de choisir. Les réseaux sociaux pensent pour eux, leur choix supplante le suffrage universel. In vraisemblance dangereuse pour l'avenir de la démocratie et de la bonne gouvernance. Actuellement les grands réseaux sociaux internationaux se livrent une guerre sans merci, afin d'imposer leur vision stratégique disruptive du monde à venir. Comme leurs stratégies respectives répondent à des objectifs politiques (idéologiques, hégémoniques)

et économiques (financiers, industriels) étroitement imbriqués, les batailles livrées reflètent cette confusion des deux mondes. Les réseaux sociaux alimentent les médias, chargés d'amplifier la pression et l'effet destructeur, jusqu'à créer le chaos. La plupart des organes de presse et télévisuels ont pour actionnaires des financiers eux mêmes connectés avec de puissantes fondations et des investisseurs institutionnels, qui sont aussi des actionnaires de référence de groupes industriels leaders mondiaux. La boucle est bouclée, et l'urne est verrouillée !

Et pourtant le changement de paradigme est en cours. Personne ne pourra l'arrêter, tout au plus le ralentir sinon amplifier les effets de rupture (disruptifs en anglais). Ce paradigme est le suivant : un monde multipolaire se forme et va modifier les effets de la mondialisation, les flux commerciaux et financiers, sans parvenir à réduire les écarts de revenus et à réguler les flux migratoires ; le centre de gravité s'est déplacé de l'Atlantique vers l'Asie-Pacifique, où les tensions militaires pourraient s'accroître. Une union symétrique de l'Union Européenne se constitue à l'est : l'Union Économique Eurasiatique avec des visées expansionnistes des rives de la Caspienne au Caucase et à la péninsule Arabique. Ces unions économiques et monétaires continentales aspirent à se transformer chacune en une union politique large ou réduite, fédérale ou confédérale. Cette mutation en cours s'accompagne déjà de crises identitaires et nationalistes, alimentées par les flux migratoires des pays en proie à la guerre ou à la famine vers les pays industrialisés situés sur le continent européen à l'ouest et à l'est. Les conséquences sociales du passage brutal à l'économie numérique, les contraintes économiques et financières de la transition énergétique, la croissance exponentielle des réseaux sociaux et du risque de réputation, les applications industrielles des neurosciences et de l'intelligence artificielle, la généralisation de la robotique, génèrent la remise en cause de notre modèle et de nos comportements, tant au plan moral, culturel et éthique, qu'au plan sécuritaire et de la responsabilité individuelle. Ces graves interrogations suscitent : un renforcement de la régulation, un transfert de souveraineté et un encadrement des libertés publiques, une perte du libre arbitre et de la liberté individuelle. Une crise de confiance généralisée envers tous les acteurs économiques et politiques alimente toutes les peurs, les phobies et un fort sentiment d'indignation sinon de révolte.

Où va-t-on, "par delà le bien et le mal" ? (éditorial de la lettre n°45). C'est le lien des différentes opinions recueillies dans cette Lettre pour restaurer la confiance, qui ne se décrète pas, mais se mérite et s'entretient. **Jean-Aymon MASSIE**

NEW YEAR'S RESOLUTIONS FOR A STABLE BANKING SECTOR

Speech by Danièle Nouy, Chair of the Supervisory Board of the ECB, at the European banking supervision and European Banking Federation boardroom dialogue, Frankfurt, 25 January 2017

It was the Babylonians who introduced the tradition of New Year's resolutions. They celebrated their New Year late in March with a festival called Atiku, during which they made promises to their gods. They promised, for instance, to return borrowed things and pay back debt. Today, some 4,000 years later, people still make New Year's resolutions. However, now that we are four weeks into the New Year, it's likely that most people have already fallen by the wayside. They have stopped their early-morning runs, have resumed smoking, and have again succumbed to burgers and French fries. **But what about banks? Do they make New Year's resolutions? And if so, what would these be?** Well, I can tell you what they should be from a supervisor's point of view. Three things come to mind: adapt business models, improve risk management, and deal with legacy assets. Following up on these resolutions would make the banking sector more stable and more profitable. So it is no surprise that these three actions constitute our supervisory priorities for 2017. Let's take a closer look at what's behind our thinking and what our expectations are.

WHAT TO FOCUS ON – SUPERVISORY PRIORITIES FOR 2017

Business models were already among our priorities in 2016 – this underscores how important they are to us. The backdrop is, of course, that European banks struggle to remain profitable. In short, many banks in Europe do not earn their costs of capital. And this is clearly not sustainable in the long run.

The reasons for low profitability have been widely discussed. And naturally, there is no single, all-encompassing explanation. No two banks are alike, and each bank faces its own challenges. But taking a bird's-eye view reveals some issues affecting many banks at the same time. One of these issues is the prolonged period of low interest rates. For some time now, low interest rates have dominated the discussion about the profitability of banks. And it is true, of course, that interest income is important for banks. On average, it makes up more than half of the total income of large banks in the euro area. So, low interest rates clearly affect them.

However, we have to be a bit more nuanced regarding the specific effects of low interest rates. Initially, low interest rates might actually boost profits. On the liability side, they push down funding costs for banks. On the asset side, existing fixed-rate loans ensure that yields remain stable. Altogether, net interest income rises. And we should not forget that low interest rates support the economy, which indirectly benefits banks. After all, the banks' well-being is closely tied to the well-being of the economy. So the choice is not between low interest rates and high interest rates but rather between low interest rates combined with economic recovery and high interest rates combined with economic slowdown. But over time, low interest rates do take their toll. On the asset side, "legacy yields" disappear: high-yielding fixed-rate loans either mature or are repaid, and banks have to replace them with assets that offer lower returns. On the liability side, the decline in funding costs

comes to an end unless banks start charging negative rates on deposits. Altogether, net interest income falls.

Next to low interest rates, banks often point to regulation as a drag on profits. It is true that the rules for banks have been strengthened since the crisis – rightly so in my view. And it does not surprise me that the regulated claim to be overburdened by the regulators – that's par for the course. But here too, we should take a more nuanced view. Of course, rules are a burden for those who have to comply. But with regard to banking regulation, we need to look at the bigger picture. Taxpayers and indeed the entire economy have had to shoulder a huge burden since the financial crisis. Everyone would benefit from stronger rules that help to prevent future crises. Still, it cannot be all rules and no market. The rules must not be so tight as to squeeze the life out of banks. They should rather provide a strong framework that reins in excessive risks, while allowing the market to function normally. The fact that the final negotiations on Basel III are still ongoing shows how seriously regulators take these issues.

So, the economic conditions have changed and the rules have changed. But change doesn't stop there. A powerful technological trend is transforming all our lives. The world is going digital, and naturally, banks can be no exception. Customer's expectations are changing: people want to access banking services at any time, from anywhere on the globe, and receive them in real time. This trend brings new competitors to the market, the FinTechs. Experience is that technological shifts do not reverse. Banks therefore need to adapt to the digital world – not tomorrow, but today. In a nutshell, there are many structural changes under way. And banks should embrace what they can't avoid; they need to adjust their business models to remain profitable.

For the time being, our analyses reveal some options to increase profits. We see, for instance, that some European banks consistently outperform their peers. What is it that drives their success? One common feature of these banks is their relatively low costs. And indeed, most European banks suffer from high costs. On average, large banks in the euro area spend almost 65 cents in order to earn one euro. There is obviously room to become more efficient and, as a result, more profitable. How will we as supervisors address this issue? First of all, we will further analyse banks' business models and explore the drivers of their profitability. To that end, our Joint Supervisory Teams will thoroughly examine their respective banks. And we will also assess how developments such as FinTech and Brexit might impact the business models of banks in the euro area. However, at the end of the day, it is of course not our job to prescribe new business models. But we can and will challenge the existing ones.

The second item on my list is risk management. Sound risk management is crucial for any bank at any time; nonetheless, it has now become even more important. Banks have been handed a cocktail that is low in profits and high in liquidity – a combination that might tempt them to embark on a dangerous search for yield. It is up to risk managers to take a

long-term view and rein in excessive risk-taking. They play an important role in ensuring the soundness of their bank. But besides the right mindset and the right governance structures, good risk management also relies on high-quality data. We will therefore assess how banks comply with relevant international standards.

Another issue is the internal models that banks use to calculate their risk-weighted assets. These are important as risk-weighted assets form the basis for determining capital requirements. Capital, in turn, is the most important buffer against potential losses. So it is vital that internal models produce reliable and comparable results. Against that backdrop, we will this year roll out a multi-year targeted review of internal models. The objective is to assess and confirm that banks' internal models are adequate and appropriate. Finally, our third priority for 2017 is credit risk. And this is mostly about non-performing loans, or NPLs for short. I don't have to tell you that non-performing loans can literally be a real drag. The objective should be to remove them and free up balance sheets. This would help banks improve their profitability and it would enable them to extend more credit to the economy. We have been working extensively on NPLs for some time now. Most notably, we developed a draft guidance which was published for consultation in September 2016 and will be finalised in spring of this year.

The guidance covers those aspects of strategy, governance and operations which are most relevant for resolving NPLs. It fosters consistent forbearance, recognition, provisioning and disclosure for NPLs. And it requires banks with high levels of NPLs to define and implement specific reduction targets. The best practices defined by the guidance will constitute our supervisory expectations for the future. Our Joint Supervisory Teams have already started to actively engage with banks on how they plan to implement the guidance.

But the issue of NPLs is not just one for banks and their supervisors. How quickly a bank can resolve its NPLs also depends on the national legal and judicial systems. And in some countries, these systems hamper the speedy resolution of NPLs. Here, national policymakers could help the banks. They could make judicial systems more efficient, increase access to collateral, create fast out-of-court procedures and align fiscal incentives.

WHO RUNS THE BANKS – FIT AND PROPER ASSESSMENTS

Our three supervisory priorities are what we will focus on in 2017. But, of course, that is not all. Another issue we are working on is the fit and proper assessment of bank managers. Among many other things, the success of a bank depends on those who manage it. How safe, sound and profitable can a bank be if it is managed by the wrong people? And don't forget reputational issues! So the banks should have an interest in choosing the right candidates. But to some degree, their selection is also in the public interest. A bank that fails because it is badly managed can do much harm, as we have seen in the crisis.

So, what is the role of the ECB as a supervisor? The ECB assesses the fitness and proper standing of all candidates for the management bodies of those banks it directly supervises. The relevant criteria are laid out in the Capital Requirements Directive, CRD IV. For instance, the candidates should have

the right amount of experience; they should not have any conflicts of interest in their new position; and they should have a flawless reputation. CRD IV is a Directive, which means that Member States had to transpose it into national law. And they have done so in diverse ways. There is some common ground, that's true. But CRD IV left Member States enough room to establish different standards for assessing candidates. This runs counter to the idea of a truly European banking market.

In the spirit of Europe, the ECB and the NCAs have therefore joined forces to create a more harmonised approach. But be assured of two things. First, we do not plan to do away with national law, of course. Second, we do not intend to take a one-size-fits-all approach. Judgement, proportionality and a case-by-case approach will remain inherent to fit and proper assessments.

We have drafted a guide, which was published for consultation in November 2016. This guide explains how the ECB applies the main criteria for assessing candidates. And it provides greater detail on the legal framework, the assessment procedure and possible outcomes. The guide will help banks to take the ECB policies into account when selecting candidates. It will also help to make the process more efficient, as banks will be aware of the information that the ECB needs to conduct its assessment. The public consultation on the guide ended on 20 January 2017. Our work and your feedback during the consultation on the policies and practices proposed will contribute to better and faster assessments in the future.

WHEN THINGS GO WRONG – RECOVERY PLANS

Strong rules, good supervision and prudent management go a long way towards ensuring the stability of a bank. However, we cannot rule out that individual banks might get into trouble. And in such cases, it helps to be prepared. That's why the Bank Recovery and Resolution Directive, or BRRD, requires banks to draw up recovery plans.

Are recovery plans a useful tool? I'm sure they are, even though they are pretty much untested – in many countries, recovery plans were not required prior to the BRRD. But even the sole act of drawing up such a plan has benefits: it raises awareness of potential problems; it enhances preparedness with regard to cross-border aspects of crisis management; and it summarises a set of options that could be enforced by supervisors. Banks are, of course, required to share their recovery plans with supervisors. And that's where we see the benefits of European banking supervision. We receive recovery plans from banks across the euro area, enabling us to benchmark and establish best practices. This will help us in assessing future recovery plans and in providing better guidance to banks and to our supervisors. From our benchmarking, we have already drawn some preliminary conclusions, the first being the huge variation in recovery plans, in terms of both size and quality.

Regarding the size of the plans, there are issues with both extremes. We have received very short plans, which were often incomplete. And we have received very long plans, which might be difficult to implement during a crisis when time is of the essence. Regarding quality, some plans were quite advanced and established best practices, whereas others did not adequately incorporate the legal requirements. Based on what we have seen so far, there are some key areas for improvement. First, banks should use standardised

reporting templates in their recovery plans. This would allow them to provide complete, comparable and current data. Second, banks need adequate procedures for escalating problems and enabling quick decisions. And third, banks should ensure that material entities are covered in group recovery plans. That is particularly important with regard to cross-border banks.

CONCLUSION

Ladies and gentlemen, in 1942, the folk singer Woody Guthrie made a list of New Year's resolutions. This list comprised items such as "shave", "take bath", "wear clean clothes" and "wash teeth – if any". The New Year's

resolutions I suggested to banks are a bit more ambitious, that's for sure. But just like those devised by Woody Guthrie, they are based on common sense. If the world around them changes, banks have to adjust their business models to remain profitable; if banks want to remain stable, they have to care about risk management; and if bad loans are weighing down balance sheets, banks have to free themselves of those bad loans. These are things which are easier said than done. I know that. Still, there is no way around them, and banks should start working on them now. Thank you for your attention.

Danièle NOUY

Chair of the Supervisory Board of the ECB

Nous publions ce discours avec l'aimable autorisation de Mme NOUY. www.bankingsupervision.europa.eu

AVIS D'EXPERT

ECONOMIC AND FINANCIAL CHALLENGES FOR THE EUROPEAN UNION IN 2017

At a time when there is much uncertainty in the world, this open lecture will focus on the challenges that are facing the European Union this year and, among them, on those that have a specific economic and financial dimension and may be addressed by European policy initiatives in the near future. I am very grateful to Jörg Rocholl, President of ESMT, for his generous invitation to speak today in this intimidating historic room, and to Michał Grajek who has kindly accepted to moderate the questions-and-answers session after my initial remarks.

A more stable outlook after ten years of turmoil

The title of this lecture is an invitation to look forward, but it is also important to remember where we come from. The European Union is only slowly emerging from nearly a decade of continuous economic and financial emergency, which started with the first indications of major dysfunction in the financial system in the middle of 2007—including here in Germany, with the rescue of IKB in late July of that year. Financial and economic turmoil later morphed into disruptive political developments, which in turn generated economic and financial challenges of their own.

Of these political developments, at least one will certainly have lasting structural consequences—the choice made last year by the United Kingdom to leave the EU, or Brexit. Apart from the UK, there are many current challenges in European politics, but it remains to be seen whether they are of more than a temporary nature. The initial political impact of Brexit itself has been weathered by the rest of the EU, better than many observers (including myself) would have anticipated. There has been shock and disbelief, but no obvious contagion to other member states in terms of collapse of public support for European integration; if anything, the opposite has been observed in several opinion polls since June 2016. It is early in the year, of course, and a string of elections later this year will give us a number of new data points. As for financial system aspects, there is no question that Brexit represents a significant shift in the European landscape, given the central role of London as a capital markets hub for the entire European Union in the recent past and the present.

2017 is likely to mark the end of the EU's decade-long sequence of economic and financial emergency. Such a statement may appear overly optimistic given all the catastrophist media headlines about the EU and the euro, which are routinely depicted as on the verge of collapse. But while that alarming picture was definitely appropriate during the transatlantic financial meltdown of the early autumn of 2008, or during the climax of the euro-area crisis in late

2011 and early 2012, or even during the high drama of the Greek crisis in mid-2015, it rings less true now.

The last major pockets of country-specific banking sector fragility—in Portugal and Italy—are belatedly on the way towards being properly addressed, at least if a number of important ongoing transactions are confirmed. These include the privatization of Novo Banco, the capital increases of BCP and Caixa Geral de Depositos in Portugal, and in Italy, the public recapitalization of Monte dei Paschi di Siena and that of the entity resulting from the announced merger of Banca Popolare di Vicenza and Veneto Banca. If and when all these are completed, which I hope and expect will be the case in a few weeks, a picture will emerge of a euro-area banking sector still in need of considerable restructuring but no longer in a situation of systemic fragility (even though smaller banks in Italy and elsewhere will remain a concern). Similarly, while negotiations on continued financial assistance to Greece remain difficult, they are unlikely to degenerate into the kind of unreasonable brinkmanship that occurred in mid-2015. And while Brexit creates significant challenges for the financial system of the EU-27 (the 27 other EU countries, excluding the UK), it is unlikely to generate financial instability given the long lead times that will allow financial firms to adapt their structures and anticipate even the most non-cooperative outcomes. Altogether, in a broadly probable baseline scenario, there will be situations to manage in 2017 but they won't be as existential as in every year of the last decade. Of course there are tail risks that could trigger severe financial instability—such as a far-right government in France, for example—but their likelihood should not be exaggerated. In a turbulent global environment, and somewhat ironically given the recent experience, the European Union (minus the UK) could even quickly become an area of comparative stability.

The need for further reform

Even if one accepts this comparatively benign assessment, there is evidently no room for complacency. The European Union is far from having reverted back to a normal

economic and financial condition. The clearest sign of this is the continuation of extraordinary monetary support by the European Central Bank, including in the form of the current program of quantitative easing. Greece is very far away from regaining market access for its sovereign financing. And as previously mentioned, the European banking system cannot retain its current structure; major changes in the financial landscape will have to happen before it becomes healthy again.

Thus, the desirable transition back to normal will only happen if further efforts are made, including in the area of new policy development. This lecture focuses on outlining a realistic agenda for such efforts, which should also draw appropriate lessons from the last almost-ten years of crisis. One hopes that 2017 will be a busy year for the EU policy debate, so that the new governments that will emerge from the sequence of elections scheduled this year in several key countries, including this one in September, will be able to initiate useful actions once they are in place.

