Association Française de Gouvernement d'Entreprise

La Lettre de l'AFGE

Lettre d'information sur le gouvernement d'entreprise

N°22 SEPTEMBRE 2009

EDITORIAL

LA REGULATION ET LA GOUVERNANCE ONT-ELLES FAILLI ?

La réponse est oui, malgré les assurances données lors des assemblées générales, les promesses faites par les mandataires sociaux et les beaux textes produits par d'éminentes personnalités (Marc Viénot et Daniel Bouton ex présidents de la Société Générale, le comte Lippens ex président de Fortis, Gerhard Cromme ex président de Deutscher corp.gov.kodex).

La corporate governance a failli, mais la régulation aussi a failli. Et pourtant un arsenal juridique fiable et judicieux était en place : notamment la Loi de Sécurité Financière et le Sarbanes Oxley Act, textes tant décriés lors de leur adoption en 2002 et 2003 ; c'était après l'affaire Enron, une peccadille en comparaison du scandale Madoff, du sinistre des banques d'affaires américaines, d'AIG, des institutions spécialisées Freddy et Fanny et des monolines, responsables d'abus de confiance sans précédent.

La régulation a été impuissante ou bafouée. La plupart des banques d'affaires à vocation universelle ont caché « hors bilan » les actifs à risque, déclarés « toxiques » après coup. Elles ont soumis aux autorités de régulation leurs comptes sociaux avant de les faire approuver par l'AG des actionnaires, confiants dans la vigilance du régulateur. Personne n'a réagi. Mais l'année suivante ces actifs à risque (CDO) réapparaissaient par enchantement ; cela voudrait-il dire que les bilans de l'année précédente étaient « incomplets » ? Aucune enquête n'a été diligentée par les gendarmes de la Bourse, semble-t-il, ni de sanction ! J'ai posé la question en 2008 au sénateur Oxley, puis au sénateur Sarbanes, lors d'entretiens privés, et en 2009 à Michel Prada. Je n'ai reçu qu'une réponse évasive (sur la difficulté de rassembler les preuves…), avec pour résultat : plus personne n'a peur du gendarme.

Toutefois nous sommes confiants dans les initiatives courageuses prises par l'Administration du Président Obama et par les nouveaux dirigeants des Autorités de régulation ; ensuite elles seront rapidement suivies de recommandations de la Commission Européenne. Le CESR et les régulateurs nationaux devraient alors obtenir des pouvoirs et des moyens renforcés pour faire respecter la régulation, faire appliquer les sanctions, et rétablir la peur du gendarme.

N'oublions pas que la réussite de ce programme est l'affaire de tous les actionnaires ; ils ont une responsabilité collective. Ils ont le droit de s'impliquer dans un audit de la corporate governance et de la régulation ; ils ont le devoir de contrôler la mise en œuvre concrète des principes de la bonne gouvernance, de relever les dysfonctionnements, et enfin d'engager le dialogue avec les administrateurs, qu'ils ont élus.

Cet audit pourrait être conduit par des actionnaires institutionnels , qui disposent d'équipes dédiées, par des organismes spécialisés depuis des années dans l'émission de recommandations de vote (ISS-Metrics, AFG, Ethos, Manifest), par des associations indépendantes, comme l'AFGE si on lui en donnait les moyens.

Certains d'entre nous aimeraient assister à une AG bien conduite, démocratique, constructive sincère, sans table de mixage pour brouiller les phrases qui dérangent, ou d'horloge pour couper la parole des actionnaires qui posent des questions trop argumentées. Ils se plaisent à rêver à une AG où l'on pourrait écouter un représentant légitime des actionnaires lire le compte rendu de cet audit de la gouvernance et de la régulation de l'entreprise ; ensuite le Président du Conseil d'Administration ou de Surveillance demanderait aux actionnaires de se prononcer. Je suis persuadé qu'à ce prix la confiance serait restaurée rapidement, et que la pérennité de l'actionnariat de cette entreprise serait assurée.

Mais si vous ne me croyez pas, il vous suffit de comparer l'AG d'Air Liquide, premier prix des AG 2009 avec celle de grands groupes industriels, ensuite de rapprocher ce résultat du niveau de leur réputation et de leur image respective auprès des actionnaires, qui seront très sollicités en 2009 et 2010 pour souscrire à des emprunts obligataires d'entreprise, nouveau baromètre de la confiance en cette période de crise.

Jean-Aymon MASSIE

Sommaire

Improving the role of the securities regulators in a chaging…….2
Corporate governance after the crisis: what was broken.....…..4
Some current corporate governance issues in the UK…....7
Plan d'action au service de la protection de l'épargne……..8
Avenir du rôle de l'activité de notation de crédit en Europe...10
Europe's economic priorities 2010 -2015 Bruegel Memos……12
Amélioration de la divulgation de l'information financière……...15
Résolution des litiges par la médiation……17
Gouvernance des conseils dysfonctionnements et solutions.18
Nouvelle recommandation CE..19
Prix de l'AG de l'année 2009….20
Les patrons du CAC 40 seraient-ils devenus polygames ?……21
Focus : fondation Ethos.... ……24

Qui fait quoi ?

Mme Caroline Weber et le Professeur P.Y.Gomez ont publié, début Juillet « Le Référentiel sur la gouvernance raisonnable des entreprises françaises » disponible sur le site de l' IFGE.

Bureau de l'AFGE : *Président : Jean-Aymon MASSIE, Secrétaire Général : Benoît LE BARS, Secrétaire Général Adjoint : Bernard BUTORI*
Trésorier : Renaud RODGOLD, Chargées de Mission : Jennifer JUVENAL, Aurélie SCHNEIDER

POINT DE VUE REGULATEUR

IMPROVING THE ROLE OF THE SECURITIES REGULATORS IN A CHANGING GLOBAL FINANCIAL SYSTEM

Avec l'aimable autorisation de Madame la Présidente de la U.S. Securities and Exchange Commission, Mary L.Schapiro et du SEC Office of Public Affairs John Heine Deputy Director, nous publions le discours prononcé lors de la 34ème conférence annuelle IOSCO 2009 à Tel Aviv le 11 Juin 2009.

…I would also like to express my warmest thanks and congratulations to our hosts, Professor Zohar Goshen [Chairman of the Israel Securities Authority], and Chairman Saul Bronfeld [of the Tel Aviv Stock Exchange], as well as Dr. Stanley Fischer [Governor of the Bank of Israel], for organizing this wonderful and important event. And, I also would like to thank the IOSCO Executive Committee Chair Jane Diplock, Emerging Markets Committee Chair Guillermo Larraín Ríos, my colleague Technical Committee Chair Kathleen Casey, and Secretary General, Greg Tanzer — for their efforts in promoting IOSCO's goals. I was truly looking forward to seeing so many old friends and colleagues from my many years of involvement with IOSCO.

I really wish that I could have joined you in person. But, here in the U.S. we are very deep in the process of reevaluating our regulatory landscape, as I'm sure you know, and we are having significant discussions within the Administration — so I felt I needed to remain behind.

IMPROVING THE ROLE OF THE REGULATOR

You might say that, in the U.S., we are attempting to do exactly what this panel is slated to discuss: "Improving the Role of [a] Securities Regulator in a Changing Global Financial System."

But for us all to be effective regulators, improvement cannot just come once every financial crisis. No. Instead, we need to be constantly improving on our effectiveness. We need to be constantly considering whether there are gaps in and between our regulatory regimes through which certain players or products can easily slip. And, we need to be constantly doing whatever it takes to keep pace with the newest financial products of the day — so we can understand those products just as well as the people selling them. We need to be constantly alert to the risks that may attend dynamic innovation in the way financial products are packaged and sold.

The fact is that we need to do those things whether or not there is a financial crisis. But, in light of the crisis, we need to do those things even better. That's because investors want to know that we're looking out for them. They want to know that companies are being truthful and transparent in what they say. And, they want to know that it's OK to put their money back into the markets.

In short, it is our time to prove ourselves. Because, we can help restore the confidence that is so desperately needed for capital markets to flourish — if we all succeed at what we do. And, if we work together, we increase the scope and impact of our individual successes.

INTERCONNECTED

While we may all come from varying legal and regulatory systems, our markets are very much interconnected. Market movements around the world are more tightly correlated than ever before. And, due in part to technology, information, money, and transactions travel across our borders at the speed of light.

Unfortunately, so too does fraud and its effects. Yet, because our sovereign power cannot cross borders with as much ease, fraud often gets a head start on our enforcement efforts. In approximately 1/3 of our insider trading and market manipulation cases, we have to go abroad for the evidence. So, for all of us to succeed, and to protect the global market's integrity, none of us can go it alone.

THE PRINCIPLES

That is one of the reasons I think we all value the role of IOSCO. We all recognize the need to work cohesively — while at the same time appreciating our diverse governmental structures and sometimes divergent approaches to regulation. IOSCO provides a forum for discussing those approaches, sharing ideas,

and gradually moving towards a degree of regulatory convergence.

IOSCO also keeps us all focused on three core principles that must continue to animate all who oversee securities markets:

First — the protection of investors. This is something that I think about at all times. On the door to my office I have a sign that reads "How does it help investors?" It serves as a reminder to anyone who enters that the investor is our highest priority. That's our primary focus.

Second — ensuring markets are fair, efficient and transparent. As investor advocates, we understand the importance of stable markets and sound institutions. But, we also appreciate that truthfulness and transparency are just as important. In short, we cannot stop investors from taking risks, but we can insist that they have the relevant facts to weigh those risks.

And, ***third — the reduction of systemic risk.*** This is a topic in the U.S. that is generating significant attention as we grapple over just how best to understand and reduce the risks that can threaten our financial system as a whole.

WHAT WE'RE DOING HERE

Here in the U.S., we have embarked on an ambitious program to improve our investor protection efforts. And, every measure we've undertaken is closely allied with one of the IOSCO principles to which we have all subscribed. Let me just give you a flavor of all we're doing:

Executive Compensation: Just a few hours ago — I talked about new rules we are considering that would allow investors to know more about how businesses compensate their top officials. This helps investors by giving them the information they need to make better investment decisions.

While these proposals would not dictate particular compensation decisions, they will lead companies to analyze how compensation impacts risk taking — as well as the implications for long term corporate health of the behavior they are incenting. After all, incentive structures that rewarded short term risk taking without considering the potential long term effects on the company are widely believed to have contributed to the economic crisis.

Hedge Funds: In addition to executive compensation, we are also helping investors by seeking to eliminate holes in our regulatory fabric so that hedge funds, credit default swaps, asset-backed securities and other less well-regulated pools and products are subject to effective supervision or oversight. Greater oversight of these products and funding pools will help investors by bringing sunshine into shadow markets, and reducing regulatory arbitrage.

Custody Controls: We are also contemplating more stringent rules for investment advisors who maintain custody of their client assets. In such cases, we're proposing to require these advisors and their custodians to undergo annual third-party examinations by accounting firms. By leveraging third parties to assist us we are stretching the effectiveness of our regulatory regime.

Harmonization: We also will be considering whether and how to harmonize the responsibilities of investment advisers and broker-dealers. Today, just as there are different standards from country to country, the U.S. regulatory regime employs different standards from one type of money manager to the next, depending on what they are called. This will help investors by ensuring that they have a uniform level of professionalism and accountability.

Credit Rating Agencies: Further, we are thinking about the role of the credit rating agencies in the crisis and whether more disclosure from credit rating agencies, including the assumptions underlying their methodologies, fees received from issuers, and factors that could change ratings.

Money Markets: And, finally we are looking into enhancing the standards that apply to money market funds — to improve liquidity and credit quality and to consider more fundamental changes to the structure of these instruments. This of course helps investors so that they do not purchase a risk they weren't intending to purchase. All these and more are on our regulatory agenda — their urgency and significance underscored by our recent economic experience. But each one has a significant impact on investors and each one is consistent with the goals that we all share, as capital markets regulators.

The toll taken by the current economic crisis has been enormous. It has shaken our capital markets to their core, but they remain. And it is our jobs, collectively, to make sure we take the steps necessary to better reinforce the system.

Thank you so much for inviting me to speak today.

