

La Lettre

de l'AFGE

Lettre d'information sur le gouvernement d'entreprise

N°24 AVRIL-MAI 2010

EDITORIAL

Sommaire

<i>ESMA & un comité européen du risque systémique.....</i>	<i>2</i>
<i>Priorités européennes AMF.....</i>	<i>5</i>
<i>A firm resolution to avoid the next financial crisis.....</i>	<i>6</i>
<i>2009 The year in bankruptcy.....</i>	<i>9</i>
<i>Etude des pratiques de gouvernance au Club Med.....</i>	<i>11</i>
<i>Pour une autre finance utile.....</i>	<i>12</i>
<i>Synthèse du rapport Stiglitz.....</i>	<i>14</i>
<i>Les normes IFRS peuvent-elles révéler nos secrets éco.....</i>	<i>15</i>
<i>Défis de l'Europe après la crise financière.....</i>	<i>16</i>
<i>Les CA doivent convaincre les actionnaires individuels.....</i>	<i>17</i>
<i>Rapport AMF 2009.....</i>	<i>19</i>
<i>Advancing the rights of shareholders in 2009.....</i>	<i>20</i>
<i>Engagement by directors with shareholders.....</i>	<i>21</i>
<i>Policy of the board of directors.....</i>	<i>22</i>
<i>Focus Riskmetrics GRId.....</i>	<i>24</i>

Qui fait quoi ?

AMF :Olivier Poupard-Lafarge, membre du Collège de l'AMF préside le groupe de travail sur les Comités d'audit, à la suite du départ de J.F. Lepetit.

LA RESPONSABILITE FIDUCIAIRE COMMANDE DE DIRE LA VERITE

Aujourd'hui, il est nécessaire de dire la vérité et de reconnaître publiquement la présence d'actifs toxiques et d'actifs spéculatifs dans les bilans des banques et des sociétés d'assurance. Ils sont susceptibles d'alimenter un effet systémique potentiel; ils constituent une menace permanente pour les économies perméables aux effets de la globalisation.

En effet les économies des pays industrialisés sont toutes potentiellement vulnérables, car elles sont exposées maintenant aux conséquences déstabilisatrices du surendettement public (émission massive de produits obligataires et d'emprunts d'Etat), après avoir subi en 2007, 2008 et 2009 les conséquences désastreuses du surendettement privé (émission de « subprimes » et titrisation des créances douteuses des ménages). Il est du devoir des gouvernants de dire la vérité aux citoyens épargnants, actionnaires, assurés et retraités sur l'étendue des sinistres et les incertitudes pesant sur l'avenir des retraites ; sinon on pourrait redouter que les démocraties ne soient ébranlées par les conséquences de la crise économique et sociale ; cette crise pourrait se transformer en crise institutionnelle ; les résultats des élections régionales en France sont significatives d'une tendance lourde d'érosion du pouvoir centralisateur au profit d'une part des institutions (exécutives et législatives) européennes et d'autre part des présidences de régions .

Il est de l'intérêt des dirigeants politiques, mais aussi des acteurs des marchés financiers de faire toute la lumière sur les pratiques des « hors bilan » trop longtemps tolérées sans contrôle, ces « zones de non droit », associées à des paradis fiscaux et créées pour assurer la compétitivité des établissements financiers.

Il est vrai, l'endettement du secteur banque assurance serait abyssal et toutes les aides publiques ne suffiraient pas à le résorber. Les remarquables résultats financiers 2009 de la profession ne seraient qu'un artifice pour détourner l'attention, masquer les lézards de l'édifice et distribuer des bonus record, engager rapidement des opérations de fusion acquisition pour « effacer les traces ». Les enquêtes diligentées sur les comportements hasardeux de Goldman Sachs, la Ferrari de la finance, sont un signal fort pour qui veut l'entendre. En fait, la responsabilité fiduciaire de ces acteurs des marchés financiers est en jeu ; elle commande de dire la vérité, toute la vérité. Le résultat immédiat de cette opération vérité serait soit le retour progressif, soit la perte durable de la confiance des épargnants, des actionnaires, des assurés, des retraités et de toutes les parties prenantes de l'entreprise ou des organisations, faisant appel public à l'épargne.