Such new policy initiatives at the European level should not be thought of as overly radical. Experience suggests that paradigm shifts in EU governance only occur under massive short-term pressure and, as highlighted above, such pressure is not expected to be repeated in the year ahead, at least in a baseline scenario. In particular, there should be no expectation of treaty change in the immediate future. Indeed, treaty change would be very hazardous as long as the negotiation with the UK on Brexit is not completed.

In the same vein, there should be no expectation of fiscal union, understood as a fully-fledged system of debt issuance and revenue collection at the European level. The euro area has limited elements of a fiscal framework, such as size-bound financial firepower (including the ability to issue debt) at the European Stability Mechanism, and a limited-purpose levy on European banks to feed into the Single Resolution Fund, which is expected to become fully transnational by 2024. More longstanding arrangements include the European Investment Bank's financial capacity and the EU's own resources, such as customs duties and sugar levies. But these arrangements stop well short of a full fiscal framework. There is no expectation here that the political and legal parameters which so far have prevented the emergence of genuine fiscal union in the euro area will change any time soon.

Even within these constraints, a lot can be done. Four areas in particular can be singled out for bold reform. They may be labelled, respectively: a stronger banking union; a reframed capital markets union; a common information backbone for fiscal policy; and renewed thinking on how to achieve a true single market in regulated services sectors, which may also be thought of as economic union. The rest of this lecture is devoted to examining these four possible projects in a bit more depth.

A "steel-framed" banking union

Banking union refers to the pooling of banking-sector policy instruments at the European (in this case, euro-area) level to achieve the objective "to break the vicious circle between banks and sovereign" as memorably stated by the euro area political leaders in their landmark declaration of 29 June 2012, which started this project, and in subsequent pronouncements. This unusually clear statement of intent came from the painful lessons of the months preceding that

mid-2012 policy breakthrough. During that period (late 2011 and early 2012), it became increasingly evident to all that the financial linkages between national banking systems and the respective sovereign issuers, through mechanisms that may variously be labeled implicit government guarantees of the banking sector, financial repression, and banking nationalism, were generating a destabilizing dynamic of contagion and escalation that came close to forcing an irreversible break-up of euro-area monetary integration. As long as genuine fiscal union was not on the cards, banking union was eventually, and correctly, identified as the only way to break that vicious circle.

Several policy initiatives came from this recognition: mainly the creation of a brand-new system of European banking supervision (also known as the Single Supervisory Mechanism) in which the central role was entrusted to the ECB, operational since late 2014; the acceleration and strengthening of the hitherto tentative shift from a default assumption of public rescue (or bail-out) of creditors of failed banks towards that of burden-sharing by private stakeholders (or bail-in), materialized in the Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD) of 2014; and the partial centralization of bank resolution decisions in the euro-area through the establishment of the Single Resolution Board and Single Resolution Fund, both in place for more than a year now. But despite these path-breaking achievements, Europe's banking union remains, to borrow the words (if not the full analysis) of Germany's finance minister in a 2013 article, "timber-framed," an unfinished construct that mitigates the bank-sovereign vicious circle but is not strong enough to break it. To achieve that aim, again borrowing Mr. Schäuble's expression, a "steel-framed" banking union should replace the timber structure, and this requires further legislative reform.

The specific content of such reform requires public debate, which itself can only be fruitful once the European public, including observers in this country, has been sufficiently persuaded that the existing system works as intended, and in particular that European banking supervision is "tough and fair," as its officials often put it. This requires clear indications of progress in countries such as Portugal and Italy, but also a sense of direction on high-visibility German cases such as Deutsche Bank or, in a completely different category, HSH Nordbank. The lack of that perception in the past goes a long way towards explaining, in particular, the lack of progress in the discussion on "strengthening banking union" during the Dutch Presidency of the Council of the EU in the first half of 2016. But if, as previously suggested, the picture of ECB supervisory effectiveness improves significantly in the near future, then a much broader space will be opened for further constructive steps.

There is not enough time today to describe in much detail what these steps should look like. But they should include at least three dimensions. First, the framework for bail-in should be made more consistent across member states, an aim that inevitably entails harmonization of bank insolvency law. Second, regulation should ensure that banks cannot be used by governments as instruments to get easy funding, which suggests a binding framework of well-calibrated exposure limits on banks' sovereign debt portfolios, with proper transition arrangements. This is a complex and important matter that requires much more public debate than

has happened so far, but the euro area will not escape that debate—nor can it be successfully delegated to international bodies such as the Basel Committee, because the problem is the unduly high home bias in euro-area banks' sovereign debt exposures and this problem is essentially unique to the euro area. Third, there is a need for explicit risk-sharing to rule out the possibility that local banking problems, especially in smaller countries, may trigger sovereign default. This should take several forms, including the creation of a European Deposit Insurance System broadly along the lines suggested in November 2015 by the European Commission, a financial backstop from the ESM for the Single Resolution Fund and the future European deposit insurance fund, and also the ability for the ESM to intervene financially in precautionary bank recapitalizations under the conditions set by BRRD.

These three dimensions are mutually interdependent, not only politically but also on substance, and should be envisaged as a single policy decision package even though their implementation will inevitably occur in several stages. In addition, more work is needed on subsidiarity and proportionality in the banking union architecture, to ensure that smaller banks are subject to consistently high prudential and supervisory standards without burdening them with unnecessary administrative requirements. This latter objective may take more time to achieve but also deserves open discussion as soon as this year.

Capital Markets Union 2.0

The EU project of Capital Markets Union (CMU) was initially announced in July 2014 as part of the broader policy program of the new European Commission led by Jean-Claude Juncker. At the time, the aim was to reduce an excessive dependence on bank intermediation in Europe's financial system but also, plainly, to signal a financial-market-friendly attitude in the run-up to the UK referendum. But far from rendering CMU obsolete, Brexit actually adds to the project's urgency and should force a reframing on how to achieve its aims.

The underlying reason is that London's role as a central hub has meant that the EU's wholesale financial markets were overseen in a consistent way—by the UK authorities—because they were overwhelmingly located in a single member state. In a EU-27 context post-Brexit, there is a major risk of oversight fragmentation, with different national authorities taking different approaches leading to regulatory loopholes, lack of enforceability of EU policies, and a higher cost of funding for the EU economy.

Even though banks represent a major share of financial intermediation, banking union per se doesn't address this challenge, if only because many of its aspects are unrelated to prudential supervision. For example, the enforcement of the Markets in Financial Instruments directives and regulation (known as MiFID/MiFIR) is largely in the hands of securities authorities, not prudential supervisors, and in most member states (though not Germany) these are entirely separate organizations. Thus, the new incarnation of CMU in the changed context created by Brexit should put the emphasis on the reform of the oversight architecture (possibly complemented by regulatory harmonization projects), in order to reach a status in which, to borrow a recommendation from the last annual report of the German

Council of Economic Advisers, “the oversight of financial markets [should be] located at the European level.”

In practice, this would require a reform and reinforcement of ESMA, the European Securities and Markets Authority created in 2011, to make it the hub of policy-setting in that area. Many individual decisions would remain in the scope of national authorities, but under ESMA's binding oversight, in a hub-and-spokes framework akin to those for competition policy or for banking supervision. For example, ESMA should have authority over the enforcement of International Financial Reporting Standards throughout the EU, and similarly for the oversight of audit firms and of critical market infrastructure (such as clearing houses), as it already has over credit rating agencies and trade repositories (disclosure: I am an independent director in a trade repository supervised by ESMA).

This vision for “CMU 2.0” would also allow for the creation of third-country regimes that would allow European authorities, including ESMA and the ECB, to oversee market infrastructures located outside of the EU-27—for example, in London—if they play a critical role for the EU-27 financial system. Such a vision is not at all utopian, since a framework along these lines already exists for US authorities, which have arrangements in place to directly supervise and inspect some critical financial infrastructure in London and elsewhere. It is high time for the EU to revise its approach in this area and learn the right lessons, both from the American experience and from the shortcomings of its own frustrating past attempts to address this challenge through the means of equivalence recognition.

A reliable information base for fiscal policy

As mentioned earlier in this lecture, it is arguably not realistic at this stage to advocate decisive steps towards fiscal union—eurobonds, eurotaxes and euro-spending even if they're not called that way. There is a sound intellectual case to be made for such things, but it is abundantly clear that Europe is not yet ready for them politically and can most likely overcome its current challenges without them. But that doesn't imply that nothing can or should be done to improve the euro area's current highly imperfect fiscal framework.

Sadly, the Maastricht treaty's stability pact (later, stability and growth pact) has not worked as intended by its framers—and my country and yours, France and Germany, were the ones who first and foremost breached it almost fifteen years ago. Since then, increasingly complex patches have been applied, but their credibility has not been better. If the rules are simple, they tend to be too rigid and in many cases even “stupid,” as was memorably put by a former president of the European Commission; in order to better meet economic objectives, the framework requires more nuance and judgment, but then it quickly becomes overly complex and open to political tweaking, which is more or less the present situation.

Meanwhile, the EU does not appear to have fully drawn the lessons from its most obvious fiscal policy failure: the repeated misrepresentation by Greece of its true fiscal condition (under different political coalitions) that led to the well-known drama of 2010 and ever since. Some changes have been introduced to make national numbers more reliable, but they have not gone nearly far enough.

One case summarizes the problem: that of Mr. Andreas Georgiou, head of the Greek national statistical office for five years from 2010 to 2015 and, in that capacity, the one who established the definitive figures for Greece's deficit and GDP developments in 2009 in particular. These figures have been validated by Eurostat and have not been questioned outside of Greece. Within Greece, however, they have become a matter of highly emotional controversy. The government has repeatedly declined—again under successive political coalitions, including but not limited to the current one—to vouch for them. Worse, Mr. Georgiou was accused of harming the national interest by publishing them and has been the target of a number of high-profile lawsuits that are still ongoing. It is evidently not acceptable that a statistician should be persecuted for doing his job with integrity and left to his own devices by both national and European authorities for his defense. As long as such a thing can happen, the potential for undue political interference in the production of national accounts and statistics is achingly obvious, and not only in Greece. This situation cries for reform.

What is needed is—with reference to the arrangements existing in the private sector and in particular those covering publicly listed companies—a proper accounting and auditing framework for European governments, with a robust enough central function to ensure relevance, comparability, reliability, and understandability. The accounting standards should be based on the age-old principle of accruals accounting, which has only recently been introduced into government accounting in some countries, including some EU member states but far from all of them, for example Austria but not Germany. Equally important, the current oversight by Eurostat should be transformed into a genuine euro-level auditing authority. These more centralized arrangements should also apply, with due adaptations in accordance with the subsidiarity principle, to the accounts of subnational governments, to the extent that they contribute to national aggregates. Such ideas are bound to be controversial, but the lessons from the Greek tragedy in general, and from the more specific but significant Georgiou tragedy in particular, must not be allowed to be lost.

EU-level structural reform: the single market in regulated services

The Four Presidents' report of June 2012, whose lead author was then-President of the European Council Herman Van Rompuy, has popularized a framework of "fourfold union" to think about the missing pieces of euro-area policy: financial union (i.e., banking union and capital markets union), fiscal union, economic union, and political union. This lecture has already included suggestions for financial union and for a sounder information basis for fiscal policy even as fiscal union is left for a more distant future. Political union is not discussed here, beyond the observation of the EU-27's initial resilience following the shock of the Brexit vote.

Economic union, however, deserves more debate and attention than it has habitually received since Mr. Van Rompuy's report. Different analysts have used the expression in many different ways. It is proposed here that it may best refer to those structural economic policies that are conducted at the European level, not the national level. Viewed that way, economic union may be taken as just

another name for the completion of the European single market, particularly in services sectors where EU-wide market integration is partial at best.

Single market policy has been very successful in markets for goods and unregulated services but much less so in regulated services sectors. This distinction is especially significant since regulated services tend to represent an increasing share of the EU's economies, and this increase implies that national economies become less not more integrated if the EU is not able to complete the single market in such sectors. The underlying reason for the gap is that, in regulated sectors, market structures are shaped not only by the content of rules and regulations but also by the way they are implemented and enforced, which typically involves a degree of administrative discretion and judgment. If such administrative oversight and enforcement is in the hands of national authorities, as is habitually the case, then markets tend to be segmented across national lines. One aspect of this is the tendency of national authorities to give preferential treatment to "national champion" companies, as is being illustrated by the burgeoning cases about the control of car emissions—even though one would expect this type of technical standards not to be susceptible to national twisting.

"Capital markets union 2.0" as previously discussed, and indeed also banking union, can thus be viewed as early examples of a new and promising approach to promoting EU single market integration in regulated services sectors, by complementing the structure of national enforcement authorities with a European overlay, thus achieving a hub-and-spokes architecture comparable to the one that has long existed for the implementation of competition policy. This approach can and should be extended to an increasing range of regulated sectors, be it energy (e.g., electricity and gas networks), digital services (e.g., the enforcement of privacy protections), as well as various regulated professions, commercial health and education services, and more.

Overhauls of EU supervisory architecture through the creation of sector-specific EU-level authorities with a mandate for binding decision-making, not just loose coordination, has long been considered unachievable politically. But the initial successes of European banking supervision have led to a shift in perceptions. With the UK veto removed by Brexit, it may now be time for the EU-27 to envisage new initiatives to create appropriate institutional settings that would allow for the vision of a seamless single market to be achieved, in a broader range of economic sectors than has been the case so far.

Concluding remarks

The theme of this lecture has been that the EU-27 is just exiting a decade-long period of short-term emergencies, and now needs to consider fresh initiatives to reach a more consistent framework for banking, capital markets, fiscal (if only as regards the information base), and structural economic policies, building on the early achievements of recent shifts such as European banking supervision. This might strike some observers as an exceedingly optimistic way of looking at the EU's current situation and challenges.

Only time will tell if there is too much optimism in this vision, but in any case it should not be mistaken for complacency. As previously emphasized, even assuming no new dramatic development in the EU-27 in 2017, the area is far from having returned to a normal economic and financial

condition. This is precisely why a strategic, forward-looking policy debate is so important this year. As the old American

saying has it, Europeans will hang together or hang separately.

Nicolas VERON

Senior fellow at Bruegel and Visiting fellow at the Peterson Institute for International Economics (Washington DC)

nicolas.veron@bruegel.org ; www.bruegel.org

ESMT Open Lecture. Berlin, 24 January 24, 2017

Avec l'aimable autorisation de l'auteur, nous reprenons ce texte.

Nicolas Véron is also an independent board member of the derivatives trade repository arm of DTCC, a financial infrastructure company that operates on a not-for-profit basis, and in 2015-16. He works additionally as a consultant for the international monetary fund's independent evaluation office. In 2014, he represented Bruegel in the informal expert group that supported the European commission's evaluation of regulation, also known as the international accounting standards (IAS) regulation. More complete information is available on: www.bruegel.org.

POINT DE VUE INVESTISSEUR

ET MAINTENANT ?

Au moment où nous bouclons la rédaction du numéro 44 de « Institutionnels », nous apprenons les derniers événements politiques en France que constituent les résultats des Primaires des Républicains et du Centre ainsi que le renoncement inattendu du Président de la République à concourir pour un second mandat. Nous ne sommes sans doute pas au bout de nos surprises.

C'est sans aucun doute le moment de rappeler quelques-unes des principales revendications que l'Af2i n'a cessées de porter au cours du dernier quinquennat et qui, pour la plupart, restent d'actualité.

On ne peut nier que certaines réformes ont été apportées dans le fonctionnement de l'économie et de l'investissement, mais il reste beaucoup à faire pour remettre la France dans le circuit de la compétition mondiale et de l'enrichissement de ses citoyens.

Financement de l'économie : établir une chaîne fluide permettant aux entreprises à tous les stades de leur développement d'obtenir les financements dont elles ont besoin et de s'assurer de pouvoir lever les freins ou barrières juridiques de toutes natures de leur création jusqu'à leur maturité. Les titres de créance négociables ont été rénovés et les placements privés Euro PP sont nés d'un commun effort des associations de place.

Infrastructures de marché, qu'elles soient toujours plus efficaces, plus sûres et plus rapides. On n'imagine mal une place financière dynamique, sans disposer de la maîtrise de ses infrastructures de marché. Le Brexit devrait rappeler tôt ou tard à l'ordre tous ceux qui ont délaissé ce sujet. Les initiatives pour éviter une concentration en Europe et pour développer de nouvelles infrastructures à partir de technologies « disruptives » comme la « distributed ledger technology » (*) doivent être soutenues et encouragées financièrement... et politiquement. Une « consolidated tape » européenne et installée à PARIS sous l'autorité de l'ESMA serait la meilleure initiative pour organiser et asseoir une transparence large et maîtrisée des opérations de marché.

Régulation : tous les acteurs de l'industrie financière la souhaiteraient moins pesante et toujours mieux concertée, en évitant d'ajouter de nouvelles contraintes, de nouveaux reportings, de nouvelles charges et de nouveaux coûts. Une pause s'impose. Les initiatives récentes du type FROG doivent être multipliées et pas seulement à l'AMF.

Épargne longue : l'épargne longue, quels que soient son support et sa finalité, doit être encouragée, ne serait-ce que par son utilité de long terme pour les particuliers et leur solvabilité, mais également pour son impact sur le financement de l'économie, son apport à la liquidité des marchés et la diversité des placements finaux qu'elle suscite et permet. Elle doit être conçue, d'abord et avant tout pour satisfaire les besoins des ménages, être robuste, c'est-à-dire à gestion diversifiée, agile et évolutive au fur et à mesure de l'évolution des perspectives économiques et des conditions de marchés. Et tant mieux si elle aide les entreprises à se financer.

Fiscalité : les députés ont accru le taux de la TTF et son assise. L'augmentation a été contestée dans les rangs de la gauche comme de la droite, à l'heure où PARIS cherche à se présenter sous les plus beaux atours pour tenter de faire revenir certains exilés à Londres... et plus si affinités. Idem pour l'ISF qui devrait être relégué au rang d'impôt le plus inefficace du XXème siècle. Tout le monde s'accorde sur une nécessaire stabilité de la fiscalité, après une baisse significative.

Au plan européen : que nos Pouvoirs publics défendent dans les débats européens plus ardemment encore les spécificités et l'ingéniosité des solutions développées par les français dans tous les domaines ; que la Commission européenne réduise son obsession de la concurrence acharnée au profit du développement harmonieux des Etats et des entreprises au bénéfice des populations et des travailleurs.