Mary L. SCHAPIRO
Chairman of U.S. SEC
CHAIRMANOFFICE@sec.gov
www.sec.gov/news/speech/2009

POINT DE VUE REGULATEUR

CORPORATE GOVERNANCE AFTER THE CRISIS : WHAT WAS BROKEN, WHAT NEEDS TO BE MENDED?

Le Professeur Eddy Wymeersh nous livre dans cet article une opinion personnelle d'universitaire, qui n'engage que son auteur et le directeur de la publication.

The financial crisis has demonstrated several weaknesses in our financial structures. As the crisis hopefully is receding, one of these increasingly comes to the forefront, i.e. the weaknesses in our private governance systems. Indeed these have been hard times on boards and managements of larger companies, both financial and non-financial. The number of CEOs and CFOs that have – voluntarily or involuntarily – been, sacrificed in the crisis exceeds anything seen before[1].

Although it is still early days to draw conclusions, one can safely state that both in the US and in Europe the prevailing corporate governance systems have not performed well, that their companies had accumulated a risk volume and type that no one could master and that once the crisis broke out, most were unable to take adequate and timely measures; once the governments stepped in, they were largely sidelined. It does not astonish that the resolution scheme under consideration are aimed at making abstraction of the company law structures on which these firms are based, including their boards and shareholders.

Many analyses have been made of the causes of the crisis, and governance issues are often pointed too: excessive growth and uncontrolled leverage, weak risk management, uncontrolled euphoria and sky high ambitions, leading to weak monitoring and control of the management, all this in a short term perspective driven by unreasonable remuneration expectations, both from the shareholders and from the management. What lessons can be drawn from these summary findings? Only a few points will be commented on here.

Before the crisis erupted, there were learned discussions about the structure of the boards, about the criteria for independence of directors, about their role especially as part of the checks and balances within the board, about the split between chairman and CEO and all aspects that were extensively detailed in the corporate governance codes and statements.

The prevailing board structure, with its independent directors, its separation of chairman and CEO, its niceties about checks and balances, with "comply and explain" and so on have not proved an affective bulwark against the massive onslaught of the markets. It is therefore time to start the debate about analysing corporate governance in crisis and if possible formulate some thinking about improving the system.

According to often followed thinking, the board should be headed by someone who is relatively far from management: an independent chair would guarantee objective decision making. Especially the widespread practice to "promote" the former CEO to chair the board was often criticised. In jurisdictions where the CEO also chaired the board - mainly the US - , this practise was often considered objectionable. However, it appears from post-crisis research that companies with a – former- top manager at the head of the board have resisted better, than those with an independent, non executive chair: continuity and knowledge of the business and of the firm are important values in case of stormy weather[2]. More generally this observation comes down to requiring in depth, expert knowledge of the company's business, which most clearly will be present with former managers, the CEO or CFO in particular.

Directors that had not served in the management, and especially the independent directors, need to have a good understanding of the company's business: apart from induction, they should be selected on the basis of their expertise, and their knowledge of the business. High profile boards, with no one having a direct contact with the main markets where the company operates, including with its political system, have proved to be dysfunctional in case rescue operations with state support have to be initiated The old rule that the board composition should be balanced should also refer to this criterion. Moreover non-executives should be willing to invest a considerable amount of time in their business.

The experience with independent directors has generally not been very convincing. Perhaps one should not have expected more from them. In the past, in all jurisdictions, too much attention has been paid to the independence criterion - always defined in a negative, but unsatisfactory, way as the absence of

[1] See the research by Booz Company, noting increased stability for 2008, except in the financial services industry (18% left, of which 8,8% forced) and energy (5,6% left, against a historical 2,1%).

[2] See Nestor Advisors, Bank Boards and the Financial Crisis, a corporate governance study of he 25 largest European banks, 2009.

dependence - but not sufficiently to their expertise and other professional qualities. Moreover, independent directors, often being nominated at the de facto proposal of the chairman of the board or of the CEO, or on the basis of the recommendations of a professional consultancy that usually works for the management, appear to have been less independent in practice. Generally spoken, the reliance on independent directors as the countervailing power continuously challenging the management and its allies in the board has rarely proved sufficient.

There is a more general issue about the link between the board and the management. In the two tier systems, the supervisory board is entirely dependent on the management for information on the company. This is not very different in the one-tier board, where the non-executives, although fully responsible for the functioning of the company, receive information only from the management. If the management does not fully, or correctly inform the board, a risk not to be underestimated in crisis situations, the board is at a loss and will be unable to correct management's action. The same applies if the board is inundated with information, preventing any in depth analysis and discussion. It would be the task of the chairman to insure that the board is adequately informed and that the important issues are discussed in sufficient depth, but in extreme situation, the chair may not be well informed, or worse, may tend to ignore certain disturbing facts.

To solve this issue of asymmetric information, one often refers to the company secretary as the liaison between the board and the management, but this requires strong stamina from the secretary if the information becomes very delicate or leads to deficiencies in, or worse accusations against the management. Therefore, it should be proposed that the board has its own secretariat, responsible for collecting the right information and organising the information flow to the board. This secretariat may also play a role in solving an issue that often appeared in the crisis cases, i.e. that the developments that finally caused the company's demise were clearly and timely identified within the organisation, but remained unknown to the top management or to the board. Adequate procedures should be devised, thereby avoiding the danger of witch hunting.

In several of the problem cases, weaknesses could be related to the "imperial" conduct of the CEO. The problem is well known: dominant CEOs are more interested in expanding the business that basing it on sound foundations. Therefore there should be an open and frank dialogue between the CEO and the board, with the board formally evaluating his activities on a regular basis, and this with a view of the long term development of the company. A board positively challenging the management will be a considerable help to the management. Dramatic decisions, like large mergers or takeovers have often proved to be fatal.

Less discussed but equally important is the role of the shareholders in the analysis of corporate governance in the crisis. Several of the weaknesses mentioned above are a direct consequence of the well-known agency problem between board and shareholders. Most crisis struck companies are based on dispersed ownership[3]: this feature has lead to an absence of strong control by the ultimate owners meaning that the board and the management have full freedom to decide, leading to daring expansion in the company's business, the management being more interested in extending its "empire" than in establishing strong foundations to the company's business. Strikingly, the risk management and analysis in these companies often was weak, resulting in excessive risk taking: strong risk management might have stood in the way of the daydreams of the management. The same applies to compensation: as the business grew exponentially, compensation had to follow, never measuring up to the equally overambitious pretensions of the colleagues in the other firm.

There was nobody present to keep these developments in check: the shareholders applauded as the stock prices increased, and were not willing to adopt strong measures to call the management to account. Remuneration did not come under today's heavy criticism as shareholders argued that the very small sum for each shareholder did not weigh up against the increased return on their investment.

Some will say: what about the supervisors? Risk management was not sufficiently followed up, supervisors being deeply involved i.a. in the rollout of the Basel II- system. Compensation was considered internal company affairs, and outside the usual remit of the supervisors except for the later established link with risk appetite.

In some cases shareholders became more active: institutional investors have tried, but meekly, to intervene in governance. Activist shareholders sometimes assaulted boards, most of the time demanding more cash distribution, rather then strengthening the company's business. But generally spoken, in good times, critical attention is lowered, all parties are happy with increasing growth, prices, values, and so on. Until the moment of awakening: the

[3] Or public ownership for that matter, leading basically to the same observation about weak monitoring.

accounting rules, based on fair value illustrate this bias very clearly. As long as the market values increase, the accounting rules overstate the real profit, as risks are not sufficiently taken into account: all parties agreed, management received fatter bonuses, shareholders get better returns, and managers are hyped for their skyrocketing achievements.

Supervisors were relying on the banks' positive achievements, as formal prudential criteria such as capital ratios were largely met. And top credit ratings were the ultimate feel good factor. The opposite occurred when markets turned down, for whatever reason. And then people started to curse about the accounting rules, about excessive compensation, too weak risk management, on irresponsible credit rating agencies, and so on.

On compensation the debate has made significant progress. The original thoughts to limit compensation to a fixed amount or to a fixed percentage have rightly been dropped, in favour of a more substantive criterion, being the risk propensity of the compensation mechanism. The latter include a clearer guideline on the proportion of fixed to variable compensation, and with respect to the latter, a better linkage to the results achieved and the risks incurred by the manager. In some jurisdictions, the amount of variable compensation will be linked to the long term results, compensation being deferred over the years during which the results will be included in the accounts, thereby eliminating the practise whereby compensation would be paid immediately after a certain transaction, or even in advance of employment. However, the difficulty about how to enforce compensation recommendations will be considerable, ultimately leaving regulators no other option than hard law.

Some are pleading for a stronger role of the shareholders. In many continental companies, block holders, often exercising control already actively monitoring both boards and management. It might be useful to define the limits of their intervention, both in obtaining information from the company and in outlining the border lines of their action. Before the crisis there was some evidence that companies with

controlling shareholders were less expansionist and that management compensation was less exuberant. These data should be revisited in light of the analysis of the effects of the crisis.

Whether- as was proposed – the same monitoring action can be expected from the holders of blocks of shares in dispersed ownership companies seems controversial. The proposed Walker Review of corporate governance for financial institutions establishes hope on the responsible action of institutional investors, especially those that have acquired blocks for the long term. Although interesting as a principle, the idea deserves some further scrutiny.

Not all institutional investors are subject to the same fiduciary duties: open ended investment funds should be very reluctant in subjecting their portfolio management to an engagement to support the company or to remain a long term shareholder. That may be different for insurance companies, or pension funds.

Under continental European law, there is a well developed body of law rendering shareholders responsible in case of active intervention in the management. Banks are very loath to engage in any action of that kind. Moreover, institutional blocks or shares are most of the time too small to exercise any effective pressure on the management: alliances between institutionals open new risks of concert action, triggering disclosure and even takeover obligations.

Obtaining information on the company affairs creates obligations: lest being accused of insider trading, the recipient will be obliged to abstain from trading at the very moment that his duty to the beneficiaries will oblige him to sell the assets. One may wonder whether some of these basics of our company governance should not be rethought, e.g. by differentiating between different groups of shareholders: those who are in for the long term should be able to adopt a different status from the position of the day trader. Along that line, the two ownership models would move closer to each other.

Prof. Eddy WYMEERSH
Chairman of the Committee of
European Securities Regulators (CESR)
eddy.wymeersh@gmail.com

This paper express personal opinions of the author.

AGENDA

L'Université Lumière Lyon 2, et le professeur **Jean-Louis NAVARRO**, organisent en collaboration avec **EM Lyon** et différentes personnalités du patronat et du Barreau un colloque sur **"La rémunération des dirigeants** », le **14 novembre de 8h30 à 12h, à la Faculté de droit et Sciences Politiques.** JA MASSIE interviendra dans un panel. **Contact : jean-louis.navarro@univ-lyon2.fr**

POINT DE VUE REGULATEUR

SOME CURRENT CORPORATE GOVERNANCE ISSUES IN THE UK : OVERVIEW BY THE UK FINANCIAL SERVICES AUTHORITY

The corporate governance framework in the UK is underpinned by the Companies Act 2006 and the Financial Services and Markets Act 2000.

For companies admitted to the Official List, additional rules made by the FSA acting as the UK Listing Authority apply (Listing Rules, Prospectus Rules and the Disclosure and Transparency Rules). These rules implement European legislation and are aimed at providing an appropriate level of protection for investors and at facilitating access to listed markets for a broad range of enterprises, but they also incorporate domestic policy objectives, such as the desire to maintain the integrity and competitiveness of the UK markets for listed securities.

Share ownership in the UK is dispersed relative to most other markets in the world so that most companies have no controlling shareholder. Furthermore, the proportion of overseas shareholders has also increased considerably from around 13 percent in 1992 to 40 percent in 2006. Institutional shareholders also dominate, with around 41% of voting rights at the end of 2006.

There are a number of regulatory bodies besides the FSA that have an interest and direct overview of aspects of the UK corporate governance regime. Furthermore, a recent consultation on a review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities (The Walker Review) could lead to changes to the overall corporate governance regime.

The Financial Services Authority (FSA) is the independent body established by the Financial Services and Markets Act 2000 that regulates the financial services industry in the UK. The FSA seeks to promote efficient, orderly and fair markets and help retail consumers achieve a fair deal.