Ne pas confondre politique monétaire accommodante et taux zéro, voire négatifs. Cela n'a aucun sens et ne conduira qu'à des emprunteurs gaspilleurs, à la ruine des institutions financières et à la recherche de protections coûteuses chez les épargnants frustrés. Vous verrez que l'amorce d'une remontée des taux accélérera les ambitions d'investissement des uns et des autres. Parmi les nombreux sujets, figure – vous n'en serez pas étonnés – **le Brexit**. Nous avons fin d'année dernière évoqué la menace d'une rupture majeure en Europe. Nous formons le vœu que les décisions qui seront prises seront pensées et pesées et qu'elles n'aient pas d'impact sur les portefeuilles institutionnels et sur les marchés financiers européens.

Bonne année 2017 !

(*) Plus connue sous le nom de *blockchain*.

Avec l'aimable autorisation du Président de l'Association française des investisseurs institutionnels (Af2i), nous reprenons son Editorial de la Lettre Institutionnels n°44, disponible sur : www.af2i.org

Jean EYRAUD

Président de l'Af2i

jean.eyraud@af2i.org

AVIS D'EXPERT

TO MAKE THE BEST OF BREXIT, THE EUROPEAN UNION NEEDS TO BEEF UP ESMA

Given London's current central role in the European financial system, Brexit will generate significant risks and opportunities for the financial system of the remaining members of the European Union (EU-27). With Britain's departure from the EU single market nearly certain to occur before mid-2019, the EU-27 should not wait to adapt its financial regulatory structure to successfully manage the resulting shifts. The main risks relate to the supervision of wholesale activities of financial firms and capital markets. To address these risks, European leaders should reinforce the European Securities and Markets Authority (ESMA) with significant additional resources and expanded responsibilities.

Market disruption is not the main risk for the EU-27's single market: Most market participants have enough time to prepare for the worst-case scenario of a lack of agreement on "B-day" in early 2019. Rather, the main risk is the market fragmentation along national lines that would occur with the loss of the London hub. Fragmentation could result in less effective market supervision than is currently achieved by the UK authorities, a higher likelihood of misconduct and systemic disturbances, and a more onerous cost of funding for EU-27 corporates and households.

Fortunately, and thanks to wide-ranging reforms introduced during the past years of crisis, the EU-27 is much better equipped to face these challenges than it would have been a decade ago. All euro area banks are now supervised on the prudential side by the European Central Bank (ECB), directly for the larger ones and indirectly for the smaller ones, which minimizes the possibilities of regulatory arbitrage and of a concentration of systemic risk in a given country. However, on market activity and regulation—including securities firms (also known as broker-dealers), asset managers and financial infrastructure, e.g., central counterparties (CCPs, also known as clearing houses)—and the conduct-of-business oversight of banks themselves, the ECB has no jurisdiction. Many wholesale market activities will need to be relocated from the United Kingdom to the EU-27 so that financial firms can keep serving local customers within the single market.

ESMA was created in 2011 to help foster "supervisory convergence" and mitigate the vast existing differences of approaches, experience, and effectiveness between individual member states' national authorities, such as BaFin in Germany, AMF in France, and Consob in Italy. ESMA also has some direct supervisory authority, but only over comparatively tiny market segments, namely credit rating agencies and trade repositories. ESMA has accumulated a decent track record, but its current mandate is not sufficient to integrate EU-27 capital markets and ensure high standards of compliance with EU regulations.

The obvious solution is to enhance ESMA's responsibilities, especially over those wholesale market segments that are currently concentrated in London and that require uniform, high quality supervision. Recommended expanded responsibilities include the authorization of significant investment intermediaries (e.g., banks and securities firms) under the EU Markets in Financial Instruments Directive and Regulation (MiFID/MiFIR); the registration, supervision,

and resolution of CCPs, at least those that serve international clients and have a potentially systemic importance from an EU perspective; and also the supervision of audit firms and the enforcement of International Financial Reporting Standards.

In parallel, the governance and funding of ESMA should be overhauled to better suit an enhanced scope of authority. Its current supervisory board, in which only representatives from national authorities have a vote, should be reformed to include an executive board of, say, five or six full-time members vetted by the European Parliament, as is the case with the ECB and the recently created Brussels-based Single Resolution Board. And in line with international best practices, ESMA's funding should rely on a small levy on capital markets activity under scrutiny from the European Parliament, instead of the current political bargaining through the general EU budget.

Moreover, ESMA should be the single EU-27 point of contact for all interaction with third-country (non-EU) authorities. It should represent the EU-27 securities regulatory community in international supervisory colleges wherever relevant, and in international standard-setting bodies such as the International Organization of Securities Commissions and the Financial Stability Board. It should also, importantly, be given oversight authority over non-EU financial infrastructure that is systemically important for the European Union, similar to what already exists in the United States. This would allow flexibility in handling the financial stability challenges linked to the location of derivatives transactions, especially those denominated in euros, without having to force a costly relocation of their clearing in the euro area in the short term.

These reforms are significant but can all be achieved within the current treaty framework and without having to wait for the actual UK exit, since they would all take the form of Internal Market legislation approved by a qualified majority vote. In fact, the United Kingdom can be expected to favor them all, for the same reasons it supported the inception of banking union in 2012–14: It is in the interest of the United Kingdom to have a well-regulated, well-supervised EU-27 financial system as its neighbor, for economic growth and financial stability reasons.

There is no compelling counterargument against financial market policy integration, especially now that the early achievements of banking union, including a broadly strong and effective European banking supervision led by the ECB, have provided a "proof of concept." Significantly, the influential German Council of Economic Advisors (*Sachverständigenrat*) indicated in its latest [annual report](#) that "organizing the supervision of banks, insurance companies and financial markets at [the] European level is the right approach." The European Commission will review its signature policy of capital markets union in June: This should mark the opportunity to announce the reinforcement of ESMA along the lines suggested above.

Other initiatives are also needed to [make the best of Brexit for the EU-27 financial system](#). In particular, banking union is still an unfinished project that will need strengthening in order to better share the risks and benefits of the forthcoming

relocation of financial activity from London. The distracting project of a European Financial Transaction Tax should be either reframed as a stamp duty on securities transactions or abandoned altogether. Most importantly, leaders should make it clear that the inevitable competition among European financial centers to attract business from London

Lire the The Bruegel New Letter March 2017, www.bruegel.org

AVIS D'EXPERT

LE BREXIT PEUT-IL ETRE UNE CHANCE POUR LA FRANCE ?

Aborder la future négociation entre le Royaume-Uni et les 27 autres pays avec comme objectif de faire payer le plus cher possible au sortant son audace serait une grave erreur.

Un destin et des intérêts communs à trois pays

La France ne peut oublier que son histoire et son destin sont liés à ceux des îles britanniques. C'était déjà le cas lorsqu'il y avait une continuité territoriale entre ce qui est devenu l'Irlande, la Grande-Bretagne et la Gaule. Depuis cette époque lointaine, les mouvements de population et les échanges économiques et culturels n'ont jamais cessé entre les trois pays. Il en résulte un parallélisme de comportement dans de nombreux domaines.

C'est le cas notamment pour le gouvernement d'entreprise. Les réflexions et les échanges ont été précoces et importants. Les pistes explorées ont été proches. Le développement d'un actionariat des salariés important est commun aux trois pays et les distingue des 25 autres pays européens qui sont allés moins loin dans cette voie.

Le Royaume-Uni et la France sont les deux seuls pays, en Europe occidentale, à disposer de forces militaires dotées d'une panoplie complète d'armes et de moyens de projection. Les deux pays sont engagés dans une politique de coopération qu'il est de leur intérêt de poursuivre Brexit ou non. De façon isolée, ni la France, ni le Royaume-Uni n'ont les moyens de développer correctement leurs forces militaires. En coopérant, leurs moyens sont comparables à ceux de la Russie, supérieurs à ceux de l'Union Indienne et légèrement inférieurs à ceux de la Chine.

L'Allemagne dispose d'une industrie de l'armement de qualité et exporte beaucoup. Les conséquences de la seconde guerre mondiale, la volonté de sa population et de son gouvernement font que l'Allemagne n'a pas d'armes nucléaires et ne souhaite pas se doter de forces armées classiques trop importantes.

Il y a peu, la France et l'Allemagne avaient entrepris de coopérer dans le nucléaire civil. La décision du gouvernement allemand de ne pas fabriquer de nouvelles centrales et de fermer les centrales existantes a mis fin à cette coopération. Dans ces conditions, la coopération franco-britannique dans le nucléaire civil et militaire n'en est que plus nécessaire.

La République d'Irlande, le Royaume-Uni et la France contrôlent une part importante de l'Atlantique du Nord-Est. L'organisation de la navigation, la mise en œuvre des secours en mer, l'installation et l'exploitation d'éoliennes et d'hydroliennes, la recherche et l'exploitation d'hydrocarbures sont des activités coûteuses et difficiles que les trois pays ont intérêt à mener en commun.

Que l'issue des négociations sur le BREXIT soit :

-des modifications substantielles de règles européennes actuelles permettant à l'ensemble du Royaume-Uni de demeurer dans l'Union ;

should not be based on financial regulatory competition, but on other, nonregulatory factors such as infrastructure, skills, quality of life, as well as labor and tax legislation within the boundaries set by EU law. A swift move towards a stronger, more authoritative ESMA would be the best way to cement this vision.

Dirk SCHOENMAKER and Nicolas VÉRON
ESMT Open Lecture, February 16, 2017

-le maintien partiel du Royaume-Uni dans l'Union au titre de l'Ecosse et de l'Irlande du Nord ;

-la sortie intégrale du Royaume-Uni de l'Union ;

Il sera nécessaire d'institutionnaliser la coopération tripartite entre les trois pays riverains de l'Atlantique du Nord-Est. Cette coopération pourrait être analogue à celle qui unit les pays de l'ensemble nordique (Suède, Finlande, Norvège, Danemark et Islande).

La France et ses deux voisins maritimes ont beaucoup à gagner d'une telle organisation de leur coopération. Les autres pays de l'Union seraient bien inspirés d'établir de semblables coopérations quand elles sont possibles et utiles.

Modifier le fonctionnement de l'euro

En 2016, l'Allemagne a dégagé un excédent supérieur à celui de la Chine ! L'énormité de cet excédent, qui induit des déficits chez de nombreux partenaires commerciaux de l'Allemagne, devient difficilement supportable même par un pays aussi puissant que les Etats-Unis.

Pour y remédier, il faudrait réévaluer l'Euro de 15% immédiatement. Une telle décision ferait exploser le chômage dans la moitié de l'Europe mais serait bien supportée par les pays dont l'économie est intégrée à celle de l'Allemagne ou fonctionne selon des règles identiques (concertation étroite au sein de l'entreprise).

Les pays dont l'économie nécessite le maintien de la valeur actuelle de l'Euro, ou une légère dévaluation pourraient adopter, comme monnaie interne, la Livre sterling qui deviendrait ainsi la seconde monnaie commune. Dans ce schéma, la conversion avec l'Euro réévalué se ferait à 1 pour 1 le jour du passage d'une monnaie à l'autre. Cette solution permettrait à Londres de continuer à jouer un rôle important. La Banque de France siègerait à la fois au Conseil de la BCE Euro réévalué et à celui de la BCE Londres.

Des politiques de renouvellement des infrastructures vieillies (adduction d'eau, réseau ferré traditionnel, ponts et tunnels) et de création de nouvelles infrastructures pour stimuler l'économie seraient possibles. Une solidarité financière renforcée pourrait s'établir entre le Royaume-Uni et la France. Londres serait confortée en tant que place financière et Paris serait chargé de rapprocher et de coordonner la gestion des deux monnaies européennes.

Les entreprises internationales, qui paient peu d'impôts, pourraient être fiscalisées au niveau européen

Ces ressources nouvelles seraient réparties entre les Etats membres de l'Union et permettraient d'éviter un trop grand déficit budgétaire.

Les pays qui assurent la défense de l'Europe et son rayonnement international grâce à leurs réseaux diplomatiques, à leurs ONG humanitaires et à leurs instituts

culturels pourraient bénéficier d'attributions bonifiées des ressources nouvelles.

Les pays victimes de catastrophes naturelles ou rencontrant des difficultés pourraient bénéficier de bonifications s'ils acceptent que leurs ressortissants détachés dans un pays ayant délégué à l'Union le recouvrement de certains impôts, bénéficient des mêmes droits et soient soumis aux mêmes obligations que les ressortissants dudit pays. Ce serait la fin des détachements abusifs.

La simplification du fonctionnement de l'Union et diverses mesures d'économie sont possibles

Les pays qui renonceront à demander une traduction des documents dans une langue peu pratiquée bénéficieront d'une bonification sur ressources nouvelles destinée à leurs actions culturelles. Il en sera de même des pays qui délègueront leurs pouvoirs à d'autres lorsque les sujets traités ne les touchent pas directement. Le nombre des commissaires sera réduit. Les pays ayant une population peu nombreuse seront invités à se concerter à plusieurs pour présenter un ou des candidats communs. Les pays qui n'auront pas présenté de candidat bénéficieront d'une surreprésentation parlementaire.

Les retraites des fonctionnaires de l'Union seront fixées à la moyenne de celles dont bénéficient les fonctionnaires des six Etats fondateurs.

Les textes en vigueur seront rédigés dans trois des principales langues de travail. En cas de modification d'un texte, on s'efforcera d'actualiser le texte d'origine plutôt que de publier des documents complémentaires.

Les textes restreignant les possibilités d'utiliser les espaces naturels seront regroupés et harmonisés afin que les responsables nationaux ou locaux n'aient qu'un texte européen à consulter. En cas d'addition des motifs de restriction, on précisera que seule la restriction la plus contraignante est valide.

Seules les dispositions prévues dans les traités fondant l'Union Européenne ou approuvées selon ces traités sont source de droit. Le droit « dérivé » doit disparaître ou être validé démocratiquement.

L'adoption rapide d'un certain nombre de mesures de bon sens serait un gage de bonne volonté auquel les Britanniques et ceux qui ont voté « non » à un referendum seront sensibles.

Patrice LECLERC de KERAEN

Co-fondateur de l'AFGE et ancien Président de l'ASSACT Société Générale
patrice.leclerc2012@laposte.net

POINT DE VUE INVESTISSEUR

LA FUSION ENTRE DEUTSCHE BÖRSE ET LONDON STOCK EXCHANGE EST UNE OPPORTUNITE POUR L'EUROPE

A l'heure où la concurrence entre les marchés financiers entre dans une phase transcontinentale, plusieurs axes se distinguent : ICE-NYSE et CME aux Etats-Unis, Bovespa au Brésil, Hong Kong-Shanghai en Chine et JPX au Japon. En Europe, les deux marchés les plus aptes à faire face à cette configuration sont ceux de Francfort et de Londres. Ils ont décidé de fusionner pour pouvoir être à la hauteur de leurs concurrents américains et asiatiques.

Le risque stratégique du Brexit

Au moment où apparaissent de plus en plus clairement les immenses défis et difficultés soulevés par le Brexit, ce lien structurel entre la place de Londres et la plus importante bourse d'Europe continentale devrait permettre de ne pas affaiblir la position de l'Europe. Ce risque stratégique ne peut être minimisé. Il affecterait la liquidité des actions européennes et constituerait une atteinte à leur compétitivité. On ne peut pas jouer avec le Brexit : le risque est trop sérieux. Personne ne sait comment Brexit va affecter la répartition des marchés, mais une chose est certaine : morcelés, ils seront battus.

Les entreprises européennes

La plupart des grandes entreprises européennes sont détenues entre 20 et 30% par des investisseurs non-européens, et principalement par des Américains. Il est important que le centre de négoce des titres européens reste en Europe et que la présence des investisseurs américains en Europe, et pas seulement à Londres, contribue au développement du continent. Il est aussi critique que ce soit en Europe que ces entreprises trouvent le terrain de cotation qui est culturellement et financièrement le plus familier avec leurs opérations et leur performance. Veut-on que le marché des actions se transporte aux Etats-Unis ? La voix de ces entreprises cotées est bien timide.

Les investisseurs européens

L'importance de l'activité de gestion d'actifs et de négoce sur titres est cruciale pour des investisseurs. La plupart des grands investisseurs non-européens sont présents à Londres,

qui est la capitale de la gestion de fonds. La gestion de fortune privée reste principalement en Suisse.

A l'heure où l'Europe tente de créer un marché européen des capitaux ce serait commettre une erreur majeure de ne pas soutenir une plateforme pan-européenne. Les grands investisseurs cherchent avant tout la liquidité de leurs titres. Il est donc impératif que cette liquidité soit accessible et fluide en Europe pour les entreprises européennes.

Quel est le risque pour Euronext ?

La bourse pan-européenne a cependant ses limites : ce sont des considérations importantes qui ont amené Euronext à transféré au Royaume-Uni l'exécution de certaines opérations. Sans vouloir pour autant remuer le couteau dans la plaie, il est intéressant de comprendre l'histoire d'Euronext : après avoir refusé l'offre (pourtant supérieure) de Deutsche Börse pour des raisons nationalistes françaises, Euronext a préféré continuer l'aventure au sein du New York Stock Exchange, qui semblait lui donner le plus d'espoirs, mais ce dernier s'est contenté de l'utiliser sans vraiment lui donner de voix autour de la table. Lorsque Deutsche Börse a tenté d'acquérir NYSE Euronext, c'est l'aveuglement de la Commission Européenne qui lui a été fatal. Pour des raisons que je ne comprendrai jamais, cette possibilité d'un leadership européen a été refusée à Deutsche Börse et Euronext. L'acquisition de NYSE Euronext par International Continental Exchange a conduit à la vente en bourse d'Euronext, privée de son activité la plus essentielle : les produits dérivés qu'ICE a gardé pour elle. C'est bien le

provincialisme des autorités et des banques françaises et européennes qui a sabordé les chances d'Euronext.

Ceci se traduit aujourd'hui de manière dramatique dans les chiffres : Euronext vaut € 3 milliards, contre 14 milliards pour la Bourse de Londres et 16 milliards pour Deutsche Börse. Même si la fusion ne se faisait pas, Paris aurait perdu la bataille. Même le protectionnisme intra-européen ne peut ignorer cette dimension. Certes la combinaison de 30 milliards d'euros a de quoi faire peur, mais ce n'est jamais que la quatrième bourse du monde après le Chicago Mercantile Exchange (€ 39 milliards), ICE-NYSE (€ 35 milliards) et Tokyo (€ 33 milliards) à égalité avec Hong Kong. Euronext aura de plus amples opportunités de négocier sa place au soleil dans le nouvel ensemble européen. Il est préférable de rester réaliste plutôt que de

continuer à rêver d'une suprématie perdue par sa propre faute.

La fusion LSE Deutsche Bank est la dernière chance de leadership boursier européen

Maintenant que des concessions ont été obtenues en matière de compensation des titres afin d'éviter une domination exclusive de l'ensemble fusionné, l'Europe se doit de regarder en face cette situation qu'elle a elle-même contribué à créer. Plusieurs tentatives de leadership européen ont déjà été sabordées par les autorités européennes. Les chiffres ci-dessus ne laissent aucun doute quant au fait que l'Europe ait besoin d'une plateforme solide capable de concurrencer avec Hong Kong, Tokyo, Chicago et New York. La pusillanimité des objections politiques et particularistes ne peut prévaloir face à ce projet qui permettrait de créer un leadership européen. L'Europe en aura-t-elle enfin la vision ?

Georges UGEUX

Chairman and CEO Galileo Global Advisors LLC

gugeux@galileoadvisors.com

Avec l'aimable autorisation de l'auteur, nous reprenons le texte publié dans son blog Le Monde.fr Démystifier la finance, le 14.02.2017

AVIS D'EXPERT

TRANSITION ENERGETIQUE, BILAN ZERO, GOUVERNANCE ZERO

L'énergie France stagne dans l'immobilisme depuis le printemps 2012. Sans surprise, tous les indicateurs sont au rouge vif. Et la facture à venir des citoyens est incontrôlable. Cet état de fait résulte de la confiscation de la gouvernance par un État paralysé mais aussi affairiste, tant dans son rôle régalién que dans son rôle d'actionnaire. Les conséquences économiques de cette situation pèseront pendant des dizaines d'années sur notre pays.

Énergie France, l'immobilisme

Au printemps 2012, le candidat François Hollande s'engageait à faire de la France le champion de l'excellence environnementale. Il traduisait sa vision par les engagements numéros 41, 42 et 43 de son programme. Réduire la part du nucléaire à 50% en 2025, fermer Fessenheim avant le terme du mandat, développer la part des énergies renouvelables du mix électrique (engagement 41), faire sortir 8 millions de Français de la précarité énergétique (engagement 42), et permettre à 1 million de logements par an de bénéficier d'une isolation thermique de qualité (engagement 43). Aucun volet de l'engagement 41 n'a connu la moindre avancée durant le mandat du président Hollande.

Au contraire, la puissance du parc nucléaire s'est trouvée sécurisée ad aeternam à son niveau actuel (63,2 GW). La fermeture de Fessenheim s'est enclavée dans les péripéties sociales et judiciaires des salariés et des parties prenantes. Quant au calendrier des appels d'offres des énergies renouvelables, il s'est noyé dans la bataille des amendements de la loi promise pour 2013 et adoptée, nue de ses décrets d'application, le 17 août 2015. On parle d'un début de mise en œuvre en ... 2018.

Les huit millions de familles françaises précaires ont assisté au ballet constitutionnel de la loi Brottes sur la tarification progressive de l'énergie. Elles ont eu toutefois la joie d'observer que leur nombre avait entre temps décrié de moitié : elles ne sont plus désormais que quatre petits millions. Quant aux tarifs sociaux, remaniés par les ministres Delphine Batho et Philippe Martin, ils se sont finalement échoués dans la loi d'août 2015. Une loi qui n'a pas trouvé le moindre indice de trace d'application à la fin du mandat présidentiel. Engagement numéro 42 : totale immobilité.

Le million annuel de rénovations de l'engagement numéro 43 s'est vu lui aussi subitement divisé par deux le 20 février

2013, au terme de la présentation à la presse du plan de rénovation énergétique de l'habitat. Objectif plus réaliste ? Oui, mais trop ambitieux encore car, si l'on veut bien oublier les 600000 bénéficiaires de l'antique **crédit d'impôt développement durable** (CIDD) rebaptisé crédit d'impôt pour la transition énergétique (CITE), qui n'ont rien à voir avec l'objectif d'une isolation thermique de qualité, ce sont à peine quelques dizaines de milliers de foyers qui ont eu recours aux éco prêts à taux zéro. À y regarder de plus près encore, les réalisations subventionnées par ce prêt sont assujetties aux initiatives d'artisans qui ne sont ni contrôlés sur les performances thermiques obtenues, ni sanctionnés sur les écarts aux règles de l'art. Bilan, l'on passe d'un objectif initial de 1 million à 500000 logements par an, pour un résultat d'à peu près zéro.

Au Royaume Uni l'Electricity Market Reform, par contre, est marquée de pragmatisme

Le seul investissement effectif de la transition énergétique du président Hollande restera-t-il la construction des deux réacteurs nucléaires EPR de la centrale de Hinkley Point, en Grande Bretagne ?

Un investissement de 18 milliards de Livres qui impose à EDF une garantie d'achèvement, quel qu'en soit le coût. Une décision pilotée tambour battant par le Ministre Emmanuel Macron, et adoptée le 28 juillet 2016 par un conseil d'administration dont trois membres qualifiés d'indépendants étaient en conflit d'intérêt notoire. Une situation de gouvernance que le Tribunal de commerce de Paris a fait admettre aux intéressés, hélas a posteriori. Un conflit d'intérêts qui n'est évidemment pas sanctionné par le Code de gouvernance de l'entreprise.

Du côté Britannique, par contre, l'engagement est gratuit pour les citoyens, et bénéfique pour l'emploi local pendant la période de construction. Il obéit aux règles de la

responsabilité personnelle des membres du Gouvernement et de la protection des intérêts économiques des consommateurs. L' *Electricity Market Reform* et son arsenal de contrôles politiques et financiers établissent une trajectoire économique transparente, soumise au contrôle politique des deux chambres et au contrôle judiciaire ex ante du *National Audit Office* et de la loi annuelle de finance.

Ces règles de gouvernance auront raison sans doute, le moment venu, de la commercialisation effective de l'électricité produite par EDF au Royaume Uni. Aujourd'hui déjà, le coût jugé excessif du *Contract for Difference* impose aux citoyens britanniques une facture annoncée de 29,7 milliards de Livres. Un contrat qui n'apporte à EDF qu'une garantie de prix de vente, mais aucunement de volume livré. Les deux réacteurs ne seront alors qu'un moyen d'appoint de la courbe de charge outre Manche, mobilisé lorsque les énergies renouvelables auront satisfait la majorité des besoins d'électricité en base.

Le dérapage fatal du coût et du délai de la construction, les pertes de recette d'EDF résultant des ventes d'actifs nécessitées par le financement du projet et la recapitalisation

de la filière nucléaire exposent chaque ménage français à une facture annuelle complémentaire de 90€ pendant 15 ans.

Facture électrique à venir, incontrôlable

En définitive, dix ans après le Grenelle de l'environnement et cinq ans après l'élection du candidat socialiste, où s'en va la facture d'électricité en France ?

La prolongation de l'exploitation des réacteurs nucléaires jusqu'en 2035 coûte 100 milliards d'euros, hors aléas. Il faut ajouter à ce montant l'actualisation récente des charges de démantèlement. Dès lors le coût plancher prévisible, complété de l'avance consentie par EDF pour financer l'investissement Britannique, est donc de 160 milliards. Le financement de ce coût différentiel par rapport au train de vie électrique des consommateurs ou des foyers fiscaux français pendant les 15 années à venir, s'ajoute donc aux tarifs, impôts et taxes qu'ils supportent aujourd'hui. Pour une facture annuelle complémentaire de 250€. La Ministre Ségolène Royal promettait pourtant une hausse du revenu disponible brut des ménages de 13 milliards en 2018 et de 32 milliards en 2023 (Programmation pluriannuelle des énergies, 28.10. 2016). **Donc une gouvernance zéro, dont le coût se chiffre en centaines de milliards.**

Norbert TANGY

Secrétaire Général EDF Actionnariat Salarié
dursey.head@gmail.com

POINT DE VUE INVESTISSEUR

BROADENING THE BOARDROOM

UK Prime Minister Theresa May has recently backtracked on her proposals to increase employee representation on boards. It was an idea which had largely been confined to the wilderness of UK governance for several decades after seeing its heyday in the 1970s with the publication of the Bullock Report. Mrs May's proposal has been lauded and criticised in equal measures, and it is unclear now whether it will be abandoned altogether or merely watered down.

Given the increasingly visible disparities between the pay of executives and employees, and a US election largely characterised by discussions over income inequality and the outsourcing of jobs overseas, it is perhaps unsurprising that the question of employee representation on boards is back in the spotlight. There is widespread sentiment that public companies are not adequately serving all their stakeholders, and that increased worker voice could in some way enhance the "social licence" of companies to operate. But what are the effects of such moves on the board's ability to oversee the business, and ultimately on shareholder value?

Two of the most frequently made objections to employee directors relate to qualifications and allegiances. Directors are typically nominated by the existing board for the experience they could bring and skill gaps they could fill on the board. There is a risk, then, of underqualified directors being appointed, and the board's primary oversight function being subverted in favour of representativeness. Though it should be noted that in markets with more concentrated ownership structures, such as France, it is common practice for representatives of a variety of significant shareholders to sit on the board. Catastrophe has not struck yet.

There is also the question of to whom these employee directors would owe their fiduciary duty. They would presumably be primarily chosen by and accountable to

employees, yet under section 172 of the Companies Act 2000, directors are entrusted with "the success of the company for the benefit of its members [shareholders] as a whole," while "having regard" to employee interests. Indeed, in a recent green paper the government highlighted the UK's traditional reliance on "a unitary board system where all the directors have the same set of duties, and collective responsibility applies." Further clarity would be needed on this point, particularly regarding the extent to which employee directors should consider the sectional interests of employees, and the extent to which they are bound by confidentiality.

That being said, there are potential benefits to a strengthened employee voice in the boardroom. Currently the majority of information that outside directors receive on the inner workings of a company come from executives; employee representatives could provide an alternative view, enhancing non-executive directors' ability to challenge company insiders. As a significant stakeholder in the company, the employee's perspective and insights would likely be of value in making board decisions, and could help the long-term interests of the company. Other studies have found that employee representation can lead to reduced striking, and an improved ability to weather economic crises; moreover, the practice has been positively received by boards.

Employee directors could even be instrumental in addressing that problem with which government and shareholders alike are continually grappling—excessive executive pay. While annual binding shareholder votes on pay are likely to be introduced in the UK and France, they may not be the silver bullet that some hope for; certainly the experience in Switzerland, where salaries remain among the highest in Europe, would show that such provisions may not herald the shift that some desire. With shareholders reticent to utilise

their powers in light of the potential consequences of a failed binding vote, increasing employee influence over pay through a presence in the boardroom could prompt a culture shift towards more equitable structures and quantum levels. Ultimately, much will depend on the specifics of the proposals brought forward by the government and how they might be applied. Fully-fledged employee directors? This seems unlikely in light of May's recent comments, and

critics point to the likes of Volkswagen as a dystopian example of what can go wrong under that structure. Directors nominated by employees who cannot be drawn from the employee pool or trade unions, as in the Netherlands? Employee advisory panels, who consult and make a public statement in the annual report? Whatever form it takes, any proposal will need to incorporate that hallmark feature of British corporate governance: flexibility.

Emmet McNAMEE, Glass, Lewis & Co., LLC

Monday, January 23, 2017 (<http://www.glasslewis.com/broadening-the-boardroom/>)

POINT DE VUE INVESTISSEUR

ETHOS CELEBRE SON 20 EME ANNIVERSAIRE ET PUBLIE SES 8 PRINCIPES POUR L'ISR

Genève, 02.02.2017 – Ethos a célébré aujourd'hui son 20ème anniversaire. A cette occasion, un événement a eu lieu autour du thème « En tant qu'investisseurs, nous construisons le monde de demain ». Ce thème a déjà été le fil conducteur du premier rapport annuel d'Ethos en 1997. Plusieurs personnalités sont intervenues en cours de journée, en particulier Madame la Conseillère fédérale Simonetta Sommaruga, Monsieur le Président du Conseil d'administration de Novartis Jörg Reinhardt, Madame la Conseillère aux Etats Karin Keller-Sutter et Monsieur Luc Recordon, ancien Conseiller aux Etats. Parallèlement à son 20ème anniversaire, Ethos publie ses 8 principes pour l'investissement socialement responsable.

En tant qu'investisseurs, nous construisons le monde de demain

La journée a été ouverte par Dominique Biedermann, le président de la Fondation Ethos et un de ses co-fondateurs. Il a rappelé les défis que représentait la mise en place d'une structure entièrement dédiée à l'investissement socialement responsable. 20 ans après, le fil rouge reste toujours le même : « Mobiliser l'épargne retraite autour d'investissements socialement responsables permet non seulement de dégager une rentabilité de premier ordre, mais également de faire évoluer les entreprises vers une meilleure gouvernance et une plus grande responsabilité environnementale et sociale. Dans cet esprit, nous pouvons effectivement contribuer à construire le monde de demain. »

La transparence comme condition cadre

Madame la Conseillère fédérale Simonetta Sommaruga a ensuite présenté le point de vue du conseil fédéral sur les conditions-cadre pour un investissement durable dans des entreprises socialement responsables. Selon elle, cela passe nécessairement par la transparence des entreprises dans leurs activités internationales : « Celui qui souhaite connaître la valeur d'une entreprise doit aussi savoir quelle importance l'entreprise accorde aux droits humains et à l'environnement ».

Les limites de l'autorégulation ?

Une table ronde a débattu du bon fonctionnement de l'autorégulation dans le cadre de la responsabilité environnementale et sociale des entreprises. Madame Karin Keller-Sutter, Conseillère aux Etats et Monsieur Luc Recordon, ancien Conseiller aux Etats et Conseiller national ont pu donner leur point de vue. Le public dans la salle a ensuite été interrogé à l'aide d'un vote électronique à la question « L'autorégulation fonctionne-t-elle en Suisse en matière de bonne gouvernance, ainsi que de responsabilité environnementale et sociale ? » 53% du public considère que ce n'est plutôt pas le cas.

Pour le président de Novartis le dialogue actionnarial est indispensable

M. Jörg Reinhardt, président du Conseil d'administration de Novartis, a ensuite souligné l'importance d'un dialogue

régulier avec les investisseurs institutionnels. Il a précisé que les investisseurs attendent toujours plus de responsabilité de la part des multinationales cotées. De leur côté, les entreprises souhaitent obtenir plus de transparence de la part des investisseurs et un horizon d'investissement à long terme pour soutenir le développement de stratégies orientées sur la création de valeur à long terme. M. Reinhardt a mis en avant le rôle clé d'Ethos : « Durant les 20 dernières années, Ethos a joué un rôle important dans l'amélioration de la gouvernance des sociétés suisses ».

La parole aux générations futures

En conclusion de la journée, la parole a été donnée aux générations futures, représentées par Madame Johanna Michel, directrice adjointe du Bruno Manser Fonds. Mme Michel a souligné l'importance pour les générations futures d'intégrer des notions de responsabilité dans la gestion des retraites en évitant notamment d'investir dans les sociétés qui ne respectent pas les droits humains, sont coupables de corruption ou détruisent l'environnement naturel.

Publication des 8 principes Ethos pour l'investissement socialement responsable

Cet anniversaire est également l'occasion pour Ethos de concrétiser 20 ans d'expérience dans l'investissement socialement responsable en publiant huit principes pour l'ISR basés sur la Charte de la Fondation Ethos qui repose sur le concept de développement durable.

Ces principes constituent un processus cohérent et doivent être tous respectés par un investisseur socialement responsable. Pour Ethos, agir en tant qu'investisseur socialement responsable ne suppose pas uniquement de sélectionner des titres selon des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance mais également d'exercer l'ensemble de ses droits d'actionnaire, tels le droit de vote et l'engagement actionnarial.

Lorsque cela ne porte pas de fruits, le 8ème principe d'Ethos prévoit différentes mesures permettant d'intensifier et d'étendre ses moyens d'action comme par exemple en déposant des résolutions d'actionnaire à l'assemblée générale.

LES HUIT PRINCIPES D'ETHOS POUR L'INVESTISSEMENT SOCIALEMENT RESPONSABLE

• Principe 1 : Agir en investisseur responsable.

En tant qu'investisseur socialement responsable, Ethos veille à conduire ses activités en respectant les meilleures pratiques en matière d'éthique des affaires. Cela suppose d'être indépendant, professionnel et transparent dans l'ensemble de ses activités. Conscient de sa responsabilité fiduciaire, Ethos cherche à offrir un rendement à long terme aux investisseurs de ses fonds de placement.

• Principe 2 : Exclure les sociétés dont les produits sont incompatibles avec les valeurs définies.

Dans le cadre de ses fonds de placement, Ethos exclut les sociétés dont les produits sont incompatibles avec les valeurs des membres de la Fondation telles qu'énoncées dans sa Charte.

• Principe 3 : Exclure les sociétés dont le comportement viole gravement les principes fondamentaux définis.

Dans le cadre de ses fonds de placement, Ethos exclut les sociétés dont le comportement viole les principes fondamentaux d'éthique et de développement durable.

• Principe 4 : Evaluer les sociétés selon des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG).

Dans le cadre de ses fonds de placement, Ethos investit en priorité dans les sociétés et les débiteurs qui bénéficient d'une évaluation ESG supérieure à la moyenne.

• Principe 5 : Prendre en compte le changement climatique dans la politique de placement.

Ethos investit en priorité dans les sociétés à faible intensité carbone. Sa politique de placement en la matière se fonde sur

l'élaboration d'un rating carbone Ethos des sociétés et le dialogue actionnarial concernant leur stratégie environnementale, de même que la réduction et la publication de l'empreinte carbone de ses fonds de placement.

• Principe 6 : Exercer les droits de vote d'actionnaire.

Ethos exerce systématiquement ses droits de vote d'actionnaire conformément à ses lignes directrices de vote fondées sur les meilleures pratiques en matière de gouvernement d'entreprise. Les lignes directrices de vote et les positions de vote sont communiquées sur internet.

• Principe 7 : Engager un dialogue actionnarial avec les instances dirigeantes des sociétés.

Ethos engage un dialogue direct avec les sociétés suisses cotées sur les problématiques ESG. Sur le plan international, Ethos soutient les initiatives collectives qui sont en ligne avec sa Charte.