Another independent regulator, the Financial Reporting Council (FRC), is responsible for promoting confidence in corporate reporting and governance. The FRC is the custodian of the Combined Code on Corporate Governance (The Combined Code). The Combined Code sets out standards of good practice on matters such as board composition, directors' remuneration, accountability and audit, and the relationship between the board and shareholders. The Combined Code is voluntary and it is for companies to either comply with its requirements or to explain to investors why it has not complied. The Listing Rules make it a requirement for a primary listed company (that is, those companies subject to requirements super-equivalent to the Directive requirements) to confirm compliance with the requirements of the Combined Code or explain where they have not. The Combined Code actively encourages institutional shareholders to take a more active role in the governance of companies in which they invest. The FRC is currently conducting a review of the effectiveness of the Combined Code, this includes the content of the Combined Code and the way that it has been applied by companies and enforced by investors using the 'comply or explain' mechanism. In addition, the UK implemented the Company Reporting Directive in 2008 for UK companies. The FSA is currently consulting on proposals to extend this to overseas companies.

In the context of a takeover situation, statutory requirements on the appropriate business standards to be followed to ensure fairness to shareholders and an orderly framework for takeovers is achieved are set out in the City Code on Takeovers and Mergers (the "Code") administered by the Panel on Takeovers and Mergers. The Panel is currently consulting on a number of amendments to the Code that are aimed at clarifying the application of existing provisions within the Code or codifying existing practice in relation to matters that are not currently covered by the Code.

Within the ambit of the FSA, the Listing Rules and the Disclosure and Transparency Rules (DTRs) are an important plank in the governance framework, requiring the publication of periodic financial reports, the disclosure by shareholders of major holdings, and the requirement to comply or explain with the Combined Code on Corporate Governance. The FSA has made two significant enhancements to these rules in June this year:

- new requirement for the disclosure of long contract for difference (CfD) positions. This was done to address the possibility that CfD holders may use CfDs on an undisclosed basis to influence corporate governance or to build up significant stakes in companies by stealth. We received broad support for the overall approach of the proposed rules.
- Continuation of the disclosure regime for significant short positions in the stocks of UK financial sector companies (public disclosure required when net short position exceeds 0.25% of a company's issued share capital or increases by 0.1% bands above that. The FSA is currently considering whether, in the longer term, the requirements should be replaced by a broader short selling regime for all UK stocks.

In March 2009, the Turner Review (and an associated discussion Paper from the FSA) set out a series of proposals in response to the global banking crisis, aimed at creating a stable and effective banking system. It identified internal risk management and firm governance as areas requiring improvement, and noted that these would be addressed by the review of governance in banks and other financial institutions that HM Government had recently asked Sir David Walker to carry out.

The terms of reference for Sir David's review included examining:

- The effectiveness of risk management at board level, including the incentives in remuneration policy to manage risk effectively;
- The balance of skills, experience and independence required on the boards of UK banking institutions;
- Effectiveness of boards practices and the performance of audit, risk, remuneration and nomination committees;
- The role of institutional shareholders in engaging effectively with companies and monitoring of boards;
- Whether the UK approach is consistent with international practice and how national and international best practice can be promulgated.

Sir David's review (*Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities)*[1] was published for consultation on 16 July. Some of the main areas in Sir David is seeking views include:

- the effectiveness of the Combined Code of the FRC;
- the extent to which the principal deficiencies in boards relate more to patterns of behaviour than organisation and whether in consequence Board chairmen will have to devote considerably more time to the role;
- whether there should be a dedicated non-executive director focused on risk issues and whether the chief risk officer should have clear enterprise-wide authority and independence;
- whether there is a need for fund managers and other major shareholders to engage more productively with their investee companies ; and
- whether enhancement is needed in board level oversight of remuneration policies.

Sir David's final report is due for publication in November. The FSA plans to publish a paper later in the year setting out our regulatory response to the review's recommendations.

In addition, senior FSA management have been lending their support to the notion of more effective institutional shareholder engagement with companies. For example, the Chairman and Chief Executive of the FSA have recently made speeches inviting institutional shareholders to consider how they can more effectively exercise their ownership rights and responsibilities. They point out that a lesson for investors from this crisis must be that greater interrogation of how well a company is managed and the adequacy of its risk controls are all material factors fundamental to investment management. They also point out that auditors have a critical role to play. The FSA has also recently sent a letter to trade associations making it clear that FSA rules do not prevent legitimate efforts by activist shareholders seeking to promote effective corporate governance in companies in which they have invested.

[1] http://www.hm- treasury.gov.uk/d/walker_review_consultation_160709.pdf

Toby WALLIS, Manager and
Bronwyn BAYNE, Associate, Primary Markets, Markets Division, Financial Services Authority
toby.wallis@fsa.gov.uk
www.fsa.uk

POINT DE VUE REGULATEUR

UN PLAN D'ACTION AU SERVICE DE LA PROTECTION DE L'EPARGNE

Ce plan dresse les grandes orientations stratégiques pour les mois à venir et annonce les mesures qui assureront leurs mises en oeuvre.

Le 29 juin, Jean-Pierre JOUYET a présenté à la Place le Plan stratégique de l'Autorité des Marchés Financiers, l'AMF.

Partant de l'analyse de la crise et des faiblesses qu'elle a révélées dans la régulation et la supervision financière, ce plan dresse les grandes orientations

stratégiques pour les mois à venir et annonce les mesures qui assureront leur mise en oeuvre.

Intégrant la dimension internationale et les évolutions, tant en matière de régulation des activités financières qu'au regard de l'architecture européenne et internationale de la régulation financière centrée sur la protection des épargnants, mission première confiée par le législateur à l'Autorité des marchés financiers, le plan d'action tire les conclusions de la crise et propose de renforcer les outils et moyens à sa disposition pour mieux remplir sa mission et contribuer encore plus activement à la définition des standards internationaux.

TROIS PRIORITES :

Ses priorités pour les années à venir se déclineront à travers trois axes principaux d'action :

- le renforcement de la protection de l'épargne et de la confiance des actionnaires individuels ;
- une surveillance accrue des risques, un meilleur contrôle des acteurs, une sanction plus efficace ;
- une participation plus active aux efforts d'attractivité de la Place au bénéfice des épargnants et du financement de l'économie.

SIX ACTIONS CONCRETES :

Au plan national, ces trois priorités seront déclinées selon des actions concrètes, parmi lesquelles on peut citer :

- la création d'une Direction des relations avec les épargnants qui aura vocation à regrouper l'ensemble des actions de l'AMF à destination des épargnants ;
- le développement de nouveaux outils de surveillance et de contrôle de la chaîne de commercialisation des produits financiers de lacompétence de l'AMF ;
- la création d'un Comité interne des risques pour mieux identifier en amont les risques, en liaison avec les autres régulateurs et ainsi mieux paramétrer la surveillance et les contrôles ;
- l'extension du champ de la surveillance à tous les marchés et à tous les produits (marchés de gré à gré, marchés de dérivés de produits…), en liaison avec les autres régulateurs nationaux, européens et internationaux, pour suivre les tendances financières de fond, prévenir et détecter les abus de marché, le développement de nouveaux outils informatiques dédiés ;
- l'encouragement aux bonnes pratiques de gouvernance d'entreprises et au plein exercice des droits des actionnaires minoritaires ;
- la poursuite de la démarche de «meilleure régulation », notamment, la poursuite et la rationalisation de l'externalisation de la doctrine de l'AMF pour en faciliter l'accès et la lisibilité par les utilisateurs.

Enfin, l'AMF se tient à la disposition des Pouvoirs Publics pour toute nouvelle responsabilité qu'ils voudraient lui confier afin d'assurer un meilleur contrôle de la commercialisation de produits financiers de plus en plus substituables. L'AMF rappelle aussi son souhait d'être dotée d'un pouvoir de transaction et d'améliorer la réparation de préjudices subis par les épargnants et les investisseurs.

L'AMF défendra ses priorités d'action sur la scène européenne et internationale et en particulier :
- soutiendra, au sein du Comité européen des superviseurs de valeurs mobilières (CESR), une mise en oeuvre ambitieuse des mesures en faveur de l'intégration de la supervision financière ;
- demandera une revue anticipée des conséquences de la directive Marchés d'Instruments Financiers sur la fragmentation et la transparence des marchés d'actions en Europe ;
- promouvra des normes comptables internationales qui reflètent la réalité de l'activité économique des entreprises ;
- appuiera les demandes des épargnants pour mieux défendre leur point de vue au niveau européen ;
- proposera une approche commune aux vingt-sept pour l'évaluation des méthodes utilisées par les agences de notation enregistrées en Europe ;
- fera valoir tous les risques associés à l'octroi possible d'un passeport européen à des fonds alternatifs «offshore » ;
-défendra une réglementation européenne favorable au capital investissement;
-soutiendra les initiatives en faveur d'une implantation d'une infrastructure de compensation des produits dérivés dans la zone euro.

Ce plan stratégique est présenté aux parties prenantes. Il est essentiel, en effet, que les objectifs visés remportent l'adhésion de toutes les parties prenantes.

Thierry FRANCQ
Secrétaire général de l'AMF
contact@amf-france.org

Avec l'aimable autorisation de la Rédaction de la Lettre de la Régulation Financière 3e trimestre 2009 N° 14

POINT DE VUE REGULATEUR

L'AVENIR DU ROLE DE L'ACTIVITE DE NOTATION DE CREDIT EN EUROPE

La Commission européenne a publié le 12 novembre 2008 une proposition de règlement sur les agences de notation. Cette proposition, adoptée le 23 avril 2009, représente un progrès important pour les marchés financiers européens. Les agences de notation devront ainsi se conformer à des normes rigoureuses d'intégrité, de qualité et de transparence, et seront soumises à la surveillance des pouvoirs publics. Les utilisateurs des notations du crédit dans l'Union européenne disposeront ainsi d'un outil pour leur permettre de déterminer si les avis rendus par une agence de notation spécifique sont fiables et dans quelle mesure ces avis devraient influencer leurs choix d'investissement.

Ce règlement européen, adopté en réponse à la crise financière, est essentiel tant l'activité de notation de crédit occupe un rôle clé dans les marchés financiers, tant pour les émissions obligataires que pour les produits structurés.

La notation, comme outil d'évaluation de la qualité de signature des émetteurs, est un élément clé de la qualité du marché de la dette au sens large.
Il est reconnu aujourd'hui que la sphère d'influence de la notation va bien au-delà des instruments de marché proprement dits, puisqu'elle est devenue une référence dans les clauses conditionnelles de nombreux contrats privés, notamment de financements bancaires, ainsi que l'un des critères fondamentaux d'investissement de beaucoup d'investisseurs institutionnels ou de gestionnaires de fonds. En outre, la plupart des grands groupes français cotés en bourse sont désormais notés par au moins une agence de notation de crédit, créant également un lien potentiel entre notation et marché des actions.
Néanmoins, la crise du subprime a relancé dès l'automne 2007 le débat sur le rôle et l'efficacité des Agences de notation, concernant leur capacité à évaluer le risque de crédit des véhicules de titrisation, notamment en terme d'évaluation et de suivi du risque lié aux RMBS subprime et, dans un contexte plus large, sur la fiabilité et la signification de la notation des produits financiers structurés (l'existence de conflits d'intérêts potentiels, la volatilité des notations de produits complexes, etc.).

Depuis cinq ans, le rôle et la performance des agences de notation font l'objet des rapports annuels et d'études de l'AMF. En application des dispositions de la loi de sécurité financière du 1er août 2003, l'AMF publie annuellement un rapport sur le rôle des agences de notation, leurs règles déontologiques, la transparence de leurs méthodes et l'impact de leur activité sur les émetteurs et les marchés financiers.

La rédaction de ce rapport permet à l'AMF d'analyser l'activité des agences et de partager avec ses homologues les conclusions auxquelles ses travaux ont abouti, que ce soit dans le cadre de la notation d'obligations de société, de la notation de produits financiers structurés ou bien de la notation de la gestion de fonds.

Avant la crise, l'AMF soulignait la nécessité de faire évoluer le modèle de supervision. Les avancées européennes dans ce sens répondent à ce voeu.