• Principe 8 : Intensifier les mesures d'actionnariat actif si nécessaire.

Ethos peut intensifier les mesures d'actionnariat actif en intervenant en assemblée générale, en présentant des résolutions d'actionnaire, en se regroupant avec d'autres actionnaires ou en ayant recours à la justice. De telles mesures sont prises lorsque le dialogue est bloqué et qu'il est nécessaire de défendre les intérêts à long terme des actionnaires, ainsi que des autres parties prenantes.

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

-La Fondation Ethos regroupe plus de 200 caisses de pension et institutions suisses exonérées fiscalement. Créée en 1997, elle a pour but de promouvoir l'investissement socialement responsable et de favoriser un environnement socio-économique stable et prospère.

-La société Ethos Services assure des mandats de gestion et de conseil dans le domaine des investissements socialement responsables. La société propose des fonds de placement socialement responsables, des analyses d'assemblées générales d'actionnaires avec recommandations de vote, un programme de dialogue avec les entreprises ainsi que des ratings et analyses environnementales, sociales et de gouvernance des sociétés. Ethos Services appartient à la Fondation Ethos et à plusieurs de ses membres.

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

POINT DE VUE ENTREPRISE

ETHICS, TRUST AND COMPLIANCE: THE ROLE OF GOVERNANCE

Trust is a major issue for our societies, one that now seems more complex than ever to achieve. Everyone is affected in their own way by the disequilibrium of today's world and the need to adapt to it. As a vital catalyst for societal development, we are certain that it is crucial to understand how such trust is built and on what it is based if we are to make more informed decisions. Companies and institutions, which have been plunged into a new paradigm of constraints and requirements where economic performance alone is no longer enough, lie at the heart of this question.

Creating and above all maintaining trust is a challenge that requires businesses to build transparent, lasting relations with their stakeholders over the long term and, more generally, to assess their performance against criteria other than those that are purely financial. This qualitative approach forces them to not simply fulfil the legal requirements to which they are subject, but rather to go beyond these. At the same time, excessive regulation has often rightly been denounced: in 2013, a parliamentary report estimated that

there were more than 400,000 standards in place in France. Do such regulations really help to boost trust in economic stakeholders or, on the contrary, are they a straitjacket that stifles them and removes their sense of responsibility?

To think over this issue together, the Deloitte audit teams launched a discussion around the "trust equation" (*équation de la confiance*) and the unknown factors that comprise it. Economists, philosophers, company directors, public authorities and shareholders have been invited to share their opinions, which can be viewed at www.equationdelaconfiance.fr.

The 2008 crisis: a wake-up call

In an interview for Deloitte's "Trust Equation" initiative, Ramon Fernandez, Orange's Deputy Chief Executive Officer and former Director General of the French Treasury, highlights that in 2009 and 2010, "what contributed to creating an extreme intense crisis was above all the sudden loss of trust. This loss of trust affected not only the banking system of certain countries, but also the ability of governments and central banks to make the right decisions

and even the capacity of institutional decision-making systems to function effectively... In my view, we cannot rely solely on regulation to avoid this kind of crisis.”

The law, as the higher authority, restricts abuses and in some cases can also act as an impetus. However, it will never settle the question of the honesty with which it is interpreted or the integrity with which it is implemented that serve as guides over the long term, when conditions change or the environment becomes more challenging. For Mireille Berthelot, a Deloitte partner and executive committee member who heads up the Quality and Risk Management department, “standards must be based on governing principles, rather than a set of rigid, complex rules. These allow for interpretation and professional judgement and can be adapted to suit changes in the environment.”

The slow ethical “transformation” of businesses

After years of a debate that is still ongoing, businesses are gradually becoming aware of the need to adopt a social responsibility strategy. Recent laws are also increasing the largest firms’ obligations on combating corruption (1).

When asked about codes of ethics, **Frédéric Moulin**, chair of the board of directors of Deloitte France, argues that these are only meaningful insofar as “they are in line with a company’s values, values that are upheld by all and in particular by its directors”. In his interview, Frédéric Moulin also highlights that “it is vital that the wealth created within a company spreads to its surroundings. [...] This wealth must allow businesses to make the societies in which we live stronger and more united.”

For his part, **Emmanuel Lulin**, L’Oréal’s Chief Ethics Officer and Senior Vice-President, rightly recommends ethics programmes “based on a company’s values and those of the individuals of which it is formed.”

In his interview with Deloitte, Emmanuel Lulin emphasises that “attitudes are changing. Boards of directors and executive committees are putting ethics at the top of the agenda, focusing more on examining organisations’ culture. A certain desire and conviction is needed to achieve this as

(1) *French law 2016-1691 of 9/12/2016 on transparency, the fight against corruption and the modernisation of economic life.*

(2) *The EMEA 360 Board Survey is available on www.deloitte.com/center-for-corporate-governance*

(3) *Summary of the research carried out by the CSR Club, chaired by A.M. Idrac. Morning briefing and discussion held on 20 January 2017.*

Carol LAMBERT

Ethics and Governance leader, Deloitte France
clambert@deloitte.fr

The network of Corporate Governance Centres now covers more than forty countries, including France. Its activities contribute to the more general reflection going on around the world on the way in which the governance and supervisory bodies of listed companies operate and their relations with the executive team and shareholders. The network’s publications are available on its website: www.deloitte.com/center-for-corporate-governance

Lire également l’interview de **Dan KONIGSBURG** (Senior Managing Director, Corporate Governance & Public Policy Deloitte Touche Tohmatsu Ltd, New York) par **Olivia BERKMAN** du Financial Executives International Daily (FEI Daily):

“GEOPOLITICAL DISRUPTION AMONG TOP BOARD CONCERNS FOR 2017”

Boards of directors must embrace disruption in our volatile global business environment, including surprise elections, cyber risks, and activist investors. This will require courage. Strategy will be the board of director’s best weapon against risk. FEI Daily spoke with Dan Konigsburg, managing director of Deloitte Global’s Center for Corporate Governance on Deloitte’s 8th annual *Directors’ Alert*, which highlights key concerns facing boards today and how to address them strategically and courageously.

- **FEI Daily**: “What are the disruptions boards will face in the coming year?”

- **Dan Konigsburg**: “Some of them are new, some of them are not. We have the results of the U.S. election. We have Brexit in the UK. We had the surprise Italian election. We’ve got elections coming up that people are concerned about in Europe. I think for the first time in a while, people are concerned about the consequences to their business. Not just political disruption but the growth in populism and how that might affect business....” Pour lire la suite de l’interview, publié le 8 février 2017, suivre le lien : <http://daily.financialexecutives.org/geopolitical-disruption-among-top-board-concerns-2017-qa-deloittes-dan-konigsburg/>

DECLARATION FINALE DES QUATRIEMES ASSISES INTERNATIONALE DE LA COOPERATION ET DU MUTUALISME

Trois éléments de diagnostic

1-La mondialisation a créé une incroyable quantité de richesses mais elle a aussi creusé de multiples inégalités. Les jeunes figurent parmi les populations que cette situation malmène le plus. Cela n'empêche en rien de multiples succès car, dans tous les pays, une partie de la jeunesse a su réagir. Mais cela constitue pour tous un défi à relever si l'on souhaite donner toutes leurs chances aux générations futures.

2-Le monde mutualiste et coopératif devrait être le mieux à même de sortir vainqueur de cette situation pour deux raisons au moins :

-De par ses gènes mêmes : une relation au profit moins obsessionnelle que pour les entreprises soumises à l'exigence des marchés financiers ; un enracinement territorial qui favorise la relation de confiance ; un horizon temporel de long terme qui facilite les investissements dans l'économie réelle, il y a nécessité de revisiter notre rapport au temps. Il convient de sortir rapidement de la dictature de l'urgence et du culte de l'instant ; un principe "un homme = une voix" qui constitue a priori un véritable terreau démocratique ; une identité entre client et sociétaire, qui est un gage de fidélité ; une meilleure connaissance de certaines populations jugées "à risque", qui doit favoriser l'inclusion sociale et élargir le champ des opportunités que crée la crise elle-même.

-Du fait que de nombreux modèles très concurrentiels et très innovateurs, synthétisés par facilité sous le vocable d' "uberisation", sont proches des valeurs mutualistes et coopératives.

3-Telle n'est pas encore la réalité pour 3 raisons au moins :

-Liées au mutualisme et à la coopération qui ne savent pas toujours gérer leur « hybridation » avec l'économie de marché mondialisée et qui ne communiquent pas assez sur leurs spécificités et les potentialités que celles-ci représente. Ils leur appartiennent, aussi, de renforcer la communication entre eux.

-Liées à la réglementation au niveau européen et mondial qui cherche, sciemment ou non, à soumettre le modèle mutualiste et coopératif à la "norme" de l'entreprise privée cotée en bourse.

-Liées à la passivité des politiques qui refusent de reconnaître les atouts du mutualisme et de la coopération et de défendre ce modèle pourtant particulièrement créateur d'emplois, notamment pour les jeunes, et générateur de développement durable.

Cinq propositions

Pour permettre aux institutions mutualistes et coopératives de contribuer le plus efficacement possible à la création d'emploi en particulier pour les jeunes, trois conditions au moins doivent être remplies :

1-Que les politiques, et en premier lieu, les futurs candidats à l'élection présidentielle prennent clairement parti pour la défense de ce modèle. L'écrasante majorité des réglementations élaborées au niveau international comme au niveau national prennent pour référence le modèle d'entreprise privée de type capitaliste. Ce modèle est, certes, dominant dans la plupart des pays et a prouvé son

efficacité mais sa gouvernance donne lieu à de nombreuses dérives. Le modèle mutualiste et coopératif, lui aussi, peut donner lieu à des errements qu'il faut prévenir mais ce modèle est spécifique et nécessite donc une adaptation du cadre réglementaire. Cela est vrai, à des degrés divers, dans tous les secteurs d'activité. Cette adaptation ne doit pas se faire *ex post* une fois la réglementation élaborée mais *ex ante* en associant plus étroitement les structures mutualistes et coopératives et leurs représentants à la conception même des réformes.

2-Que des initiatives émergent pour sortir des pratiques traditionnelles, pour permettre l'intermédiation et le financement du développement durable et de l'investissement socialement responsable. La finance solidaire rejoint le mutualisme sur bon nombre de principes. Aujourd'hui, il faut aligner les intérêts de l'entreprise sur les intérêts de ses différentes parties prenantes et contribuer à la protection de l'environnement.

3-Que les mutualistes et les coopératives s'ouvrent à l'international en tendant la main à des coopératives étrangères pour faire face au défi mondial dans lequel le mutualisme et la coopération ont un rôle important à jouer, au lieu de laisser la main à d'autres structures qui pourrait avoir une vision différente du monde. Il faudrait prendre en compte l'ADN historique du mutualisme et le faire évoluer pour être plus attractif et à valeur ajoutée.

4-Que les institutions mutualistes donnent la priorité à l'emploi des jeunes. Ceci implique qu'elles poursuivent leur modernisation dans quatre directions au moins :

-La réforme de leur gouvernance dans le sens d'une plus grande transparence et d'une association plus étroite des jeunes dans leurs instances représentatives.

-La poursuite de leur mondialisation offrant des débouchés aux jeunes diplômés mais aussi l'ancrage dans leurs territoires, atout démocratique mais aussi économique du modèle mutualiste et coopératif.

-Le développement de leur communication afin de mieux faire connaître ce modèle mais aussi une liaison plus étroite avec le monde de la formation et de l'éducation qui constitue le seul véritable passeport de la jeunesse, passeport qui doit être offert à tous et ce pour accompagner les mutations technologiques à venir.

-Un effort sans précédent en matière de nouvelles technologies, condition sine qua non de création de valeur et de compétitivité. Dans ce domaine, l'effort passe, pour chaque entreprise, par le développement en interne des nouvelles technologies, offrant aux jeunes des opportunités de carrières, mais aussi par la multiplication des « passerelles » avec les nouvelles formes d'organisation du travail que les nouvelles technologies suscitent et permettent.

5-Que les jeunes eux-mêmes prennent leur destin en main et examinent, dans leurs recherches de formations et d'emploi, des formes d'organisation non conventionnelles au premier rang desquelles aujourd'hui figurent toujours la coopération et le mutualisme.

Olivier PASTRE, www.olivierpastre.fr

LES TRIBULATIONS DU DROIT SOUPLE

Le droit souple est un instrument - ou un cadre- de plus en plus important en matière de gouvernement d'entreprise. Il a connu en 2016 deux développements importants en France, sur lesquels il est utile de revenir.

Tout d'abord, rappelons de quoi il s'agit.

Quoique l'expression « droit souple » ait été consacrée par le Conseil d'Etat dans une étude de 2013 (1), les praticiens du monde des affaires parlent plus souvent de *soft law*. On peut la définir simplement comme la règle (ou un ensemble de règles) non juridiquement contraignante. L'étude du Conseil d'Etat propose une définition plus complète : « il s'agit de l'ensemble des instruments répondant à trois conditions cumulatives :

- ils ont pour objet de modifier ou d'orienter les comportements de leurs destinataires en suscitant, dans la mesure du possible, leur adhésion ;
- ils ne créent pas par eux-mêmes de droits ou d'obligations pour leurs destinataires ;
- ils présentent, par leur contenu et leur mode d'élaboration, un degré de formalisation et de structuration qui les apparente aux règles de droit. »

Ce n'est pas un procédé propre au gouvernement d'entreprise : les relations internationales y recourent depuis longtemps (*memoranda of understanding* bilatéraux, recommandations des organisations internationales, etc.). En droit interne, l'administration et en particulier les autorités indépendantes comme l'Autorité de la Concurrence ou l'AMF en font autant sous diverses formes : directives, lignes directrices, recommandations, rescrits, schémas directeurs, etc.

Dans notre domaine, ce sont des recommandations principalement contenues dans les codes de gouvernement d'entreprise. Le principe est que ces recommandations correspondent à un consensus sur les méthodes propres à assurer une bonne gestion de l'entreprise, et que les investisseurs qui raisonnent en termes de risque s'éloigneront des entreprises qui ne les respectent pas. La conséquence d'une déviation par rapport à celles-ci n'est donc pas la mise en jeu d'une responsabilité civile ou pénale, mais une sanction économique.

La *soft law* du gouvernement d'entreprise telle que nous la connaissons en Europe a deux caractéristiques spécifiques : l'autorégulation et la règle *comply or explain*.

Autorégulation (ou plus exactement régulation professionnelle), parce que les règles émanent largement des entreprises elles-mêmes. En France, on sait que ce sont des organisations regroupant les émetteurs qui produisent les principaux textes, le code Afep-Medef et le code Middledext. Dans d'autres pays, ce sont plutôt des organisations « de place » regroupant non seulement les entreprises, mais aussi selon les cas les représentants des investisseurs, les associations d'administrateurs, le régulateur du marché, des universitaires, voire des agences de conseil en vote. L'approche française est parfois critiquée, mais cette critique tend à perdre de sa pertinence puisque les révisions des codes sont précédées d'une concertation de plus en plus large : ainsi, la dernière révision du code Afep-Medef a fait l'objet d'une consultation publique en ligne. En outre, des recommandations émanent d'autres organisations, qu'il s'agisse des bonnes pratiques

diffusées par l'Institut Français des Administrateurs (IFA), des recommandations des associations d'investisseurs telles que l'Association Française de Sociétés de Gestion (AFG) ou des « politiques » des agences de conseil en vote. Ces deux dernières catégories ont clairement un effet semi-contraignant à l'égard des émetteurs puisqu'elles influent sur les votes des actionnaires, parties prenantes essentielles de l'entreprise, en assemblée générale.

Le principe « *comply or explain* », qui donne toute sa souplesse au droit souple du gouvernement d'entreprise. On connaît les diverses étapes suivant lesquelles cette règle s'est imposée : rapport Cadbury de 1992 en Grande-Bretagne, règles d'admission du London Stock Exchange en 1994, rapport Viénot II de 1999 en France, préconisation de la Commission des Opérations de Bourse (COB) en 2003, *Guide d'élaboration des documents de référence de l'AMF* en 2006, et enfin Directive européenne du 14 juin 2006 transposée en droit français par la loi du 3 juillet 2008. La règle est donc actuellement pour les sociétés cotées françaises : « lorsqu'une société se réfère volontairement à un code de gouvernement d'entreprise élaboré par les organisations représentatives des entreprises, le rapport prévu au présent article précise également les dispositions qui ont été écartées et les raisons pour lesquelles elles l'ont été. [...] Si une société ne se réfère pas à un tel code de gouvernement d'entreprise, ce rapport indique les règles retenues en complément des exigences requises par la loi et explique les raisons pour lesquelles la société a décidé de n'appliquer aucune disposition de ce code de gouvernement d'entreprise » (articles L. 225-37 et L. 225-68 du Code de commerce).

Si l'autorégulation et la règle *comply or explain* se sont imposées, c'est en raison des avantages qu'elles présentent.

L'autorégulation assure une meilleure pertinence des règles, puisque nul ne connaît mieux les besoins du marché et leur évolution que ses acteurs eux-mêmes. Si elle est assortie d'un mécanisme de suivi comme le Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise pour ce qui est du code Afep-Medef, elle permet également une meilleure application parce que la pression des pairs peut être tout aussi efficace que la contrainte judiciaire ou celle de l'autorité de régulation.

Quant à la règle *comply or explain*, il est évident qu'elle permet de prendre en compte l'extrême diversité des situations des entreprises, notamment celle de leur actionnariat. L'objectif poursuivi ici est de donner des assurances raisonnables aux investisseurs et aux autres parties prenantes de la société sur la conformité de sa gouvernance aux principes reconnus en matière de gestion. En particulier, il s'agit de montrer que l'équilibre des pouvoirs permet de préserver l'entreprise contre les aventures ou la négligence. Il ne s'agit pas de définir des règles dont le non-respect qualifie une faute justifiant une réparation civile voire une sanction pénale. Certes, la mauvaise gestion peut entraîner des préjudices pour les

actionnaires ou les autres parties prenantes de la société. Mais il n'y a pas d'étude économique prouvant avec certitude que la présence d'administrateurs indépendants, la préparation des décisions du conseil par des comités ou la dissociation entre la présidence du conseil et la direction générale par exemple, ont des effets mesurables en termes de performance de l'entreprise. Encore faudrait-il d'ailleurs s'entendre sur la mesure de la performance, et les approches diffèrent grandement, du *total shareholder return* au reporting intégré. Il est donc tout à fait logique de permettre aux entreprises d'expliquer comment, compte tenu de leurs spécificités, leurs structures de gouvernance sont favorables à une bonne gestion même si leur conformité aux codes n'est pas absolue.

Notons au passage que **les Etats-Unis ont suivi une voie différente et plus rigide**. Alors que c'est là qu'est né le courant d'idées qui a amené à réformer et codifier le gouvernement d'entreprise, c'est aujourd'hui le seul grand pays industriel non doté d'un code de gouvernement d'entreprise « national ». Cela s'explique en partie par le fait que le droit des sociétés relève des Etats fédérés : l'Etat fédéral n'intervient directement qu'en droit boursier, c'est-à-dire pour garantir la transparence de l'information financière des sociétés cotées. Les principes de gouvernance sont incorporés dans les règles d'admission (*Listing Rules*) de la Bourse de New York (NYSE) de façon contraignante : « *Companies listed on the Exchange must comply with certain standards regarding corporate governance as codified in this Section 303A* » ; et les sociétés sont obligées de communiquer sur la façon dont elles les appliquent. Les règles d'admission du NASDAQ comportent aussi des *corporate governance requirements* similaires (section 5600 des *Nasdaq Listing Rules*). La présence de règles fermes et la transparence permettent aux tribunaux de jouer leur rôle de régulation sociale, primordial aux Etats-Unis, principalement à l'occasion de la mise en jeu de la responsabilité des dirigeants au nom de leur *fiduciary duty*.

Revenons en France : l'absence de sanction juridique qui caractérise le droit souple en général et le régime d'autorégulation qui caractérise le droit souple appliqué au gouvernement d'entreprise ont connu des développements importants en 2016.

Le premier résultat de deux arrêts du Conseil d'Etat du 21 mars 2016. Ils concernent respectivement des communiqués de presse de l'Autorité des marchés financiers appelant les investisseurs à la vigilance et une prise de position de l'Autorité de la concurrence considérant qu'une des conditions qu'elle avait mises précédemment au rachat de TPS et Canal Satellite par Vivendi et le Groupe Canal Plus était devenue sans objet (2). Au sens juridique strict, ces actes ne créaient aucun droit, ni aucune obligation : leur non-respect par les intéressés n'est susceptible d'entraîner ni responsabilité civile ni responsabilité pénale. Cependant, le Conseil d'Etat a accepté de juger des recours en annulation contre ces actes de droit souple, à certaines conditions : dès lors que, d'un point de vue pratique, ils « sont de nature à produire des effets notables, notamment de nature économique, ou ont pour objet d'influer de manière significative sur les comportements des personnes auxquels ils s'adressent ». Il examine ainsi si les autorités régulatrices agissaient dans le cadre de leurs compétences et si, le cas échéant, les droits de la défense ont été respectés.

Ces décisions sont importantes parce qu'elles confirment que le droit souple, quoique « non contraignant », n'est pas dépourvu de sanction, « notamment de nature économique ». On voit donc que la Section du contentieux du Conseil d'Etat emboîte le pas à la Section du rapport et des études qui avait produit l'étude précitée de 2013. **L'autre développement marquant peut être analysé comme un recul du droit souple, ou au moins de l'autorégulation en matière de gouvernement d'entreprise. Il s'agit de l'introduction du *say on pay* « contraignant » par la loi du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique, dite loi Sapin II (3).**

Rappelons que naguère, au terme d'un débat à l'occasion d'un rapport de l'Assemblée Nationale (4), il avait été décidé de ne pas légiférer sur les rémunérations des dirigeants d'entreprises cotées, et de laisser ce sujet au droit souple. Cela s'est traduit par l'introduction d'un paragraphe 24.3, intitulé « consultation des actionnaires sur la rémunération individuelle des dirigeants mandataires sociaux », dans la version du code Afep-Medef publiée en 2013. Cette réforme avait trois effets.

Premièrement, elle accroissait le rôle de l'assemblée générale dans un domaine qui relève en principe de la compétence du conseil (5). A vrai dire, les prérogatives de ce dernier avaient déjà subi au fil des ans plusieurs diminutions au profit de l'assemblée. Dans les sociétés cotées, certains éléments de rémunération sont soumis depuis 2005 à l'approbation « contraignante » de l'assemblée générale : les rémunérations versées « à raison de la cessation ou du changement des fonctions, ou postérieurement à celles-ci » (c'est-à-dire essentiellement les indemnités de fin de mandat et les engagements de retraite) doivent être autorisées par l'assemblée selon la procédure des conventions réglementées et assorties de conditions de performance (6). Les stock options et attributions gratuites d'actions, quels que soient leurs bénéficiaires dans l'entreprise, doivent faire l'objet d'une autorisation de l'assemblée générale extraordinaire, et le code Afep-Medef prévoit depuis 2013 que « la résolution d'autorisation du plan d'attribution proposée au vote de l'assemblée générale doit mentionner [un] pourcentage maximum sous forme d'un sous-plafond d'attribution pour les dirigeants mandataires sociaux » (§ 24.3.3 dans la version actuelle).

Deuxièmement, elle formalisait une pratique jusque là étrangère au droit des sociétés français, celle de « résolution consultative » de l'assemblée générale. Cet organe a des compétences précisément délimitées (approbation des comptes et affectation du résultat, nomination des administrateurs, adoption et modification des statuts, etc.) qui donnent lieu à des résolutions, actes juridiques de plein effet. Certes, depuis une ordonnance du 9 décembre 2010 transposant une directive européenne de 2007, les actionnaires ont la possibilité de faire inscrire des « points » à l'ordre du jour de l'assemblée, qui sont distincts des résolutions proprement dites et donc a priori non décisionnaires, mais on ne savait trop que faire de cette faculté qui a été fort peu utilisée par les actionnaires. La nouvelle disposition du code Afep-Medef précisait aussi l'effet « semi-contraignant » de la résolution consultative : « *lorsque l'assemblée générale ordinaire émet un avis négatif, le conseil, sur avis du comité des rémunérations,*

délibère sur ce sujet lors d'une prochaine séance et publie immédiatement sur le site Internet de la société un communiqué mentionnant les suites qu'il entend donner aux attentes exprimées par les actionnaires lors de l'assemblée générale ». Par la suite, la notion de résolution consultative de l'assemblée a également été utilisée pour un autre objet, celui des cessions et acquisitions d'actifs représentant la moitié au moins des actifs de la société, à la suite d'une recommandation de l'AMF complétée par une nouvelle disposition du code Afep-Medef (7). Celle-ci prévoit les mêmes suites à un vote négatif de l'assemblée. Le procédé de la résolution consultative a d'ailleurs été repris par le législateur, puisque depuis une ordonnance de 2014 l'assemblée générale ordinaire doit être consultée annuellement sur l'enveloppe globale des rémunérations des « preneurs de risque » dans les établissements de crédit et des sociétés de financement (8). **Enfin, la réforme de 2013 ne concernait qu'un petit nombre de sociétés**, à savoir celles qui font « volontairement » référence au code Afep-Medef. Le rapport 2015 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise indique que sur 490 sociétés françaises cotées à Euronext Paris en 2014, 214 faisaient référence au Code Afep-Medef (et 193 au code MiddleNext) (9). Ce sont évidemment les sociétés de plus grande taille, c'est-à-dire justement celles où les questions de rémunération créent polémique.

La loi Sapin II affecte évidemment ces trois points. Les principes de répartition des compétences entre l'assemblée et le conseil, qui sous-tendent la loi et la jurisprudence en France, reçoivent une nouvelle exception de taille. La fixation de la rémunération des dirigeants par l'assemblée sous forme de résolution contraignante n'est en soi pas unique. On la trouve depuis quelques années, non seulement dans des pays où le conseil est conçu comme le délégataire

On peut cependant penser que le droit souple va rester un instrument essentiel de la régulation du gouvernement d'entreprise. En particulier, le procédé des résolutions consultatives d'assemblée, expérimenté en matière de rémunérations, peut se révéler utile sur d'autres sujets et va probablement continuer à être utilisé dans le cadre du mouvement général d'implication accrue des actionnaires.

Les opinions exprimées dans cet article sont propres à leur auteur et n'engagent pas le Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise.

(1) Conseil d'État, Étude annuelle 2013 : Le droit souple, Rapport, n° 63, Documentation française

(2) C.E. 21 mars 2016, Fairvesta International GmbH, n°368082, <http://www.conseil-etat.fr/Decisions-Avis-Publications/Decisions/Selection-des-decisions-faisant-l-objet-d-une-communication-particuliere/CE-21-mars-2016-Societe-Fairvesta-International-GMBH-et-autres> et NC Numericable, n°390023, <http://www.conseil-etat.fr/Decisions-Avis-Publications/Decisions/Selection-des-decisions-faisant-l-objet-d-une-communication-particuliere/CE-21-mars-2016-Societe-NC-Numericable>

(3) Articles L. 225-37-2 et L. 225-82-2 du Code de commerce

(4) Assemblée Nationale, Rapport de la mission d'information sur la transparence de la gouvernance des grandes entreprises, présenté par MM. Jean-Michel Clément et Philippe Houillon, n° 737, 20 février 2013.

(5) Articles L. 225-47 (président du conseil d'administration), L. 225-53 (directeur général), L. 225-63 (directoire) et L. 225-81 (président du conseil de surveillance) du Code de commerce.

(6) L. 225-42-1 et L. 225-90-1 du Code de commerce.

(7) Position - Recommandation de l'AMF n° DOC-2015-05 du 15 juin 2015 ; code Afep-Medef, § 5.3 et 5.4.

(8) Art. L.511-73 du Code monétaire et financier, créé par ordonnance du 20 février 2014.

(9) Rapport annuel 2015 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, p. 123.

Pascal DURAND-BARTHEZ

Docteur en Droit, avocat à la Cour de Paris
pascal.durandbarthez@codeafepmedef.fr

POUR VOTRE INFORMATION

L'IMPOSSIBLE ETAT ACTIONNAIRE ?

« La fonction d'actionnaire, qu'elle soit purement financière ou stratégique, n'est pas adaptée aux pouvoirs publics. Ce n'est ni une critique, ni un problème : c'est un fait qu'il convient d'assumer pour mettre fin à une ambiguïté contre-productive. L'État n'est pas un "homo economicus" et ne le sera jamais : le vouloir actionnaire, c'est espérer de lui ce dont il n'est pas capable, ni responsable". **David AZEMA.**

Les logiques de l'État et de l'actionnaire

	ÉTAT	ACTIONNAIRE
Objectif	Protection des citoyens	Rendement et protection de son patrimoine
Périmètre d'investissement	National	International
Réactivité	Faible	Forte
Temporalité	Influencée par le cycle électoral	Influencée par les résultats financiers
Capacité d'endettement	Quasi-illimitée	Très limitée
Capacité de retrait	Très limitée	Complète
Capacité d'anticipation	Très limitée	Immédiate
Besoin de justification	Important	Limité
Relation au risque	Aversion totale au risque	Prise de risque
Droit(s) applicable(s)	Droit Public et européen	Droit des sociétés

David AZEMA, l'auteur de cette étude, est le vice-président de l'Institut Montaigne. Il a notamment passé quinze ans au sein du groupe SNCF et a été directeur général de l'Agence des participations de l'État (APE) de 2012 à 2014.

POUR VOTRE INFORMATION

INSTITUT MONTAIGNE

La juxtaposition des termes État et actionnaire pose rarement question, pourtant elle ne va pas de soi, tant sont vives les tensions entre la logique d'un État et celle d'un actionnaire. Sur le long terme, ces tensions ne peuvent qu'affecter le développement des entreprises concernées et leur position relative dans la compétition mondiale, à rebours des objectifs affichés par l'État. Sans exclure que le contrôle par l'État d'une activité économique puisse se justifier dans certaines circonstances, cette note vise à montrer que la présence directe de l'État au capital d'entreprises cotées emporte, par nature, beaucoup plus d'inconvénients et de risques que de bénéfices. C'est pourquoi l'État devrait soit exercer un contrôle exclusif des activités qu'il détient soit se retirer ou, à tout le moins, confier à une entité tierce la gestion de son portefeuille de titres.

L'État ne sait pas, et ne doit pas, se résoudre à n'être qu'actionnaire. L'actionnaire recherche la rentabilité. Cet objectif est assumé et clairement énoncé aux dirigeants d'entreprises comme aux salariés et aux parties prenantes. Il recherche aussi la liquidité, en particulier lorsqu'il investit dans une entreprise cotée. En découlent des règles et des pratiques qui, au-delà des différences profondes entre catégories d'investisseurs, régissent largement le comportement de tous les actionnaires comme des dirigeants d'entreprises. Tout comme il ne peut – pour d'excellentes raisons – se résoudre à faire du profit et de la rentabilité ses objectifs premiers, l'État ne peut non plus adhérer pleinement à ce corpus de règles et de pratiques. L'État n'est pas un « *homo economicus* » comme les autres et ne le sera jamais : le vouloir actionnaire, c'est espérer de lui ce dont il n'est pas capable, ni responsable. De ce décalage irréductible découlent de nombreuses conséquences négatives, pour l'État comme pour les entreprises concernées. Ne jouant pas avec les mêmes règles que les autres joueurs, l'État s'en trouve paradoxalement affaibli dans la gouvernance des entreprises de son portefeuille. Devant obéir à de multiples contraintes législatives ou politiques, il n'a pas la manœuvrabilité d'un actionnaire normal. Contraint par les règles du droit des sociétés et du droit boursier, il ne peut pas non plus répondre aux aspirations interventionnistes de ses mandants. Pris dans cet étau, il abîme à la fois son capital financier et son capital politique. Les entreprises quant à elles se trouvent affaiblies de plusieurs manières : la gouvernance et la prise de décision sont plus complexes, les perspectives stratégiques sont plus contraintes et, last but not least, la présence de l'État entraîne, de la part de tous les acteurs, des jeux et des biais qui, in fine, rendent plus difficile l'émergence d'un consensus sur les objectifs et la gestion de l'entreprise.

Quel avenir pour l'État actionnaire ? Puisque l'État est soumis à des contraintes qui lui interdisent d'être simplement un actionnaire, il convient d'en tirer les

conséquences. D'abord en reconnaissant que l'État peut être légitime à intervenir en capital dans des activités économiques mais que cela doit être une exception. Cette intervention peut se justifier soit dans une logique de crise, soit lorsque l'activité présente des caractéristiques telles que sa privatisation ne serait pas, sur le long terme, pertinente pour la collectivité. Dans le premier cas, cette présence peut n'être que temporaire. Dans le second, l'État doit tirer toutes les conséquences de la situation de ces « agences/entreprises », ayant vocation à demeurer sous son contrôle. Il doit alors en revoir la gouvernance afin d'y exercer pleinement le contrôle, les consolider pour reconnaître la réalité de ses engagements financiers, et, sauf situation exceptionnelle le nécessitant, cesser d'entraîner à ses côtés des actionnaires tiers. Ensuite, en proposant que les titres détenus dans les autres entreprises du portefeuille soient soit vendus, soit confiés en gestion à des fins de rendement à une entité ne subissant pas les mêmes contraintes que l'État central et protégée par sa gouvernance de l'intervention politique de circonstance. Enfin, en admettant que l'actionnariat d'État n'est pas l'instrument central d'une politique industrielle et que l'État dispose de toute une palette d'instruments autrement plus efficaces pour influencer, contraindre ou corriger les dynamiques de marché. Regarder avec lucidité et sans idée préconçue la performance et l'utilité de l'État actionnaire ne peut que conduire à émettre de sérieux doutes sur la pertinence du maintien d'un portefeuille dont les contours doivent plus à l'histoire et à des considérations sociologiques qu'à une quelconque logique stratégique ou patrimoniale.

Recommandations

1-Déterminer quelles sont les entreprises ou activités aujourd'hui dans le portefeuille de l'État qui imposent un contrôle de l'État et définir des règles de détention et de gouvernance propres à ces objets. Ces entreprises devraient répondre à trois critères cumulatifs : produire des services considérés comme publics, être l'objet d'interventions

permanentes du politique affectant leur gestion ou leurs équilibres financiers, avoir des ressources importantes provenant du contribuable et non du client. Leur capital devrait être entièrement détenu par l'État, qui devrait en consolider l'activité et définir une gouvernance ad hoc lui permettant de disposer effectivement du contrôle du conseil tout en préservant l'autonomie de gestion de l'entreprise. Leur pilotage devrait être assuré par une agence rattachée au Premier ministre.

2-Limiter la présence directe de l'État au capital des autres entreprises commerciales de son portefeuille à un nombre très limité de situations. Cette recommandation implique plusieurs décisions de premier ordre, à savoir :

- engager un programme massif de cessions de participations publiques et/ou remettre ces participations en gestion à Bpifrance, sans contrainte de seuil de détention, et à des fins de rendement ;

- mettre en place d'autres instruments nationaux ou européens que la détention de titres pour atteindre ses objectifs de stratégie industrielle. Cette recommandation générale devra être adaptée pour tenir compte de certaines situations particulières et notamment celles où intervient un pacte d'actionnaire. Elle n'exclut évidemment pas que l'État conserve une capacité d'intervention exceptionnelle directe, en capital, pour faire face à une situation de crise.

Consultez le site : www.institutmontaigne.org

Nous publions une partie des travaux avec l'aimable autorisation de l'Institut Montaigne.

POINT DE VUE UNIVERSITAIRE

MONITORING PAR LES ANALYSTES FINANCIERS ET QUALITE DE GOUVERNANCE DES ENTREPRISES FRANÇAISES

La loi de sécurité financière (loi du 1^{er} août 2003) définit l'analyste financier comme tout individu qui «exerce une activité d'analyse financière [...] qui, à titre de profession habituelle, produit et diffuse des études sur les personnes morales faisant appel public à l'épargne, en vue de formuler et de diffuser une opinion sur l'évolution prévisible desdites personnes morales et, le cas échéant, sur le prix des instruments financiers qu'elles émettent». B. Graham et D. Dodd ont publié en 1934 le premier ouvrage intitulé «Security Analysis» dédié à la profession d'analyste financier. Ils développent les 3 volets de cette fonction à savoir: exposer les faits marquants relatifs à une valeur, sélectionner des valeurs au regard de leurs caractéristiques intrinsèques et critiquer la qualité des données financières objets de l'analyse.