REGLEMENTATION EUROPEENNE :
Le règlement européen dispose que toutes les agences de notation souhaitant que leurs notations soient utilisées dans l'Union Européenne devront demander leur enregistrement. Les candidatures seront soumises au Comité européen des régulateurs des marchés des valeurs mobilières (CESR) et feront l'objet d'une décision collégiale des régulateurs nationaux concernés. Le collège des régulateurs participera par ailleurs à la surveillance, au quotidien, des agences de notation.

DISPOSITION PRINCIPALES DU REGLEMENT :
Le règlement s'articule autour de deux grands thèmes:
l'activité de notation et le cadre de supervision.

- Activité de notation

Le règlement prévoit que les agences de notation vont devoir se soumettre à un ensemble de règles destinées à la prévention des conflits d'intérêts et à assurer l'indépendance, la transparence et la qualité des méthodes de notation.
Concernant les conflits d'intérêts, le texte dispose que les agences devront mettre en place des procédures internes, visant à prévenir, divulguer et gérer les conflits d'intérêts.

Elles devront également mettre en place une structure de gouvernance. En particulier, le conseil d'administration de l'agence devra compter au moins deux membres indépendants dont la rémunération ne

pourra être subordonnée aux performances économiques de l'agence. Si celle-ci est impliquée dans la notation de produits structurés et titrisés, l'un d'entre eux au moins doit être un spécialiste de ce domaine d'activité.
Les agences de notation ne pourront pas fournir de services de conseil, mais pourront en revanche mettre en place des services dits auxiliaires payants. Les agences devront soumettre leurs analystes à une rotation régulière pour éviter que l'indépendance de ces derniers ne soit compromise par de longues relations avec les mêmes entités notées.

Le deuxième grand axe des dispositions relatives à l'activité de notation porte sur la qualité des méthodes de notation utilisées et le renforcement de la transparence. Si le texte s'interdit de prescrire des méthodes, ses dispositions visent à s'assurer que les notes sont fiables et que leurs limites et sensibilités sont bien expliquées. Les agences de notation ne devront pas noter des instruments financiers pour lesquels elles ne disposent pas d'informations de qualité en quantité suffisante, sur lesquelles fonder leur notation. Elles devront rendre publics les modèles, les méthodes et les principales hypothèses sur lesquelles elles fondent leurs notations et différencier les notations des produits plus complexes en ajoutant un symbole spécifique.
Pour se faire enregistrer, les agences de notation devront mettre en place un dispositif de conformité et de contrôle interne dont l'objectif est de veiller à l'adéquation des orientations en termes de développement et des procédures internes au regard du respect des engagements pris par l'agence dans le cadre du règlement… Des mécanismes de contrôle interne devront permettre de vérifier le respect des politiques et procédures de l'agence a posteriori.

- Cadre de supervision

Le cadre réglementaire ne s'applique qu'aux agences qui entament une démarche d'enregistrement. Il convient de noter que toute agence de notation qui souhaite obtenir ou maintenir le statut d'Organisme externe d'évaluation de crédit prévu par la Directive CRD devra s'enregistrer préalablement.
L'architecture de la supervision, qui comprend l'enregistrement et la surveillance, s'articule autour de la définition d'un collège, établi au sein du CESR, constitué d'autorités compétentes, à savoir les autorités des Etats membres où l'agence a un siège social. En plus des autorités compétentes, chaque membre du CESR pourra participer aux collèges mais ses moyens de contrôle et de sanction seront limités au regard de ceux dont disposent les autorités compétentes.

En ce qui concerne la mise en place du système d'enregistrement, chaque agence de notation ou groupe d'agences devra présenter une demande au CESR qui la diffusera à l'ensemble des autorités compétentes. Cette demande devra être constituée d'un certain nombre de documents spécifiés par le règlement européen parmi lesquels figurent sa structure organisationnelle, y compris celle de la gouvernance d'entreprise, une description des procédures et méthodologies de notation ainsi qu'un programme des opérations indiquant les activités de l'agence et toute ouverture de succursale prévue1.
La décision d'enregistrement d'une agence de notation requiert l'unanimité des autorités compétentes du collège.
Deux approches sont prévues pour les notations émises par des agences situées en dehors de l'Union européenne. D'une part pour les notations émises par une agence située en dehors de l'Union européenne mais qui dispose d'une filiale ou d'une succursale dans l'Union européenne, un système de validation de la note par cette dernière est prévu par le règlement européen. D'autre part, un régime d'équivalence sera établi pour les notations émises par une agence qui n'aurait pas de siège social dans l'Union européenne. Ces dispositifs nécessitent par ailleurs de développer un cadre de coopération avec les autorités de régulation des pays tiers (Cf. les annexes I et II du règlement).

ROLE DU CESR

Le texte du règlement octroie de nombreuses tâches au CESR. Il prévoit notamment la publication par le CESR de lignes directrices sur un certain nombre de sujets. La rédaction de ces textes représente un travail considérable car de tels dispositifs n'existent aujourd'hui dans aucun Etat membre de l'Union européenne. Le règlement est destiné à répondre à l'objectif d'un haut niveau de protection de l'investisseur par le biais de l'amélioration de la transparence, la responsabilité et la fiabilité des activités de notation. Son efficacité dépendra en premier lieu de la définition et de la mise en oeuvre de moyens et d'outils permettant aux autorités compétentes de vérifier la mise en œuvre des dispositions du règlement. Elle dépendra également de l'organisation de la surveillance des agences de notation par chaque autorité compétente et de la coordination de la surveillance au sein de l'Union européenne ainsi que de la capacité du CESR à s'assurer que les autorités compétentes utilisent ces moyens et outils de manière harmonisée.

Le CESR travaille déjà sur la rédaction de ces textes qui comprennent, entre autres, la procédure d'enregistrement des agences, les dispositions de

coordination entre les autorités compétentes et avec le CESR, et le fonctionnement des collèges. De plus, le règlement demande au CESR l'établissement d'un registre central pour recueillir les données relatives à leur activité notamment et en ce qui regarde les notations, les performances passées, comprenant la fréquence de transition des notations, ainsi que des informations relatives aux notations de crédit émises dans le passé et à leurs modifications. L'objet du registre central est la mise à disposition auprès du public de statistiques sur l'activité de notation des agences qui devront contribuer à l'évaluation de la qualité de leurs travaux.

Le CESR doit également se pencher sur la mise en oeuvre des régimes de validation et d'équivalence pour les notations émises par les agences en dehors de l'Union européenne ainsi que celle du régime de certification nécessaire pour le statut d'équivalence.

Enfin, le rôle du CESR sera amené à évoluer dans le cadre de la transformation des comités de niveau 3 en autorités européennes.

CONCLUSION ET PERSPECTIVES

Du fait de leur rôle central sur le marché des financements structurés, les agences de notation ont été rendues en partie responsables des excès et dysfonctionnements considérés comme à l'origine de la crise financière et économique actuelle.

L'Organisation internationale des commissions de valeurs a en particulier mis a jour son code de conduite, lequel est considéré comme le code de référence par le Conseil de la stabilité financière, organisme chapeau, érigé par le G20 en réponse à la crise. Par ailleurs, les Etats-Unis ont procédé également à une refonte de leur réglementation et un renforcement des exigences à l'encontre des agences, de même que le Japon. Compte tenu du caractère très international des grandes agences, une coordination s'avère nécessaire.

L'encadrement de l'activité des agences doit s'accompagner également d'une réflexion sur le rôle et les limites de la notation et les régulateurs doivent continuer à encourager les investisseurs à mettre en place des modèles internes ou externes d'évaluation des risques, à côté des agences de notation, capables de proposer une analyse complémentaire, tant il est vrai que la référence aux seules notations a contribué aux excès que l'on a pu constater.

Christine ANGLADE-PIRZADEH
Directrice de la publication
contact@amf-france.org

Avec l'aimable autorisation de la Rédaction de la Lettre de la Régulation Financière 3e trimestre 2009 N° 14

AVIS D'EXPERT

EUROPE'S ECONOMIC PRIORITIES 2010 – 2015
BRUEGEL MEMOS TO THE NEW COMMISSION

Nous publions avec l'accord de l'auteur la note de Nicols Véron à l'attention du Commissaire européen en charge des services financiers, publiée dans le document collectif de Bruegel « Memos to the New Commission »

STATE OF AFFAIRS

Financial services is one of those areas for which the European Union can be both proud of its past achievements and humbled by the magnitude of its task. This would be the case even if the crisis had not erupted, but the current environment means that your portfolio has become one of the most exposed of the entire Commission. You are likely to be remembered either for major shortcomings and failures, or for major breakthroughs.

Over the past ten years, the Commission's efforts in your area of responsibility have been focused on one dominant goal: financial integration. The aim has been to forcefully eliminate barriers to the emergence of a single financial market. This effort has mainly centred on three major policies, the first two of which have been pioneered by other parts of the Commission: Economic and Monetary Union (EMU); competition policy, which has considerably reduced the scope for national banking protectionism under the cover of prudential supervision, starting with the landmark case of Champalimaud in Portugal (1999); and the Financial Services Action Plan, an ambitious legislative programme adopted in May 1999 and mostly implemented during the following Commission term (1999-2004). These three policies have been conducted simultaneously with two major related developments, namely the introduction of the so-called Lamfalussy process for financial regulation and the adoption of International Financial Reporting Standards (IFRS).

There were good reasons to devote so much energy to financial integration. By enabling better allocation of capital, it enhances Europe's growth potential. Furthermore, it contributes to the sustainability of

EMU as it is a powerful driver of economic convergence; conversely, a monetary union with fragmented capital markets is likely to be subject to significant internal economic disparities which may threaten its very existence.
An additional benefit, which was perhaps not explicitly sought, is that a financially integrated EU is a much heftier player on global financial markets than the sum of fragmented national systems could be, thus enhancing the EU's influence in international regulatory choices. A remarkable illustration of this was the extent to which other nations adopted IFRS once the EU had endorsed them.

Although economic impact is fiendishly difficult to measure, financial integration has indeed remodelled Europe's financial landscape in powerful ways. It has reinforced London as a major international financial hub, as many wholesale activities of continental financial firms have tended to migrate there: thanks to this the EU has the (by several measures) leading global financial centre on its territory. FIt has contributed to the strong catch up growth of central and eastern European countries, which was largely fuelled by credit channelled through local subsidiaries of banking groups headquartered in the 'older' member states.
It has generally fostered better financial services throughout the EU by raising the competitive pressure on incumbents, even though this effect has been unevenly spread as situations vary widely from one member state to another.

CHALLENGES

In spite of past successes, the challenges would have been daunting even if there had been no crisis; with the crisis, they are colossal. The current risks include major cross-border banking failures which could spiral out of control for lack of an appropriate crisis-management framework and may threaten the very fabric of the EU; an unravelling of global and intra-EU financial integration; and ill thought-out regulatory moves (or absence of necessary regulatory action) that would hamper Europe's growth potential. It would be foolish and utterly irresponsible to count on luck to prevent these risks from materialising, with all the catastrophic consequences they would have.
The core challenge is that your predecessors have made great and hard-to-reverse steps towards a single EU financial system but have failed to create the public institutions that would make such a system sustainable. During the decade to 2007, whether driven by ideology or captured by special interests or both, many observers and policymakers have complacently adhered to the view that the financial system would essentially take care of itself, and that the design and effectiveness of regulation and supervision were somewhat second-order issues.
The crisis illustrates how misguided this view – in some cases inspired by free-market fundamentalist ideology – has been. The difficulty is that you can not simultaneously have financial integration, full national financial policy sovereignty and effective supervision. Now, the third of these three dimensions can no longer be neglected, and as a consequence the EU finds itself in a trap from which there are only two possible exits: either market fragmentation, which would make everyone poorer; or institutional build-up, which is the far better option from an economic standpoint, even if fraught with technical and political pitfalls.

Conversely, you should be aware of the obverse risk of excessive or poorly conceived regulation, which would place a drag on Europe's competitiveness and reduce our growth potential. Well before the crisis, Europe had suffered from obstacles to the development of those financial services that are most needed by high-growth firms which rely extensively on external funding, such as growth equity investment, subordinated and mezzanine debt and high-yield bonds. As a result, Europe (like Japan) has demonstrated minimal ability in the past few decades to nurture 'new champions', companies that grow from nothing to global leaders while creating a large number of jobs in the process – which, by contrast, are numerous in both the United States and emerging economies. Ill thought through reactions to the crisis risk reinforcing such obstacles. Reducing them involves more competition in some financial services segments; better tailored tax, securities and prudential regulation; and reform and partial harmonisation of antiquated insolvency legislation. Good financial regulation is a delicate line to tread, and you will need a fine combination of market savvy and assertiveness on behalf of the public interest.