Le métier d'analyste financier

Les analystes financiers sont des professionnels de la Finance, souvent employés par des banques, des intermédiaires en bourses, des fonds d'investissement et des compagnies d'assurance. Il existe deux types d'analystes financiers: l'analyste sell-side qui travaille pour le compte d'une institution financière (banque, broker, etc) et qui propose des analyses et des recommandations de vente et d'achat à court terme aux investisseurs sur le marché dans le cadre d'une activité de courtage. L'autre type d'analystes financiers est celui de l'analyste buy-side qui propose ses analyses et ses conseils à un gérant de portefeuille ou un investisseur institutionnel, dans une optique de performance de portefeuille d'actions. Le métier d'analyste consiste en amont, à collecter les informations pertinentes à partir de différents supports informationnels tels que les rapports annuels publiés, les rencontres avec les dirigeants, les conférences téléphoniques, les visites d'entreprises, et les réunions d'informations. Vient ensuite tout le processus de traitement, d'analyse et de structuration de l'ensemble des informations collectées afin de les intégrer dans une démarche décisionnelle. L'analyste financier établi par ailleurs des prévisions sur l'ensemble des facteurs internes et externes affectant la rentabilité de l'entreprise en se basant sur les bénéfices passées, la structure financière, la valorisation des actifs, la qualité managériale, les choix stratégiques pour le développement, les perspectives de croissance, le paysage concurrentiel et l'environnement économique, social et réglementaire. Au final, il recommande aux investisseurs d'acheter, de conserver ou de vendre les titres de la société objet de l'analyse. Ces recommandations créent de l'activité sur le marché et participent à l'accroissement des volumes de transaction lors de leur annonce. D'autres contextes amènent les analystes à produire des recommandations et des prévisions parmi

lesquelles les introductions en bourse, les fusions et acquisitions, et les augmentations de capital.

L'analyste financier et la résolution du problème de la sélection adverse

Plusieurs écrits mettent en lumière l'importance du suivi des entreprises par un ou plusieurs analystes financiers dans la qualité de leur gouvernance. Ces analystes opèrent comme une interface entre les managers et les gérants de portefeuilles pour le compte des investisseurs en bourse (particuliers, institutionnels, etc.) en rassemblant des informations, en les analysant et en construisant des indicateurs à destination de ces mêmes investisseurs. Ils participent ainsi à réduire l'asymétrie d'information entre l'entreprise et les investisseurs ce qui atténue la sélection adverse en matière d'investissement sur le marché action. Notons que l'information sur l'investissement est plutôt abondante: TV spécialisées (Bloomberg, CNBC, etc.), journaux et magazines économiques et financiers, sites Internet et forums de discussion, communication financière des entreprises et des communiqués de presse. Pour autant, il demeure très difficile pour les petits porteurs de choisir les bonnes informations pour toute prise de décision. Les analystes diffusent une information financière intelligible et facilitent sa compréhension, aidant ainsi les investisseurs à sélectionner des actifs ou des classes d'actifs qui les satisfont. De fait, ils participent à la résolution du problème de la sélection adverse rencontré par les investisseurs dans leur processus de décision d'investissement en actions dans les différents contextes cités plus haut. L'opinion de ces experts sur une valeur donnée ou un secteur, constitue un véhicule puissant de la qualité managériale de l'entreprise suivie. Ces véhicules sont supposés rendre le marché plus efficient en faisant de telle sorte que les prix reflètent à tout moment toute l'information disponible et pertinente, à la fois celle qui concerne l'historique de l'entreprise et celle qui relève des anticipations futures. Les investisseurs disposent

ainsi d'une estimation probante de la valeur intrinsèque de l'entreprise.

Surveillance (monitoring) par les analystes financiers : un vrai mécanisme externe de gouvernance

Les analystes contribuent par leurs compétences à la réduction des coûts d'agence de l'entreprise à travers les activités de surveillance externe. En effet, en communiquant sur la qualité du management et les perspectives futures de l'entreprise, les analystes participent du dispositif de contrôle des équipes dirigeantes et contribuent à la bonne gouvernance des entreprises. Un nombre important d'études a mis en évidence un lien positif entre le nombre d'analystes suivant une entreprise donnée (analyst coverage) et sa valeur boursière. Ces études attribuent cet effet positif à la réduction de l'asymétrie informationnelle entre les managers et les investisseurs, et à l'activité de surveillance des comportements managériaux. La théorie positive de l'agence soutient d'une manière explicite un rôle socialement productif des analystes financiers, celui d'une fonction de surveillance réduisant les coûts d'agence et la consommation de bénéfices privés. Le suivi (couverture) des analystes exerce une surveillance externe de plus en plus forte à mesure qu'ils sont plusieurs à suivre la même entreprise et qu'ils ont une renommée internationale. Ils rencontrent les managers, les interrogent sur leurs activités leur positionnement, leur stratégie, leurs forces et faiblesses, etc. Lorsque le nombre d'analystes qui suivent une entreprise donnée est élevé (consensus des analystes sur une valeur), l'évaluation des entreprises devient plus pertinente, les erreurs de prévision plus faibles, et le *pricing* des actions sur le marché plus efficient.

Dans le même ordre d'idées, des études ont montré que le rôle de l'analyste financier dans la réduction du risque de défaut d'une entreprise est moins prononcé pour les entreprises ayant une meilleure qualité de gouvernance. L'efficacité des mécanismes internes de gouvernance tend à limiter l'effet de monitoring par les analystes financiers qui jouerait alors le rôle d'un mécanisme de substitution. D'autres études ont montré que par leur présence, les analystes financiers contribuent à réduire la gestion ou la manipulation des résultats comptables par les dirigeants. En effet, cette pratique semble courante et vise à communiquer au marché une certaine performance managériale. Ces bureaux d'analyse sont même en mesure de détecter des fraudes au même titre que les auditeurs et les autorités des marchés financiers. Enfin, les entreprises qui sont suivies par un nombre élevé d'analystes sont généralement moins enclines à réaliser des opérations de fusions et acquisitions non créatrices de valeur.

La question de l'indépendance des analystes financiers reste tout de même posée en raison des conflits d'intérêts existants

dans certaines situations, et ce malgré le fait qu'ils soient tenus à des règles de déontologie. Le Code de déontologie des Analystes financiers met l'accent sur "l'indépendance de jugement" et sur "l'objectivité" des analystes, avant d'indiquer la "primauté de l'intérêt des clients". En effet, certaines banques ou sociétés de courtage peuvent se retrouver avec des participations dans le capital de sociétés qu'elles analysent. Ces participations sont réalisées dans le cadre d'une gestion de fonds actions et OPCVM, d'une gestion de portefeuille actions ou enfin, d'une gestion de produits dérivés, ce qui renforce la tentation d'influencer les cours à travers le sens de la recommandation et le niveau d'optimisme des prévisions. Dans le cadre de leurs activités de banques d'investissement, ces institutions sont par ailleurs contraintes d'avoir d'excellentes relations avec les émetteurs qui sont des clients actuels ou potentiels. Ces derniers sont sensibles au comportement de ces institutions en matière de recommandation, de prévision et de notation, en particulier lors du choix de la banque ou de l'intermédiaire qui sera chargé de l'émission ou de la notation. C'est pourquoi, ces analystes sont plus enclins à livrer des conseils positifs (achat, surpondération, renforcement, etc.), plutôt que des conseils de vente ou d'allègement.

En guise de conclusion

Les analystes financiers constituent des acteurs incontournables sur les marchés financiers et servent de dispositif de surveillance externe en exerçant une pression disciplinaire non négligeable sur les managers. Leurs activités d'analyse, de prévision, et de recommandation font l'objet de notes et de rapports qui sont diffusés aux investisseurs sur le marché. L'agrégation des analyses et des opinions des analystes en bourse aboutit à un consensus qui traduit une moyenne des prévisions des analystes relatives à un marché (consensus marché), à un secteur d'activité (consensus secteur) ou à une entreprise (consensus valeur). Le consensus est censé traduire l'opinion du marché à un instant donné. Il est revu régulièrement en fonction des évolutions du marché ainsi que des annonces faites notamment par les entreprises dans le cadre de leur communication financière. Leur présence est ainsi synonyme de meilleure transparence financière, de décisions financières et stratégiques plus rationnelles, d'une valorisation plus probantes de l'entreprise par les investisseurs, et enfin de moins d'enracinement des dirigeants et d'expropriation des minoritaires. Toutes ces implications conduisent à atténuer les conflits d'agence, à améliorer le management de l'entreprise et à garantir une meilleure gouvernance d'entreprise.

Taher HAMZA

Maître de conférences agrégé-HDR en Finance, IHEC, Tunisie ; Ancien Professeur permanent, ESC-Clermont Ferrand, France

taher.hamza@topnet.tn

POUR VOTRE INFORMATION

Présidente de la société de communication Capitalcom, Caroline de La MARNIERRE vient de lancer L'INSTITUT DU CAPITALISME RESPONSABLE

Son objet : L'Institut du Capitalisme Responsable (ICR) est un centre de recherche appliquée sur la « **pensée intégrée** » et **responsable**, pour les entreprises, les investisseurs et plus globalement la communauté financière.

Sa vocation : Il est un **stimulateur des sens** de l'Entreprise pour souder un nouveau pacte avec la société civile, en tissant une relation mutuellement vertueuse.

Son action : L'Institut conçoit, pilote et anime des échanges d'idées et des interactions entre dirigeants d'entreprises, représentants de la société civile et experts de Place référent.e.s et interdisciplinaires. Ensemble, ces derniers veulent faire avancer les entreprises, les investisseurs, et plus globalement la communauté financière, vers une pensée plus intégrée, plus responsable et plus durable. Il est constitué d'une part de plusieurs « Think Tanks » dédiés à la réflexion et de « Do Tanks » consacrés à l'expérimentation, et d'autre part d'événements de référence, sur le chemin du capitalisme responsable.

Son rayonnement : L'Institut contribue aux consultations de Place à l'international, dans l'idée de faire valoir ses positions auprès des acteurs de tout premier plan. Ses travaux et son rapport annuel seront largement diffusés auprès des pouvoirs publics et gouvernements, des grandes entreprises, des partenaires sociaux, des fonds d'investissement, des institutions les plus reconnues, des ONG et institutions, des Universités et grandes écoles, ainsi que des médias, en France, en Europe et à l'international.

Son statut : Il est une SAS indépendante et non-génératrice de profit.

Ses atouts : Il bénéficie d'une expérience solide avec plusieurs Think & Do Tanks thématiques et des événements de référence organisés, établis et en plein développement. Créés par CAPITALCOM depuis 2005, ils jouent un rôle de précurseur, en particulier dans le domaine de la pensée intégrée.

Sa force réside dans sa capacité à créer de la transversalité par des interactions au sein des entreprises (Finances, RH, Communication, RSE, Stratégie, Audit, Compliance, etc...), et avec des parties prenantes extérieures (investisseurs, pouvoirs publics, partenaires sociaux, agences de notation, ONG, associations, fondations, etc.).

Enfin, il bénéficie d'un réseau inédit de Groupes Partenaires Pionniers parmi les groupes français engagés dans une démarche de « pensée intégrée », des représentants de la société civile, et un réseau inédit d'experts de Place. www.capitalisme-responsable.com

POUR VOTRE INFORMATION

DOTANK, LIVING LAB DES ENTREPRISES MOYENNES

leDoTank, living lab des entreprises moyennes, est une association née en 2016, avec pour vocation de créer un écosystème sur mesure pour : produire des connaissances sur la réalité des entreprises moyennes ; expérimenter et contribuer au renouvellement des pratiques ; donner de la consistance à la responsabilité des entreprises ; réfléchir à des critères sociaux pertinents en RSE pour les entreprises moyennes ; faire des propositions de régulation aux décideurs des règles du jeu.

Les projets de leDoTank sont directement inspirés par les problématiques d'action des entreprises moyennes. Pour produire des propositions novatrices, une condition exigeante s'impose : concevoir et s'immerger dans des projets collectifs singuliers, où les disciplines, les praticiens, les experts et les chercheurs travaillent ensemble, et non à côté les uns des autres, à produire les idées qui deviendront des connaissances et des cadres pour l'action.

Le Juridikthon, organisé grâce à un partenariat riche et inédit avec l'Anact (Agence Nationale pour l'Amélioration des Conditions de Travail), illustre le type de projet nécessaire pour accompagner la période d'intenses innovations sociales et organisationnelles qui se profile et qui concerne directement les entreprises moyennes. En effet, il ne suffit pas de reconnaître que celles-ci licencient moins que les grandes entreprises en période de repli de l'activité et que leurs stratégies se déploient à plus long terme pour en saisir les spécificités.

Les travaux de préfiguration du Juridikthon, animés par leDoTank et l'Anact sont partis d'une volonté : dépasser la seule conformité réglementaire pour expérimenter de nouveaux équilibres plus efficaces et plus sécurisants pour les entreprises et leurs parties prenantes. Neuf entreprises membres de Middlenext (association représentante des valeurs moyennes cotées) et/ou de l'APM (Association pour le Progrès du Management – 7500 dirigeants) ont participé à ce travail : Aldes, Boiron, Herige, Limagrain /Vilmorin, Radiall, Serge Ferrari, Thermador, Toupargel, Wavestone.

Ces entreprises, comme toutes les entreprises moyennes, font face à de multiples enjeux qui interrogent en continu l'organisation du travail, le management, la politique de ressources humaines et le dialogue social. Souvent dynamiques et innovantes, ces entreprises peinent particulièrement à concilier contraintes économiques, mise en conformité juridique et aspirations des salariés sur des sujets particulièrement complexes à encadrer comme le

télétravail, le droit à la déconnexion, la charge de travail ou l'organisation des instances représentatives du personnel. Le travail de préfiguration du Juridikthon a permis de repérer, décrire et documenter des pratiques sociales sur ces sujets clés, révélant par là même qu'un potentiel expérimental riche et varié existe dans les entreprises moyennes. Ainsi, le Juridikthon pouvait se lancer, avec l'ambition de viser des réponses innovantes en tenant (réellement) compte de la complexité de la réalité des entreprises participantes.

Les 2 et 3 mars derniers, le premier « Juridikthon », a rassemblé six équipes, composées de quatre étudiants du Master 2 « Droit du travail et de l'Emploi », de deux chargés de mission du réseau Anact-Aract et d'un avocat en droit social ; les six équipes ont concouru pendant deux jours dans un format « hackathon » pour répondre aux problématiques de 7 entreprises volontaires.

Des experts de tous horizons - services du Ministère du Travail, inspecteurs du travail, organismes de prévention, enseignement supérieur, organisations syndicales et professionnelles - les ont accompagnés pour les aider dans leurs travaux. L'événement a mobilisé au total plus d'une centaine de personnes. Objectif : faire construire un cadre juridiquement sécurisé dans lequel développer des pratiques sociales innovantes. Ceci en favorisant le rapprochement autour de situations réelles d'entreprises deux mondes traditionnellement cloisonnés, celui des juristes (avocats, juristes d'entreprise...) et celui des spécialistes des organisations et relations de travail (ingénieurs, ergonomes, sociologues...). Les 6 équipes ont présenté leur projet à un jury présidé par Yves Struillou, Directeur Général du Travail, qui a délibéré le vendredi 3 mars. Le prix du jury du premier Juridikthon a été attribué au projet portant sur la régulation de la charge de travail. Madame Myriam El Khomri, Ministre du Travail, de l'Emploi, de la Formation professionnelle et du Dialogue social, a remis le prix à l'équipe vainqueur ce lundi 6 mars. Deux coups de cœur ont également été attribués : par leDoTank qui a souhaité récompenser le travail portant sur un thème où les enjeux d'expérimentation et d'évaluation de l'impact sont particulièrement élevés puisqu'il s'agit de la fusion des instances ; c'est Malakoff Médéric, partenaire de leDotank, qui a remis ce coup de cœur par Wolters Kluwer France, pour un projet portant sur l'optimisation du fonctionnement des instances de dialogue social.

c.weber@middlenext.com; www.anact.fr

POUR VOTRE INFORMATION

Le Rapport Schuman sur l'Europe, l'état de l'Union 2017 : L'ouvrage de référence annuel sur l'Europe

En 2017, les Européens sont confrontés à des défis majeurs : terrorisme, populisme, échéances électorales nationales. Sur le plan économique : investissement, croissance, emploi, démographie, commerce international. Sur le plan externe : sécurité, défense de l'Europe et son financement, incertitudes sur la relation transatlantique, bouleversements au Moyen-Orient, etc. Le Rapport Schuman 2017 sur l'état de l'Union permet aux meilleurs experts de ces thématiques de les présenter et de les discuter.

Sans équivalent, cette 11ème édition est, pour les décideurs et les observateurs, une source unique d'analyse et de réflexion. Cet ouvrage propose une synthèse de l'Europe politique, un état des rapports de force électoraux au sein des États membres et du Parlement européen, la représentation politique et économique des femmes, 36 cartes originales et 120 pages inédites de statistiques commentées. Le Rapport Schuman 2017 sur l'état de l'Union est plus que jamais essentiel pour comprendre les enjeux européens. Cet ouvrage, réalisé sous la direction de Thierry Chopin et de Michel Foucher, est publié aux éditions Lignes de repères. Disponible en librairie et sur le site de la Fondation Robert Schuman : www.robert-schuman.eu



POINT DE VUE INVESTISSEUR

ATTENTION LES DOIGTS ! L'ACTIONNAIRE DE SNAP (CHAT) N'AURA MEME PAS DE DROIT DE VOTE

SNAP Inc., développeur de la plateforme Snapchat, entend profiter de la folie des marchés pour les réseaux sociaux et valeurs technologiques et entend ramasser quelques trois milliards de dollar dans une opération qui valoriserait la société à – on croit rêver – 20 à 25 milliards de dollar! Ce chiffre, est bien supérieur aux estimations récentes et se met en perspective des \$4,3 milliards récoltés par les marchés américains en 2016 pour 26 introductions. Mais le pire est que ce prix astronomique n'offrira aux souscripteurs aucun droit de vote. Proxinvest attire l'attention sur les risques inhérents trois aspects abusifs de cette opération : l'absence de responsabilité de la société devant ses actionnaires, le prix ahurissant de la souscription proposée et la politique de rémunération qui révèle l'immaturité des dirigeants.