You will have to act simultaneously on a short- and a long-term agenda. On the short-term side, you are confronted with the sorry situation of Europe's banking sector, in which the need for comprehensive recapitalisation and restructuring has so far largely been met by policy paralysis.
Beyond the immediate sticking-plaster solutions applied by member states since October 2008, a centralised system-wide approach is necessary to fix this banking crisis, and 'system-wide' here means EU-wide, or at least on a scale covering the main continental European countries (as the British and Scandinavian banking systems can arguably be considered autonomous with regard to the rest of the EU). In spite of all the criticism they have given rise

to, the US 'stress tests', whose results were published in May 2009, have tentatively addressed this challenge. Continental Europe has done nothing equivalent. Europe-wide bank triage is necessary to provide transparency and trigger the indispensable restructuring of those multinational financial groups which may not survive on a stand-alone basis.

Furthermore, depending on the severity of the crisis-related future developments, the credit needs of Europe's companies and households may not adequately be met in the short term by commercially run financial intermediaries, which could in some scenarios lead to a significant (though, it is to be hoped, temporary) build-up of public-sector credit providers to the economy.
In such a case, innovative solutions will be needed from the EU institutions to prevent massive distortions in the European economy.

On a longer-term basis, you will need to work on all four dimensions of a sound EU financial services policy:
• Financial stability has understandably become the priority concern. Here the needs are effective supervision, protection of retail deposits and a capacity to manage future crises and let failed firms exit the marketplace in any orderly way. In an integrated financial system, these cannot be properly addressed with the current institutional fragmentation.
• Financial efficiency should be improved to enhance Europe's growth potential. It requires significant progress in the EU financial system's ability to provide external capital, which could be channelled from Europeans' ample savings to those actors who need it most, including fast growth companies.
• Financial fairness should be pursued through adequate protection of the weaker players in the system, which depending on the issues may include consumers, investors and actual or potential competitors to powerful established players. The Commission has a number of instruments at its disposal to act in this area and you should advocate their robust use to meet the challenges created or reinforced by the crisis.
• Finally, financial integration must not be abandoned but, on the contrary, defended and promoted. It requires not only harmonisation of rules and regulations, but also consistent compliance and implementation, which is impossible without effective enforcement mechanisms. Better mechanisms are needed to meet this challenge.
You will have to deal with short-term crisis management. Simultaneously, you will face the indispensable reform of the EU financial regulatory and supervisory architecture

RECOMMENDATIONS
To meet these monumental challenges, you will need considerable doggedness and focus, and a stronger sense of direction and priorities than has been displayed in recent years as regards your portfolio. As the crisis creates more pressure for politicised, knee-jerk decisions, clarity of purpose is necessary not only to guide your own initiatives but also to be able to prevent ill-advised policy moves at a time when the desire to find and punish culprits can be high in the public consciousness.

Simultaneously, you should not sacrifice but rather reinforce the quality of the policy process. Though it has occasionally been used by some players to delay necessary policies, better regulation is a sound objective and should be defended against the temptation to skip thoughtful design, impact analysis and consultation of stakeholders in the name of expediency.

You will have to deal with short-term crisis management, which is *de facto* a shared responsibility between the national and EU level, and regulatory reform, which is mainly an EU-level responsibility but must be closely coordinated with other jurisdictions such as the US and international groupings such as the G20 and Financial Stability Board. Simultaneously, you will face a specifically European task, namely the indispensable reform of the EU financial regulatory and supervisory architecture. It will not be easy, even though the conclusions of the EU summit of 18-19 June provide a basis for progress.
To succeed in a demanding environment, you will need to go back to basics.
First, you should publish, say in the first half of 2010, a clear vision for the financial system Europe needs – how stable, how efficient, how fair and how integrated it should be, reflecting the four dimensions described in the previous section. You should work hard to build a consensus for this vision among member states and the public. This will be a crucial step to allow you subsequently to set out the means to achieve the desired ends.
Clarity of vision will help you not to be overwhelmed by turf fights and special interest considerations, which weigh particularly heavily in this policy area. You may not want to take a stance on all aspects early on, in the same way that the US president's plan for financial reform announced on 17 June leaves many key aspects open to further elaboration. But you need to articulate the key parameters that will then drive decisions on specific issues. Do not confuse haste with speed. As in

high-end manufacturing, mistakes are better corrected or averted during the early design phase; otherwise, they will result in much longer delays and costs, or ruin the project altogether. Move swiftly, but make sure your vision is comprehensive and shared by a critical mass of constituents.

Then, basing yourself both on this vision and on the principles at the core of the European Union, you should devote the next six months to a comprehensive Subsidiarity review, to be carried out by the Commission's services under your leadership. In this review, you should examine the key financial services policy areas, including financial stability and prudential oversight, protection of investors and consumers, market integrity, and financial disclosure. The review should be based not just on the usual routine of publishing drafts and collecting spontaneous feedback, which engages only the most dedicated special-interest groups, but on active consultation of those stakeholders whose welfare and input you care most about.

This process should determine which tasks the EU should give back to member states, which ones it should take over from them, and which new bodies – not new layers of committees, but decision making authorities – may be required credibly to carry them out. This will be the basis for the requisite overhaul of EU supervisory and regulatory architecture. Separating this exercise from the prior establishment of your vision for Europe's financial system will help you to focus the debate on substance and not be deflected by vested interests or defence of the status quo. The question will not be whether your approach is 'evolutionary' or 'revolutionary'. It will be whether it meets the requirements of a sustainable EU financial system, or not.

In parallel, you will be confronted with the difficult questions of crisis management and of the very purpose and key tenets of financial regulation, such as the nature and instruments of macro prudential policies, the role and definition of capital requirements, the compatibility of different financial-service segments in the same financial group and the extent of risk disclosures by financial-market participants. On these fundamental issues you should seek synergies with the US policy-elaboration process, which is generally faster and more in-depth than the European equivalents, in liaison with your correspondents in member states' national authorities, especially those which participate in G20 meetings or key bodies hosted by the Bank for International Settlements.

Your tasks will inter alia entail a hefty legislative programme. Aspects of it will be unprecedented at EU level, such as on company law with the introduction of a consistent insolvency regime for systemically important financial-services firms.
Partnership with the newly elected European Parliament should be, more perhaps than for any of your predecessors, a core tenet of your ambitions.

Nicolas VERON
Economiste, Centre de réflexion européen Bruegel
n.veron@bruegel.org

Europe's economic priorities 2010 – 2015
Memos to the new Commission

With the worst crisis in the European Union's history, a return to economic nationalism and increasing cynicism about the power of government at any level to be a force for the general good, the stakes for the next European Commission are arguably higher than for any of its predecessors. To succeed, it will have to set priorities right from day one. But faced with a plethora of comment, analysis and advice even before the new Commissioners assume office, what key priorities should they focus on?
As a contribution to sharpening this debate, Bruegel has decided to prepare a set of open memoranda for the attention of the new Commission. One is addressed to the president and eleven to individual commissioners in charge of the most important economic policies at the EU level. These memos are intended to be strategic. They do not spell out the whole agenda awaiting the new Commission but describe succinctly the state of affairs, outline the key challenges, and propose selected priorities.
Cette remarquable étude du think tank belge, dirigé par l'économiste Jean PISANI – FERRY, peut être consultée sur : www.bruegel.org/uploads/tx_btbbreugel/com_memos_082009.pdf et elle peut être commandée (15 €) à Bruegel 33 rue de la Charité, box 4, 1210 Brussels.

POINT DE VUE ECONOMISTE

POUR UNE AMELIORATION DE LA DIVULGATION DE L'INFORMATION FINANCIERE

Appel conjoint de la fédération des experts comptables européens et de Eurosif «drive change in corporate behaviour »

Suite à la table ronde qui s'est tenue le 29 avril 2009 au Parlement européen consacrée au thème de la « Sustainability Disclosure », la Fédération des Experts comptables Européens (FEE) et l'European Sustainable Investment Forum (Eurosif) viennent de diffuser un plan d'actions destiné à améliorer la divulgation des informations extra financières des sociétés cotées et non cotées contenues dans leurs documents financiers (« Call for Action : Sustainability Disclosures in FEE/Eurosif, July2009,(www.fee.be/fileupload/upload).

Bien que dépourvue de valeur contraignante, cette réaction conjointe de la FEE et d'Eurosif mérite d'être mise en lumière pour de multiples raisons. Tout d'abord, en tant que normalisateur professionnel au niveau européen, la participation de la FEE donne à ce plan d'actions une valeur non négligeable. Ensuite, à l'heure des discussions qui animent les régulateurs sur la (in)suffisance des informations diffusées par les entreprises et sur l'ouverture des marchés financiers à des préoccupations environnementales et sociales, ce plan prend nettement parti en faveur d'une évolution de l'information des entreprises. A l'instar des dernières lignes directrices publiées par l'International Federation of Accountants (C. Prat dit Hauret et I. Tchotourian, « Guide des bonnes pratiques en matière de gouvernance et « Sustainability framework » : l'orientation de l'International Federation of Accountants vers un « capitalisme stakeholder », R.D.B.F., juillet-août 2009, n°4, p.17), les stakeholders sont placés au cœur de cette initiative qui cherche prima facie à adapter la diffusion de l'information à ces acteurs de la Société.

En outre, cette initiative apporte son écho au développement des préoccupations « développement durable » et « responsabilité sociale des entreprises » qui ne cesse d'« hanter » les comptables sur leur aptitude à rendre visible, par l'intermédiaire de l'information, une telle orientation (M. Mousli, « Quelle véritable influence de la RSE sur le contrôle de gestion dans les sociétés cotées : éco contrôle juste ou juste l'écho d'un contrôle ? », dans Indicateurs d'évaluation de la responsabilité sociale et environnementale des entreprises, Colloque international, Lyon, Vol. 2, 2009, p.1215 ; B. Christoph, « La comptabilité verte ou comment mieux informer pour contribuer au développement durable »,Revue Française de Comptabilité, 2003, nº365 ; N. Antheaume et R. Teller, « Quel regard vers d'autres formes de comptabilité : comptabilité sociétale et environnementale », dans Faire de la recherche en comptabilité financière, FNEGE, 2001, p.85). Enfin, l'importance que la FEE et Eurosif accordent à la place des informations extra financières est à souligner. En plus de faciliter la prise de décision et de réduire la tendance court-termiste qui caractérise les acteurs du marché, ces informations se font ressentir sur l'ensemble des standards de divulgation et affectent les résultats financiers des entreprises (L. Moir and M. Kennerley, « What to Measure in the Twenty-first Century ? », in Corporate Social Responsibility : Reconciling Aspiration with Application, Kakabadse A. and Morsing M. (dir.), Palgrave, EABIS 2006, p.81).

Constatant que les informations extra financières sont souvent diffusées de manière limitée ou inexistante par les entreprises (statistiquement, seules 300 à 500 entreprises sur un total de 40 000 diffusent une information extra financière de qualité), le plan d'actions rendu public en juillet 2009 comporte sept propositions qui s'articulent autour de plusieurs pôles :

- L'amélioration du contenu du rapport annuel des sociétés.
- L'utilisation des indicateurs clés de performance tels que ceux développés par le Global Reporting Initiatives (GRI) et l'introduction d'une série d'indicateurs obligatoires pour toutes les entreprises.
- Le renforcement de la règlementation quant à la divulgation de certaines données.
- **L'instauration de mécanismes de récompense au profit des entreprises adoptant un comportement responsable.**

1. L'amélioration du contenu du rapport annuel des sociétés

La FEE et Eurosif insistent sur les enseignements qui doivent être tirés de la crise économique en termes de qualité et de pertinence de l'information contenue dans le rapport de gestion (point 1). Ainsi, le rapport annuel des entreprises doit inclure des informations narratives de nature non financière offrant une vision prospective de l'entreprise et intéressant les stakeholders. Le plan d'actions insiste également sur le caractère nécessairement compréhensible du langage à travers lequel les informations sont divulguées. Enfin, si le rapport annuel n'est pas la seule source d'information pour les stakeholders, il demeure un élément central qui doit comporter une évaluation et une confirmation des données durables qui ont été communiquées au cours de l'année (point 2).

2. L'utilisation des indicateurs clés de performance tels que développés par le GRI

Selon la FEE et Eurosif, les indicateurs clés de performance s'avèrent être une source d'information précieuse qui doit cependant être parfaitement comprise par les stakeholders et mise en lien avec la performance financière de l'entreprise (point 3). En raison de l'étendue du choix offert aux entreprises dans leur sélection des indicateurs, la FEE et Eurosif insistent sur la nécessité de bâtir une gamme d'indicateurs généraux que l'ensemble des sociétés devrait impérativement utiliser et, ce afin de faciliter la comparabilité des rapports annuels (point 5). En cas d'absence de tels indicateurs, les entreprises devraient expliquer en quoi les choix opérés sont pertinents. De plus, cette gamme d'indicateurs obligatoires devrait être complétée par des indicateurs spécifiques propres au secteur d'activité de chaque société (point 5).

3. Le renforcement de la règlementation quant à la divulgation de certaines données

Même si les entreprises responsables sont encouragées à diffuser des informations environnementales et sociales quel que soit le dispositif législatif entourant cette communication (point 7), l'intervention des gouvernements n'est pas exclue par la FEE et Eurosif à condition d'éviter la « surréglementation ». En effet, prenant exemple de la loi française sur les nouvelles régulations économiques, la divulgation imposée de données spécifiques en rapport avec la durabilité est une piste qui est envisagée. Sur le modèle du principe « comply or explain » des codes de gouvernance d'entreprise mis en place dans nombre de pays, les régulateurs pourraient contraindre les entreprises à justifier leur absence de divulgation de ces informations spécifiques (point 6).

4. L'instauration de mécanismes de récompense au profit des entreprises adoptant un comportement responsable

La FEE et Eurosif soulignent enfin que les entreprises qui se révèlent transparentes sur l'information durable doivent accéder plus aisément à du financement (notamment à travers l'intervention de l'Etat) et doivent bénéficier d'une plus-value de la valeur de leurs biens tangibles et intangibles (point 4.). Sur ce dernier point, la FEE et Eurosif concèdent toutefois que des recherches restent à mener sur la manière d'inclure les préoccupations environnementales et sociales dans la détermination de la valeur d'une entreprise (point 4 a.).

Cette attitude de la FEE et d'Eurosif s'inscrit dans les discussions entourant la mesure de la performance des entreprises. Depuis quelques années, les auteurs indiquent que le contrôle des comptes ***s'oriente d'une information purement financière marquée par des impératifs élevés de maximisation financière*** (M. Albouy, « Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur », Revue Française de Gestion, 2006, Vol. 32, nº160, p.139 ; P. Charreaux, « Théorie financière et stratégie financière », Revue Française de Gestion, 2006, Vol. 32, nº160, p.109) ***vers une information intégrant des éléments autres que financiers*** (R. S. Kaplan and D. P. Norton, « Le tableau de bord prospectif : Pilotage stratégique, les quatre axes du succès », Editions d'Organisations, 2003 ; R. H. Chenhall, « Management Control Systems Design Within its Organizational Context : Findings from Contingency-based Research and Directions for the Future », Accounting, Organizations and Society, 2003, Vol. 28, nº2-3, p.127). Bien que la construction d'un « sustainability reporting » soit un travail de longue haleine (FEE/Eurosif European Parliament Roundtable on Sustainability Disclosure, « Summary Note », April 29, 2009), ce plan d'actions confirme in fine que les stratégies de communication des entreprises ne doivent plus être conçues sous un angle financier avec des données uniquement comptables et que le temps des formules d'usage doit céder la place à celui de l'action.

Confirmant la renaissance du développement durable que certains plaident avec énergie (C. de La Marnierre, « La renaissance du développement durable », La Lettre de l'AFGE, n°20, décembre 2008/janvier 2009, p.16), les entreprises devront désormais mieux appréhender leur dimension extra financière.

Ivan TCHOTOURIAN
Maître de conférences (Université de Nantes)
Membre du C.R.D.F. (U. Paris 1)
et de l'I.R.D.P. (U.Nantes)
Chercheur associé C.D.A.C.I. (Université de Montréal)
ivan.Tchotourian@univ-nantes.fr

POINT DE VUE JURISTE

RESOLUTION DES LITIGES PAR LA MEDIATION :

La médiation est un mode de résolution alternatif des conflits utile en période de crise économique. La médiation est un processus auquel des parties peuvent avoir recours lorsqu'elles se trouvent en situation de conflit et qui implique l'intervention d'un tiers, le médiateur. Dit autrement, c'est un cadre mis à la disposition des parties confrontées à une situation conflictuelle et destiné à leur permettre de redéfinir leurs relations.

Le médiateur reste neutre au sens où il n'est habilité à prendre aucune décision ni même, en principe, à rendre un avis quant aux positions défendues par les parties et les réclamations formulées par celles-ci.

Il aide les protagonistes à gérer la crise en structurant le débat entre eux et en rétablissant un mode efficace de dialogue. Il ne prend pas position sur le fond des questions abordées dont le contenu reste à la maîtrise des parties, mais il est en revanche responsable de la conduite du processus.

En période de crise économique, la médiation est un procédé simple, rapide, économique pour négocier

librement le règlement d'un conflit et parvenir à une solution efficace et durable. Libre d'accepter la médiation, d'y mettre fin, de signer ou non un accord, gain de temps, gain d'argent, discrétion, simplicité, les parties restent acteurs de la recherche de la meilleure solution dans un accord gagnant/gagnant. Dans une société française pour certains trop judiciarisée, face à une justice très engorgée, la médiation évite aux parties de s'enliser dans une procédure longue, coûteuse, dont l'issue est incertaine. Il convient d'insister sur le caractère volontaire du recours à la médiation. Si l'on accepte l'idée que la mission du médiateur n'est pas de régler le différent à la place des parties mais de les y encourager, il faut évidemment qu'elles s'impliquent elles-mêmes dans la recherche des solutions.

Il est des cas où le procédé s'avère particulièrement adapté : lorsque les parties ne veulent pas rompre le dialogue et ne pas détériorer une situation déjà fragile. En restaurant une communication entre les parties, elle permet de trouver des solutions construites en commun, ce qui est un gage de durée.

Il s'agit aussi fréquemment d'établir les comptes d'une séparation ou de la sortie de projets devenus litigieux et ce, entre des personnes ne souhaitant plus poursuivre une quelconque relation entre elles. La médiation a alors pour objectif en pareille hypothèse de créer les conditions nécessaires pour que les protagonistes puissent se quitter selon des modalités raisonnables, voire équitables ou sereines.

Frédéric BELOT
Docteur en Droit - Avocat Associé
f.belot@bmavocats.com

POINT DE VUE ENTREPRISE

GOUVERNANCE DES CONSEILS : DYSFONCTIONNEMENTS ET SOLUTIONS

La France n'est pas le pays le moins avancé sur le plan de la gouvernance d'entreprise, et certains proches voisins seraient inspirés de suivre nos progrès attentivement au lieu de donner des leçons de gouvernance universelles....qu'ils ne s'appliquent que rarement.
Cela ne veut pas dire que nos entreprises sont irréprochables et que rien ne doit être entrepris pour améliorer le fonctionnement de nos organes de direction.

L'indépendance des administrateurs

Depuis plus de dix ans, les gourous français et anglo-saxons de la gouvernance se disputent sur la définition de l'indépendance des administrateurs. Les critères AFEP-MEDEF ne correspondent pas à ceux de l'AFG qui diffèrent de ceux de l'ICGN (International Corporate Governance Network) ou de Riskmetrics. La question qui semble centrale n'est plus de savoir ce qu'est l'indépendance, mais plutôt d'attribuer clairement un rôle précis aux administrateurs indépendants, autrement qu'en leur accordant des places dans les comités spécialisés. Car il ne sert à rien d'avoir des comités majoritairement composés d'administrateurs indépendants, si ceux-ci n'ont ni le temps nécessaire à la préparation de leurs travaux, ni les compétences, ni les moyens financiers, ni la liberté de choix de prestataires extérieurs.

Le profil des administrateurs français

Le profil des administrateurs français - même si on peut noter récemment une certaine amélioration - répond trop souvent au principe du clonage : âge, profils, sexe, grandes écoles...). Il en va des administrateurs comme des hommes politiques : le cumul des mandats tue la diversité, l'ouverture, le renouvellement et l'arrivée d'une génération opérationnelle de responsables "quadra". Face à des directions générales très souvent composées de managers jeunes et talentueux, les Conseils manquent parfois cruellement de dynamisme et de compétence. Toutefois, le problème n'est pas qu'humain; il provient également du fonctionnement des conseils. Dans un monde très internationalisé et ouvert, il faut oublier les réflexes anciens hérités d'un capitalisme contrôlé (noyaux durs, grandes familles) et purement national. Si l'objectif de la place est d'améliorer l'efficacité des conseils, alors certaines mesures simples doivent être mises sur la table et rapidement mises en oeuvre. Sans quoi, les administrateurs continueront d'être progressivement déresponsabilisés et dépossédés de leurs prérogatives alors même que la pression des actionnaires, la complexité des problématiques et le risque juridique s'accroîtront.

Des mesures simples proposées

Des mesures simples peuvent être rapidement proposées pour permettre une amélioration réelle. Tout d'abord, la sélection de nouveaux profils d'administrateurs plus jeunes et opérationnels. Cela implique nécessairement la limitation du nombre de mandats de ces nouveaux administrateurs "actifs" à 2 ou 3 mandats. Ensuite, il serait important de

reconnaître la responsabilité propre des comités spécialisés. Dans un monde complexe, il faut des professionnels confirmés, compétents et responsables...et pas uniquement pour le comité d'audit. Cela implique également que ces comités (et les administrateurs indépendants ou non qui les composent) disposent des moyens nécessaires à leur travail. Il n'est plus acceptable que les administrateurs reçoivent les informations de préparation d'un conseil la veille ou l'avant-veille de la réunion, et fondent leurs analyses et travaux uniquement sur les données que le management et ses conseils leur ont fournis. Le conseil doit pouvoir faire appel à des prestataires extérieurs neutres (avocats, banquiers-conseils, auditeurs, cabinets de recrutement...) et par conséquent disposer d'un budget distinct et significatif.

Mais n'ayons pas une approche manichéenne de la situation, qui consisterait à reprocher aux seuls émetteurs des pratiques anciennes, peu transparentes ou non compétitives. Les actionnaires doivent aussi - et en priorité - prendre leurs responsabilités et faire pression pour améliorer le système. Il est évident qu'un meilleur fonctionnement des conseils et une plus grande efficacité de ceux-ci encourageraient la fidélité de nombreux investisseurs. Cependant, rappelons qu'en moyenne un investisseur sur deux et une très large majorité d'actionnaires individuels ne votent pas aux assemblées générales de nos entreprises. Il est facile de critiquer, de dénoncer et de regretter lorsque par ailleurs on n'exerce pas ou peu ses droits et devoirs d'actionnaire. De nombreux investisseurs sont critiques, mais ils préfèrent ne pas voter, prêter leurs titres ou suivre aveuglément les recommandations de vote de conseils extérieurs sans prendre la peine d'écouter et de dialoguer avec les émetteurs.

Les investisseurs doivent s'impliquer

Les investisseurs doivent s'impliquer en votant massivement, de manière réfléchie et intelligente, et solliciter des entreprises un dialogue constructif et régulier sur les sujets de gouvernance et stratégiques. Mais pour se faire entendre, les investisseurs ne devraient-ils pas aussi avoir la possibilité de convoquer une assemblée et ainsi exprimer leurs préférences. et, le cas échéant bousculer les conseils poussiéreux ? Enfin, certains actionnaires devraient également prendre leurs responsabilités et siéger aux conseils dès lors que leur investissement est pérenne et significatif.