Un risque de gouvernance sans contrôle : Les fondateurs, Even Spiegel, 26 ans, et Bobby Murphy, 28 ans, entendent poursuivre dans la veine de Google dont les fondateurs Sergey Brin et Larry Page s'étaient gardés 60% des droits de vote lors de l'introduction de 2004. Mark Zuckerberg de Facebook avait suivi en 2012, mais en retirant plus tard aux actionnaires leur droit de vote pour en garder 60% après avoir offert la plus grande partie de ses titres à sa fondation personnelle.

SNAP a créé trois classes d'actions : - 512 millions d'actions de Classe A n'ont aucun droit de vote. Les fondateurs auront chacun 21.8% de ces actions. Les investisseurs de la première heure Benchmark Capital Partners et Lightspeed Venture Partners gardent respectivement 12.7% et 8.3%, aux cotés des administrateurs de SNAP et du patron de Benchmark, Mitchell Lasky, qui s'était octroyé personnellement 12.7% de ces actions.

- Les actions B qui disposent d'un droit de vote par action sont détenues par les mêmes : Benchmark (22.8%), Lightspeed (15%), et Lasky (22.8%). Spiegel et Murphy s'étaient réservés les actions de Classe C à part égale avec 10 droits de vote par action et au total **88.6%** des droits de vote sur la société. Après l'introduction en bourse prévue les actions B perdront, en cas de cession ou de décès du détenteur, leur droit de vote, devenant des actions A de même que les actions C se convertiront en actions B en cas de cession ou de décès du détenteur, perdant leur privilège, sauf ici, en cas cession entre les deux fondateurs. Tant que les actions C subsisteront les actions A n'auront pas de droit de vote. Ce qui implique que les deux fondateurs remonteront à 90% voire plus des droits de vote de cette «société». De plus SNAP a réservé la possibilité de paiement de dividendes des actions C sous forme d'actions A ce qui permettra aux fondateurs de vendre des actions A sans s'appauvrir : les fondateurs ont ainsi une prime de contrôle de 2,9 fois leur intérêt économique ce qui viole le principe d'alignement souhaitable « une action une voix ». Dans une récente étude faite en commun les agences IRRC

[i] et ISS ont observé que les sociétés à droit de vote simple de l'indice composite S&P 1500 ont à fin Août 2012 surperformé les sociétés à droit de vote double ou multiple sur trois, cinq et dix ans, tandis que les secondes n'avaient elles surperformé que sur une période courte d'un an entre 1990 et 1998. Selon Chad Zutter de l'université de Pittsburgh les introductions des sociétés à droit de vote double ou multiples présentent généralement une forte décote à la suite de l'offre du fait, selon lui, de la perception initiale par le marché d'un lien entre la protection extrême qu'offre ces droits de vote multiple et la performance, perception que le marché corrige avec le temps. Selon d'autres chercheurs, Thomas Chemmanur et Yawen Jiao's les introductions de sociétés protégées peuvent l'emporter à condition que leurs dirigeants soient de forte réputation et que l'écart d'incertitude entre les perspectives à long terme et à court terme soit important. Certes, l'absence de droits pour l'actionnaire ne décourage pas les investisseurs d'investir dans les start-up mais les fondateurs de SNAP n'ont-ils pas ici été trop loin ? Le Council of Institutional Investors (CII), qui comprend des centaines institutionnels américains comme CalPERS (California Public Employees Retirement System) ou Aberdeen Asset Management, a récemment écrit à Spiegel, Murphy, et au président désigné de SNAP Michael Lynton, de veiller à revenir au droit de vote simple en ligne avec les conclusions de l'étude d'IRRC sus-évoquée. De même, l'Investor Stewardship Group (ISG), qui regroupe 16 gros poids lourds institutionnels comme Blackrock et Vanguard, rejettent les droits de vote double ou multiple. Selon Vanguard "Shareholders should be entitled to voting rights in proportion to their economic interest" and to "establish mechanisms to end or phase out controlling structures at the appropriate time, while minimizing costs to shareholders". Le gérant annonce appliquer ce principe [ii] à partir du 1^{er} janvier 2018.

Une valorisation insensée : Une valorisation de 25 milliards pour SNAP, soit 62 fois les ventes 2016, pour une perte annuelle et un EBITda négatifs de 500 millions ! C'est

surtout ces chiffres insensés qui indignent le marché. Le prix d'introduction qui n'est pas encore fixé valorise 25 fois les ventes estimées pour 2017 beaucoup plus que Facebook ou Twitter. Ceci alors même que la marge brute de SNAP pour l'année 2016 était négative de 12% même il est vrai positive enfin de 7% au quatrième trimestre, tandis que Twitter, présentait une marge brute de 63%.

Tout ceci, nous dit-on, parce que SNAP s'en remet au cloud Google pour stocker ses immenses données au prix d'un paiement annuel minimum de 400 million de dollar par an ! L'EBITDA ajusté a donc baissé de 57% au niveau négatif de -\$459 million pour 2016 et son Free Cash Flow est une hémorragie de \$678 million On y oppose que l'on attend un chiffre d'affaires de 1 milliard de dollar en 2017 après \$405 million en 2016 avec une croissance de 40% du nombre des premiers utilisateurs mais en face Facebook a créé un produit concurrent, les "Instagram Stories".

Par ailleurs, Twitter, qui cote \$18-\$19 se situe à 50% de son prix d'introduction et le marché est sceptique tandis qu'il est vrai que Facebook, dont le prix d'introduction a aussi glissé de 50% a atteint 350% de mieux que le prix d'introduction.

On admettra que face à de telles incertitudes la capacité de changer de dirigeants semble plus que jamais nécessaire.

Rémunérations incontrôlables ? : Autres souci, l'examen des rémunérations pratiquées dans cette start-up révèle que SNAP rémunère plus le potentiel de performance que la performance elle-même. Le jeune fondateur et directeur général Evan Spiegel, s'est déjà payé 2,4 millions de dollar en rémunération pour 2016, entièrement en cash, ceci bien évidemment en sus des actions A qu'il a lui reçues comme dividende pour ses actions C. SNAP a certes annoncé qu'il n'aurait post-IPO, qu'un salaire symbolique de 1 dollar, comme Mark Zuckerberg et les fondateurs de Google. Mais il doit aussi recevoir une récompense spéciale pour "introduction réussie" de... 3% de toutes les actions émises à la clôture de l'introduction, l'équivalent sur les prix annoncés de 600 à 750 million de dollar en nouvelles actions C, ce qui en fera le premier actionnaire, désormais loin devant son collègue Murphy !

SNAP avait déjà surpris de marché en embauchant l'an dernier Imran Khan venant du Crédit Suisse comme stratège en chef, en lui offrant à l'embauche 7 millions d'unités salariales de performance (restricted share units ou RSUs) valant alors 146 million de dollar, soumises à une condition de permanence et à des conditions de performance ; mais, selon le document S1, la condition de performance est satisfaite par l'occurrence d'un événement qualifiant « comme un changement de contrôle ou la date fixée d'une introduction en bourse » ! En décembre 2016, SNAP avait émis pour 1.5 milliard de dollar de ces RSU non arrivés à maturité et si l'introduction en bourse avait eu lieu le 31 décembre SNAP aurait dû reconnaître une provision colossale de 1,1 milliards pour les unités de performance matures ! Paradoxalement le succès de l'introduction consistera en un énorme jour de rémunération pour les collaborateurs sans rapport direct avec les opérations pourtant, et, à la différence des actionnaires ils ne subiront aucunement la correction probable « à la Twitter ».

Que faut-il en retenir? : Si SNAP devient le prochain Facebook et se redresse après une première baisse, certains peits porteurs joueurs naïfs auront perdu gros, mais les Cassandra que nous sommes ici seront baillonnés puisque les investisseurs récupéreront leur mise. Mais le risque est gros de tout perdre et de ne jamais pouvoir changer le management. Proxinvest sans renier son enthousiasme pour les technologies nouvelles et prometteuses des Google, Facebook Twitter ou Snapshat, s'interroge sur un tel agenda financier : vendre à ce prix une aventure incertaine fondée sur l'avidité financière sans limite de ses dirigeants, sans aucun sens de la responsabilité vis-à-vis des actionnaires, donc vis-à-vis des clients, des collaborateurs et du public, inquiète. Seule la dévotion d'un Sell side particulièrement dévoyé peut justifier de tels chiffres et de telles perspectives et ces promesses ne sauraient remplacer le principe de responsabilité dans le succès comme dans l'échec. L'avenir seul nous dira si l'investisseur aura gagné à souscrire à de tels excès et à de telles méthodes

Imad BARAKE

Nous reprenons avec l'aimable autorisation de l'auteur ce texte posté le 14 février 2017 par **PROXINVEST** : www.proxinvest.fr

[i] Lukonik, Jon and Sean Quinn. Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500: A ten Year Performance and Risk Review. IIRC Institute and ISS. October 2012

[ii] CII letter : http://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2017/02_03_17_SNAP_IPO.pdf.

POUR VOTRE INFORMATION

L'ouvrage répond à la question fondamentale pour la banque de détail du « comment concilier rentabilité durable et fidélisation » de sa clientèle. Une façon de réfléchir sur l'évolution d'ensemble de la banque de détail dans un contexte de pertes de repères, de quêtes du sens, de transitions économiques et de productions amplifiées de liens et de réseaux numériques, c'est-à-dire, In fine, répondre aux inquiétudes liées à la préservation de la confiance du client et à celle du devenir des emplois et des compétences. Des défis, au coeur d'une actualité bouillonnante et incertaine où des facteurs tant réglementaires que technologiques exacerbent la concurrence et les taux d'attrition des clientèles. Après les craintes liées à l'arrivée d'Internet en matière de sécurité des paiements, les « FinTechs » menacent la profession sur son propre métier de conseiller. Les approches commerciales classiques comme les outils ou les métiers sont aujourd'hui bousculés. L'innovation et la gestion des ressources humaines, correctement pilotées, sont, probablement, de formidables leviers pour réinventer le modèle et le management de la banque de détail de demain.

L'ouvrage, structuré en sept parties, traite de l'ensemble des aspects du management dans une perspective de d'optimisation du pilotage. Il aborde, successivement, l'environnement économique, la gouvernance de la banque de détail, les contraintes réglementaires et stratégiques, les produits et les financements offerts, la conduite des politiques commerciales et la gestion des ressources humaines rentables. Enfin, la dernière partie suggère des préconisations pour relever les multiples défis qui pèsent sur une banque de détail conduite à repenser son modèle d'affaires. Cet ouvrage, par son approche à la fois théorique et pratique, apporte aux lecteurs professionnels, étudiants en Grandes écoles ou en Masters universitaires, des outils et des réflexions susceptibles de les mettre en capacité de développer leurs potentialités dans les domaines comportemental, commercial et de responsabilités managériales. **Editeur : MA éditions** : ISBN : 978-2-8224-0507-2 ; 360 pages - **Parution : Février 2017**

Michel ROUX est Doyen Honoraire de l'Université Paris 13 -Sorbonne Paris Cité - ancien 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° 7234). 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). Il est 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). Avocat, il enseigne toujours le droit bancaire, l'économie bancaire et l'éthique (au CNAM, à la Faculté de Droit de l'Université de Strasbourg, au Centre de Formation de la Profession Bancaire...).

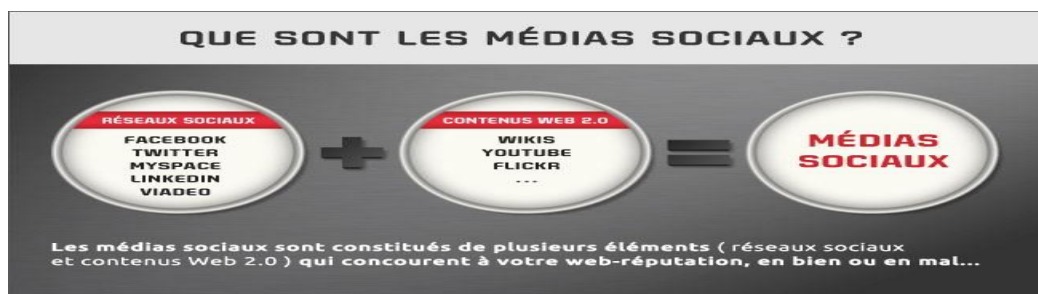
AGENDA

- **ICGN Kuala Lumpur Conference:** 11-13 July 2017 & **ICGN Paris Event:** 6-7 december 2017; www.icgn.org.
- **Formation EIFR:** "Intended and unintended consequences of financial-market regulations with Raman Uppal" le 01.06.2017; contact@eifr.eu.
- **Revue Banque, Club Banque-séminaires :** «La révolution européenne de la protection de la clientèle» le 23.04.2016 et « Comment renforcer la culture de conformité ?», le 27.04.2017; contact : marchal@revue-banque.
- **AGEFI :** « Paris Investment Research Forum », le 11.05.2017; « le Forum de la gestion institutionnelle » le 18. 05.2017 et « Les actifs du patrimoine 2017 », le 30.05.2017. www.agefi.fr.
- **Af2i :** « le Club des acheteurs publics », les 21.04.2017 et 09.06.2017. contact@af2i.org ; www.af2i.org.
- **CAPITALCOM :** « Grand Prix de l'Assemblée Générale au Pavillon d'Armenonville, dans le cadre des Rencontres financières internationales de Paris EUROPLACE », le 12.07.2017. www.capitalcom.fr

POUR VOTRE INFORMATION

FILTERIS : analyse Medias Sociaux et Web Réputation

FILTERIS est une société canadienne créée en 2002 par **Jerôme COUTARD** Ph.D, spécialisée depuis son origine dans l'analyse d'image, la surveillance, la gestion et la sécurisation de l'identité numérique des entreprises, institutions ou personnalités. Depuis 2002, FILTERIS a déployé ses activités en Europe et au Canada, en servant des clients d'envergure nationale et internationale dans différents secteurs d'activités : énergie, banques, pharmaceutiques, automobile, tourisme, universitaire, arts... FILTERIS a par ailleurs sans cesse optimisé sa gamme de services pour l'ajuster à l'évolution du Web, et notamment au développement spectaculaire du Web social depuis 2005. www.filteris.com



BULLETIN D'ADHESION A L'AFGE POUR L'ANNEE 2017

(AFGE) Association Française de Gouvernement d'Entreprise

Nom : Prénom :

Fonction :

Organisme - Société : Téléphone :

Adresse : E-mail :

Domicile :

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

La cotisation annuelle comprend la version électronique de la lettre de l'AFGE et la participation au colloque annuel

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

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

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

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

A renvoyer à l'AFGE, 8 rue Henri Regnault – 92400 COURBEVOIE E-mail : mail@afge-asso.org Site Web : www.afge-asso.org

FOCUS



The Institute of Business Ethics was established in 1986 to encourage high standards of business behaviour based on ethical values.

They shared a concern that, following the deregulation of the City of London, 'one's word would no longer be one's bond'. The Big Bang radically changed the way the London Stock Exchange operated, doing away with much of what was seen by critics as 'the old boys' network' and internationalising London's financial markets.

Originally, the IBE operated as a fund within the **Christian Association of Business Executives** (CABE), a registered charity established in 1938 to promote the study and application of Christian moral principles in the conduct of business, but in 2000, the Institute obtained separate charitable status "to advance public education in business ethics and related subjects with particular reference to the study and application of ethical standards in the management and conduct of industry and business".

Since 1986 IBE has **published** more than 50 practical books on applied business ethics topics; conducted surveys on the use of codes of ethics within companies; developed **training** programmes in business ethics, from induction programmes to the boardroom; worked with academics and business schools to **promote the study of business ethics** within MBA and business studies courses; and offered advice and support to business ethics practitioners and their companies.

The IBE holds **events** under the Chatham House Rule so that ethical issues which organisations commonly face may be discussed, and this has helped drive the work programme of the Institute.

In 2011 the IBE celebrated its 25th anniversary and commissioned 25 thought leaders from business, academia, politics and the ethics arena for their views on what the next 25 years have in store for business, and business ethics.

Purpose

Our purpose is to promote high standards of business practice based on ethical values. We raise awareness of business ethics through the dissemination of knowledge and good practice.

What we do

- We raise public awareness of the importance of doing business ethically.
- We help organisations to strengthen their ethics culture and encourage high standards of business behaviour based on ethical values.
- We assist in the development, implementation and embedding of effective and relevant corporate ethics and responsibility policies and programmes.
- We help organisations to provide guidance to staff and build relationships of trust with their principal stakeholders.
- We collaborate with other UK and international organisations with interests and expertise in business ethics.

Our values are:

RESPECT: We have due regard for the feelings, wishes and rights of all our stakeholders

OPENNESS: We communicate with our stakeholders openly and welcome discussion and enquiry

INTEGRITY: We treat all our stakeholders responsibly and conduct ourselves in a professional, fair and truthful manner

Our publications are:

- Surveys on Business Ethics 2016, February 2017
- Ethical Concerns and Lapses 2016, February 2017
- Corporate Ethics Policies and Programmes: 2016 UK and Continental Europe survey, January 2017
- Codes of Business Ethics: a guide to developing and implementing an effective code (examples of good practice included), December 2016

Director: Philippa FOSTER BACK, **Research Director:** Simon WEBLEY, **Associate Director:** Peter MONTAGNON

Advisory Council: President Tim MELVILLE-ROSS

Contact: 24, Greencoat Place, London SW1P 1BE, info@ibe.org.uk ; www.ibe.org.uk

COMITE DE REDACTION

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

Rédacteur en chef : Houssein RACHDI : Pr. Agrégé és Sciences Economiques (HEC Carthage) : houssein.rachdi@afge-asso.org

Comité de rédaction : Michel ROUX, Doyen Honoraire de l'Université Paris 13- Sorbonne (Finance et gouvernance) ; Stephane ROSENWALD (competitive intelligence, relations internationales) ; Claire DEFLOU-CARON, Govership (gouvernance, relecture) ; Wilson GOUDALO, Ing-Msc in Finance and Audit (relecture) ; Patrice LECLERC, (actionnariat salarié) ; Norbert TANGY (relations internationales, veille et relecture) ; Emilie BALARD (relecture et documentation) ; Ibtihaj DADDAS (IE et conformité) ; M'Barek DADDAS (relecture) ; Jean-Louis NAVARRO, Maître de conférences à l'Université Lumière Lyon 2 (Droit et gouvernance).

Webmaster : Samir SILABDI, ADN+

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