Les dysfonctionnements constatés des conseils des entreprises françaises ne doivent pas laisser croire que tous les émetteurs sont à la traîne et qu'aucun effort n'a été entrepris. Il existe des entreprises très en pointe sur ces sujets et qui doivent servir de modèles et d'étalons aux autres. De manière symétrique, certains investisseurs sont très investis dans le dialogue avec les dirigeants et exercent pleinement leurs devoirs d'actionnaires. Mais l'excellence et les progrès de quelques-uns ne peuvent dissimuler les faiblesses et les retards de la majorité. La gouvernance "à la Française" a une chance historique de devenir une référence et de répondre aux ambitions universalistes des anglo-saxons, à condition d'agir vite et de manière coordonnée.

Matthieu SIMON BLAVIER
Directeur Général de Georgeson
msb@georgeson.com

COMMUNICATION

REMUNERATION DES ADMINISTRATEURS DE SOCIETES COTEES :
NOUVELLE RECOMMANDATION DE LA COMMISSION EUROPEENNE

Cette recommandation complète les recommandations:
- 2004/913/CE *(http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:385:0055:0059:FR:PDF)*
- 2005/162/CE *(http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2005:052:0051:0063:FR:PDF).*

Elle précise qu'une politique de rémunération appropriée devrait lier la rémunération à la performance.

Elle enrichit les textes existants en définissant de meilleures pratiques. A cette fin, elle est axée sur certains aspects:

1-La structure de la rémunération, à savoir exiger un équilibre entre les composantes fixes et variables, lier la rémunération variable à des critères de performance prédéfinis et mesurables et respecter un équilibre entre critères de performance à court et long termes, ou encore plafonner (au maximum à deux années de la composante fixe de la rémunération) le montant des indemnités de fin de contrat et les interdire lorsque les objectifs ne sont pas atteints;

2- La procédure de détermination de la rémunération et son contrôle par les actionnaires.

http://ec.europa.eu/internal_market/company/directors-remun/index_fr.htm

EVENEMENT

LE PRIX DE L'ASSEMBLEE GENERALE DE L'ANNEE 2009

Le Jury du Prix de l'Assemblée Générale de l'Année a élu les quatre lauréats 2009 :

1er Prix : AIR LIQUIDE
2 e Prix : LVMH
3e Prix : GDF SUEZ

Prix Spécial du Jury : FRANCE TELECOM (meilleure progression par rapport à 2008).

Le « Prix de l'Assemblée Générale de l'Année » des entreprises du CAC 40 récompense les entreprises qui satisfont le mieux aux plus de 80 critères d'analyse définis par un jury co-présidé par Philippe Marini, Sénateur Maire de Compiègne, Rapporteur Général de la Commission des Finances du Sénat, et Bruno Lafont,Président-directeur général de Lafarge, société lauréate 2008.

Cette grille de critères, soumise préalablement aux sociétés du CAC 40, porte sur 10 thèmes clés : pédagogie des allocutions, pertinence de la présentation des résultats, explication de la stratégie et des métiers, responsabilité sociale et environnementale, gouvernance d'entreprise, rémunération des dirigeants, gestion des risques, stratégie financière, présentation des résolutions et qualité du débat.

Le Jury s'est réuni le 16 juin pour examiner les grilles réalisées par les équipes de DLA Piper et CapitalCom,puis a procédé à l'élection à huis clos des 10 meilleures AG du CAC 40 pour la saison 2009 :

1. Air Liquide (1er Prix)
2. LVMH (2e Prix)
3. GDF SUEZ (3e Prix)
4. France Telecom (Prix Spécial du Jury)
5. BNP Paribas
6. L'Oréal
7. Suez Environnement
8. EDF
9. Vivendi
10. Accor / Michelin (ex-aequo)

Le Prix de l'Assemblée Générale de l'année 2009 a été remis par Philippe Marini et Bruno Lafont chez Euronext le 30 juin 2009.

LES POINTS FORTS DES LAURÉATS

AG d'Air Liquide (1er Prix)

•Exposé très clair sur les atouts stratégiques du Groupe et sur les métiers, illustrés par un film mettant en valeur les chercheurs du Groupe;
•Responsabilités environnementales et sociales très bien exposées;
•Exposé très complet sur la gouvernance;
•Présentation exemplaire des résolutions proposées au vote;
•Exposé remarquable des Commissaires aux Compte

AG de LVMH (2e Prix)

•Exposé très didactique des résultats et de la stratégie financière;
•Résolutions très bien expliquées;
•Enquête préalable auprès des actionnaires;
•Exposé macroéconomique de Christian de Boissieu.

AG de GDF SUEZ (3e Prix)

•Une première AG post-fusion exemplaire;
•Présentation très complète des résultats et de la stratégie;
•Ambitions de long terme claires, bonne mise en perspective par rapport à la concurrence;
•Grande transparence sur la gouvernance et les rémunérations;
•Enjeux environnementaux et sociaux comme fil conducteur des présentations;
•Eclairages précis sur la crise et les principaux risques;
•Vote par Internet.

AG de France Telecom (Prix Spécial du Jury)

•Une AG particulièrement pédagogique notamment grâce à une présentation concrète des métiers, des produits et des innovations;
•Thématiques sociales très développées (ressources humaines, handicap);
•Volonté affichée de proximité avec les actionnaires
•Qualité du débat et de l'écoute.
• Excellente mise en valeur des atouts et des marques du groupe;
•Qualité des films projetés;

•Mise en avant des enjeux environnementaux, sociaux.

LISTE DES MEMBRES DU JURY DU PRIX DE L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE DE L'ANNÉE

- Présidents :

Philippe MARINI, Rapporteur Général de la Commission des Finances du Sénat, Sénateur Maire de Compiègne

Bruno LAFONT, Président-directeur général de Lafarge, **Sté lauréate 2008**

- Membres du Jury :

Robert BACONNIER, Président de l'ANSA (Association Nationale des Sociétés par Actions)

Daniel BACQUEROËT, Président de la DFCG (Association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion)

Arnaud de BRESSON, Délégué Général de Paris EUROPLACE

Claude CAZES, Président de la CNCC (Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes)

Jean-Pierre HELLEBUYCK, Vice-président de Axa IM

Daniel LEBEGUE, Président de l'IFA (Institut Français des Administrateurs)

Alain LECLAIR, Président de l'AFG (Association Française de la Gestion Financière)

Gonzague de BLIGNIERES, Administrateur de l'AFIC (Association Française des Investisseurs en Capital)

Christian de BOISSIEU, Président Délégué du CAE (Conseil d'Analyse Economique)

Patrick LEGUIL, Président de la SFAF (Société Française des Analystes Financiers)

Jean-Hervé LORENZI, Président du Cercle des Economistes

Eddie MISRAHI, Président de l'AFIC (Association Française des Investisseurs en Capital)

Alain PIETRANCOSTA, Professeur Agrégé de l'Université Paris 1

Fabrice REMON, Associé de Deminor

Patrick SAYER, Président d'Eurazeo, Président sortant de l'AFIC (Association Française des Investisseurs en Capital)

Vincent TAUPIN, Président de Boursorama

Caroline de LA MARNIERRE
Présidente de CapitalCom
cdelamarinierre@capitalcom.fr

AVIS D'EXPERT

LES PATRONS DU CAC 40 SERAIENT-ILE DEVENUS POLYGAMES ?

Avec un appétit insatiable de rémunérations diverses et des besoins d'argent démesurés, les patrons du CAC 40 seraient-ils devenus polygames ?

C'est une question que l'on peut se poser aujourd'hui sur le ton de l'ironie. Que justifie un tel besoin d'argent sous forme de rémunération fixe et variable, de bonus, d'actions gratuites, de stock-options, de cadeau de bienvenue à l'arrivée, de parachute doré à la sortie, et pour finir d'une retraite chapeau (régime surcomplémentaire de retraite à prestations définies, pour exemple 400 000 euros par an, sur la base de 20% de la rémunération de la dernière année, 2 millions d'euros) ?

Quelle motivation pousse les dirigeants d'entreprises françaises, du CAC 40 particulièrement, à faire cette course effrénée aux rémunérations diverses les plus élevées dans une optique de court terme, déconnectée des préoccupations actuelles des actionnaires qui les ont élus et des performances réelles de l'entreprise qu'ils dirigent ?

Ils le savent bien : c'est la fin d'un monde de prospérité exceptionnelle, de facilité et d'irresponsabilité. Un modèle économique nouveau est en train de se forger à l'occasion de cette crise aux multiples facettes.

Les Régulateurs nationaux (AMF, FSA, SEC, …), européen (CESR), et les superviseurs des institutions financières devraient obtenir des responsabilités et des moyens accrus pour intervenir avec plus de sévérité et faire appliquer la loi (LSF, SOX). L'interventionnisme de l'Etat sera plus contraignant afin de résoudre la crise de liquidité. Enfin, les actionnaires institutionnels devraient dès 2009 imposer leur contrôle permanent, exigeant et ferme des entreprises, exerçant la fonction d'un régulateur privé à la suite de la défaillance des agences de notation. Des entretiens récents à Londres m'ont confirmé que le mouvement était lancé.

Constatant des pertes de valorisation de près de 50% de leurs actifs, les actionnaires institutionnels (entraînant dans leur sillage les petits porteurs en colère), et les régulateurs publics devraient dès cette année s'attaquer aux problèmes des rémunérations diverses, proposer des critères rigoureux d'attribution et de performance, exiger plus de transparence et de probité, responsabiliser davantage les membres des conseils d'administration et réclamer un durcissement de la fiscalité des rémunérations excessives ou injustifiées.

Nous pourrions citer des exemples aberrants, des noms de dirigeants qui ont battu des records d'indécence et d'arrogance. Ce n'est pas notre propos, car toute la presse en parle et certaines publications ont présenté des dossiers très argumentés.

C'est la saison des assemblées générales. Il suffit de lire avec méthode et attention les rapports annuels, les documents de référence des sociétés dont on est actionnaire, pour prendre la mesure du problème posé par les rémunérations des cadres dirigeants, en période de grave crise économique et sociale. Il faut ensuite avoir le courage d'aller à l'AG, de se faire entendre en posant la bonne question, d'obtenir une explication avant d'exercer son droit de vote ; après, il sera trop tard ! Il y a quelques années, j'osais demander au PDG du nouveau groupe Total Fina Elf de communiquer aux actionnaires la rémunération fixe et variable des sept membres du comité exécutif ; il a répondu *«qu'il ne fallait pas confondre transparence et exhibitionnisme»*. Pas facile d'être un actionnaire actif et vigilant.

Et pourtant, je recommande aux actionnaires de se mobiliser pour exercer leur droit de copropriétaire, pour défendre la pérennité des entreprises françaises et préserver les emplois, en cette période de grave crise économique et sociale dont les pires effets sont à venir. Ne pouvant plus tolérer à la fois les destructions d'emplois et de tels écarts de revenus, les citoyens actionnaires ou pas pourraient se révolter avant l'été ; le feu couve dans les pays du Sud de l'Europe, où le taux de chômage atteindrait 20 à 25% de la population active ; l'incendie social pourrait alors se propager par capillarité à travers toute l'Europe en quelques semaines. C'est un risque majeur aujourd'hui.

QUELLES MESURES DEVRAIENT ETRE MISES EN ŒUVRE DES 2009 ?

1° L'Etat et ses institutions relais devraient imposer dès maintenant aux mandataires sociaux et aux dirigeants des entreprises dont les performances sont désastreuses, qui sont en difficulté et soutenues par l'aide publique soit financière, administrative ou fiscale, de réduire sensiblement leurs différentes rémunérations et avantages.

Elles devraient s'aligner sur celles de leurs homologues américains (plafonnées à 500 000 dollars par an) pour les entreprises refinancées par l'Etat français. Jusqu'à ce jour, l'étalon américain a justifié les hausses considérables de rémunération des dirigeants français soucieux de rattraper leur retard. Aujourd'hui, il conviendrait d'ajuster à la baisse, sinon les fonds de pension anglo-américains et les fonds souverains ne comprendraient pas cette «exception française».

2° Au nom de l'autodiscipline, des dirigeants devraient renoncer d'eux-mêmes à leur bonus pour les années 2008 et 2009 ; ils devraient accepter également que le versement d'une indemnité de départ de 2 ans de salaire, soit assortie d'une clause de non concurrence limitée à 2 ans. Au nom du même principe, lors de la séparation des pouvoirs de président du conseil d'administration et de directeur général, la rémunération du Président ne devrait plus comporter une part fixe sous forme de salaire de base (de 1 à 1,5 M€ par exemple) mais elle devrait correspondre à des jetons de présence d'administrateur majorés au titre de la responsabilité exercée (entre 200 et 400 000€ selon les cas). Il serait judicieux de maintenir cependant une part variable calculée en fonction d'une batterie de critères de performance pouvant atteindre 100% de la part fixe.

3° En concertation entre les émetteurs, les actionnaires et l'autorité de régulation, il conviendrait de définir une série de critères rigoureux pour la mesure de la performance des mandataires sociaux et des cadres dirigeants, basés notamment sur :

- l'initiative et la responsabilité individuelle ;

- la performance mesurée en fonction des résultats obtenus (par l'entité opérationnelle, administrative, ou la filiale) en comparaison avec les objectifs annuels fixés ;

- la maîtrise des risques au niveau de l'entité ;

- enfin, la contribution individuelle au développement durable, à la cohésion et à la réputation de l'entreprise.

4° Dans le cadre des textes législatifs en vigueur, la fiscalité sur les stock-options, les bonus, les cadeaux de bienvenue et les retraites surcomplémentaires devrait être plus exigeante: notamment les bénéficiaires ne devraient pouvoir exercer leurs droits qu'au terme d'une période de 2 ans après leur départ de l'entreprise, le temps de constater les résultats obtenus. L'administration devrait étroitement contrôler les programmes «d'optimisation fiscale» (hedge funds, private equity, trusts ou fondations localisés dans des paradis fiscaux) proposés aux dirigeants d'entreprise à titre personnel. Retenons les leçons de l'affaire Madoff.

5° Il conviendrait d'imposer l'obligation pour le président du Comité des Rémunérations, de présenter au nom du conseil d'administration le rapport d'activité du comité ; et que ce rapport fasse l'objet d'une résolution soumise à l'approbation des actionnaires. Cette proposition fait son chemin en Grande-Bretagne et aux Etats-Unis.

Dans le contexte actuel de grave crise économique, sociale et culturelle, les dirigeants d'entreprise, le régulateur et les actionnaires institutionnels doivent sans tarder adopter des mesures audacieuses et contraignantes, faire des sacrifices, afin d'assurer la pérennité des entreprises performantes, de favoriser le retour de la morale et du comportement éthique dans la conduite des affaires. Cela permettra de consolider la réputation de l'entreprise et de retrouver la confiance des actionnaires, des salariés et de toutes les parties prenantes. La confiance ne se décrète pas, elle se mérite et elle s'entretient.

Jean-Aymon MASSIE
Publié par** Easybourse.com **le 05 Mai 2009
Avis d'expert recueilli par Imen HAZGUI

POUR VOTRE INFORMATION

PUBLICATION DU CREDIT AGRICOLE : CA ECO NEWS La direction des Etudes Economiques dans son édition du 4 Septembre 2009 fait état des dernières décisions de la BCE, qui notamment suggère une grande

prudence vis-à-vis des perspectives de croissance et d'inflation à moyen terme. Directeur de la publication Jean Paul Betbèze www.études-économiques.crédit-agricole.com

TRAVAUX DE L'IFGE : Le Référentiel sur la gouvernance raisonnable des entreprises françaises publié en juillet 2009, propose pour la première fois, un cadre pour l'analyse et la mise en place des codes de bonnes conduites, adaptés aux différents types d'entreprises. Directement issu des travaux de recherche, ce rapport constitue une boîte à outils laissant à ses utilisateurs le soin de définir librement et de manière pragmatique les règles pour résoudre les problèmes de gouvernance auxquels les acteurs du gouvernement d'entreprise sont confrontés. Institut Français de Gouvernement des Entreprises 'IFGE' : *www .ifge.eu*

COMMUNICATION DE PROXINVEST : nous vous informons que désormais tout internaute-actionnaire peut opérer gratuitement sur le site directvote aujourd'hui en ligne http://www.directvote.fr - site de vote à distance des actionnaires aux assemblées générales des sociétés cotées. Ce site permet aux actionnaires des sociétés françaises, qui ont convoqué leur assemblée générale, de voter par correspondance par envoi postal de leur formulaire. Il leur permet également, pour les sociétés qui le proposent, de voter par voie électronique avant l'assemblée. L'internaute-actionnaire pourra imprimer ses formulaires de vote cfonb individuels pour les 300 premières sociétés françaises cotées. Toute société, souhaitant offrir un vote 100% internet à ses actionnaires nominatifs et/ou au porteur, pourra aussi désormais, si elle le souhaite, contracter avec ce site pour gérer elle-même son assemblée en remplaçant la génération de formulaires papier par le vote 100% électronique selon le procédé directvote qui repose, pour les titres au nominatif sur la liste des actionnaires au nominatif invités et, pour les titres au porteur, sur la diligence du dépositaire saisi par chaque actionnaire via ce site. Pour plus information veuillez contacter MM. Loïc Dessaint et Charles Pin, ou bien Pierre-Henri Leroy président de Proxinvest. P.h.leroy@proxinvest.fr

ENQUETE D'OPINION DE NOVETHIC : les institutionnels sont-ils des actionnaires sensibles aux enjeux ESG ? Novethic vous invite à participer à la seconde enquête d'opinion auprès des investisseurs institutionnels français et anglais, sur les grandes thématiques environnementales, sociales et de gouvernance (ESG). Cette enquête est conçue pour mesurer le point de vue des investisseurs institutionnels en tant qu'actionnaires. Une première partie est d'ordre général. Les résultats de l'enquête seront présentés lors du colloque « Stratégie ESG pour les Investisseurs Responsables » de Novethic qui aura lieu à Paris le 27 novembre prochain. En tant que répondant au questionnaire, vous êtes cordialement invité à ce colloque. Seuls les résultats agrégés (ne mentionnant pas les données propres à chaque organisme) seront publiés ou communiqués à des tiers. Le questionnaire est composé d'une vingtaine de questions à choix multiples. Informations: www.novethic.fr/

AGENDA

° L'European Corporate Governance Institute, Brookings Institution et Columbia Law School organisent à la SEC, Washington DC le 17 septembre, «The 2009 Transatlantic Corporate Governance Dialogue Conference », the new role of Government in corporate governance… Contact & register : jeremy.miller@ecgi.org

° L'AFGE organise son prochain dîner débat mercredi 21 octobre dans les salons de la Maison des Arts et Métiers, av.d'Iéna, en partenariat avec MAN Investment et l'AF2I, sur un sujet d'actualité : *la gestion alternative*, nouvelle orientation de l'ingénierie financière, tenant compte de la régulation, des aspects de liquidité, de la transparence, des principes d'éthique et de gouvernement d'entreprise.

BULLETIN D'ADHESION A L'AFGE POUR L'ANNEE 2009

(AFGE) Association Française du Gouvernement d'Entreprise

Nom : ..... Prénom : .....

Fonction : .....

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

Adresse : ..... Télécopie : .....

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

Domicile : .....

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

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

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

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

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

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

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

FOCUS SUR …

Fondation Ethos

Reconnaissance internationale pour Ethos

En juillet 2009, Ethos, Fondation Suisse pour un développement durable a reçu le « Award 2009 » de l'International Corporate Governance Network (ICGN).

Le prix décerné par l'ICGN est considéré comme la plus haute distinction dans le domaine de la gouvernance d'entreprise et récompense chaque année des réalisations exceptionnelles dans ce domaine. Les lauréats sont sélectionnés parmi des personnes/institutions ayant amélioré de manière significative l'état de la gouvernance et ayant produit un important impact positif dans une région.

L'ICGN est une organisation mondiale sans but lucratif regroupant environ 500 leaders de la gouvernance d'entreprise basés dans 40 pays. Les membres de l'ICGN sont essentiellement des investisseurs institutionnels avec des actifs sous gestion d'environ USD 9'000 milliards. Depuis 2001, l'ICGN décerne un Award lors de chaque conférence annuelle qui réunit plus de 400 participants venus de partout dans le monde. La conférence change de lieu chaque année.

L'attribution du prix à Ethos confirme que la vision initiale transcrite dans la Charte de la fondation s'est avérée pleinement correcte. En effet, pour Ethos, l'investissement socialement responsable passe à la fois par une gestion qui intègre des critères de développement durable et de bonne gouvernance, l'exercice systématique des droits de vote d'actionnaire, ainsi que l'engagement d'un dialogue permanent avec les instances dirigeantes des sociétés.

La Fondation Ethos regroupe aujourd'hui plus de 80 investisseurs institutionnels, principalement des caisses de pension suisses. Elle a pour but de favoriser la prise en compte des principes du développement durable et des règles de bonne pratique en matière de gouvernement d'entreprise dans les activités d'investissement. Depuis sa création en 1997, Ethos milite pour plus de droits pour les actionnaires des sociétés cotées en bourse.

Les activités d'Ethos se concentrent sur la gestion et le conseil dans le domaine des investissements socialement responsables. Ethos propose également aux investisseurs un programme de dialogue avec les entreprises (Ethos Engagement Pool). Depuis sa création en 2004, ce programme qui regroupe aujourd'hui 29 membres, principalement des caisses de pension suisses, a contribué à l'amélioration du niveau général de gouvernance des sociétés cotées en Suisse.

Ethos est également membre de plusieurs associations internationales d'investisseurs institutionnels actifs dans le dialogue avec les entreprises, telles que le Carbon Disclosure Project (CDP), l'Institutional Investors Group on Climate Change (IIGCC), le Pharma Shareowners Group (PSG) et l'Extractive Industries Transparency Initiative (EITI). Ethos est aussi membre du European Sustainable Investment Forum (Eurosif) et, bien entendu, de l'International Corporate Governance Network (ICGN).

Say on Pay en Suisse : donner des droits aux actionnaires en matière de rémunération des instances dirigeantes des sociétés cotées à la bourse suisse.

A l'heure actuelle, la loi suisse ne donne malheureusement pas de droits aux actionnaires des sociétés cotées en matière de rémunération des instances dirigeantes. Par conséquent, dans le cadre de ses activités d'actionnariat actif, Ethos avec le soutien de huit caisses de pension publiques suisses a déposé en 2009 une résolution d'actionnaire « Say on Pay » auprès des cinq plus grandes sociétés cotées en Suisse : ABB, Crédit Suisse Group, Nestlé, Novartis et UBS.

Ces résolutions demandaient que les actionnaires puissent se prononcer de manière consultative sur les rémunérations des instances dirigeantes des sociétés cotées à la bourse suisse, à l'instar de ce qui se fait dans la majorité des autres pays.

L'initiative d'Ethos, largement soutenue par les investisseurs tant en Suisse qu'à l'étranger, a finalement porté ses fruits. En effet, quatre des cinq sociétés visées ont accepté de soumettre les rémunérations au vote consultatif des actionnaires, ce qui a permis à Ethos de retirer la résolution. Seul le Conseil d'administration de Novartis a refusé d'entrer en matière et a recommandé aux actionnaires de refuser la résolution. Au vote, 31% des voix ont néanmoins soutenu la résolution. Au vu de la réticence des sociétés cotées en Suisse de donner des droits aux actionnaires en matière de rémunérations, Ethos envisage de poursuivre sa campagne d'actionnariat actif lors de la saison des assemblées générales 2010 et appelle tous les actionnaires à y apporter leur soutien.

Contact : Mme Yola Biedermann
info@ethosfund.ch
+41 22 716 15 55
www.ethosfund.ch

COMITE DE REDACTION

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

Comité de rédaction : Frédéric BELOT, Avocat (relations internationales) ; Pierre-Yves GOMEZ, Président de l'IFGE – EM Lyon (gouvernance) ; Lavinia FOURNIER, Chargée de Communication AFGE (webmaster) ; Ali HAMDOUCH, Doctorant (portail et travaux universitaires) ; Patrice LECLERC, (actionnariat salarié) Gilles RENAULT (questions financières) ; Laure ROMANET, Consultante (éthique et conformité) ; Aurélie SCHNEIDER, Avocate (social et responsable de la version anglaise)

Conception et documentation : Asma MANOUGUI : mail@afge-asso.org

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

Adresse Siège Social : 8 rue Henri Regnault – 92400 COURBEVOIE