Il est imprudent de prétendre qu'il faut préparer la sortie de crise. Au fait de quelle crise parle-t-on ? De la crise financière et du «credit crunch » résultant de la crise des « subprimes », dont les effets devraient s'atténuer ou se résorber à la fin du premier semestre 2010 ? De la crise des

produits dérivés CDS (révélée par Dubai World, la dette publique Grecque) ? Les conséquences déstabilisatrices du surendettement public et du recours aux produits dérivés sont maintenant perçues, particulièrement dans la zone €. Il est prématuré de parler de sortie de crise, car la menace systémique restera latente tant que le marché des OTC ne sera pas régulé, que des chambres de compensation ne seront pas créées. La crise de la dette publique associée à la dette privée (entreprises et ménages) constituerait une nouvelle phase, dans laquelle nous venons d'entrer, semble-t-il. Sans régulation, sans supervision des institutions financières et sans un programme austère de réduction des déficits publics, un nouvel effet systémique est à redouter. La crise économique et sociale serait-elle maîtrisée? Les économies occidentales sortiraient-elles de la crise en 2010 ? Rien n'est sûr. Quels économistes peuvent encore prétendre que l'économie et le social sont dissociés, sauf s'ils sont mus par l'esprit de cour ?

La responsabilité fiduciaire des acteurs des marchés financiers commande leur collaboration à la mise en œuvre rapide d'une régulation efficace, afin que ne se poursuivent la récession, les destructions d'emplois, la hausse du chômage structurel réduisant le potentiel de production, la réduction croissante des investissements en R&D, moteur de la croissance future. La responsabilité fiduciaire et la responsabilité sociétale commandent aux institutions financières de mettre un terme aux errements actuels, qui ont repris de plus belle, au gonflement des « hors bilan », aux rémunérations et aux bonus injustifiés au titre de l'exercice 2009, à cette déconnexion de l'économie réelle. Reconnaissons que deux mondes parallèles se forgent en ce moment:

a)- le monde réel des citoyens menacés par « l'épée de Damoclès » du chômage structurel et la précarité des retraites ; des jeunes diplômés désespérés à la recherche du 1^{er} emploi et des quinquagénaires frappés par un licenciement économique ; des épargnants ruinés par des placements en actions ; enfin des gouvernants incapables de maîtriser ce processus insaisissable, logique et dévastateur pour les économies réelles.

b)- le monde virtuel de la finance hautement spéculative et fortement lucrative, comportant une part de risque croissant, et une part de chance aléatoire comme à la roulette russe ! Ces responsabilités fiduciaires et sociétales incombent principalement aux administrateurs, qui doivent remplir leur mission avec rigueur et « affectio societatis », renforcer leur contrôle sur les cadres opérationnels et améliorer le dialogue avec les actionnaires qui les ont élus. Il incombe ensuite aux actionnaires institutionnels, trop confiants ou négligents, d'exercer leur légitime droit de contrôle de la gouvernance des entreprises dont ils sont les copropriétaires ; ils doivent sans tarder réviser les principes de gouvernement d'entreprise afin de tenir compte des leçons de la crise et éradiquer les dysfonctionnements constatés. Il est important de se mobiliser, de positiver et de faire confiance aux hommes de bonne volonté, qui ont su résister au culte du veau d'or, pour préparer ce monde meilleur auquel nous aspirons tous.

Jean-Aymon MASSIE

POINT DE VUE REGULATEUR

UNE AUTORITE EUROPEENNE DES MARCHES FINANCIERS ET UN COMITE EUROPEEN DU RISQUE SYSTEMIQUE

L'intégration très poussée du marché unique et de l'Europe monétaire n'a pas encore trouvé son prolongement en matière d'intégration de la régulation et de la supervision financières. Il apparaît aujourd'hui indispensable de poursuivre le processus de construction du Marché unique des produits et services financiers pour lever les obstacles réglementaires, donner un élan supplémentaire à la stabilité, l'efficacité et la compétitivité de l'industrie financière européenne. En outre, la crise financière et les récents scandales associés ont rappelé de façon aiguë que l'intégration des produits et services financiers doit aller de pair avec la surveillance systémique et la protection des épargnants. En d'autres termes, il n'existe pas de marché unique possible en ce domaine sans un cadre effectivement intégré de régulation et de supervision.

Si la supervision doit rester au niveau national pour la plupart des acteurs, il n'en demeure pas moins qu'harmoniser plus avant la supervision, et surtout les pratiques des régulateurs nationaux, est nécessaire. Il en est de même de la régulation qui doit être harmonisée au niveau technique au sein d'un « *single rule book* ». C'est l'objectif visé par la création de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) au 1er janvier 2011. Avec l'impulsion des chefs d'Etat lors du Conseil européen de juin dernier, la nouvelle architecture européenne de régulation devrait, en outre, pouvoir renforcer la coopération entre régulateurs, aujourd'hui insuffisante, pour permettre de superviser de façon cohérente des entités paneuropéennes par nature ou coordonner efficacement la surveillance et le traitement du risque systémique.

D'un point de vue général, la dynamique entraînée par le Plan d'action pour les services financiers (PASF) de la Commission européenne a permis de réformer et de moderniser le droit financier européen et d'adapter le cadre législatif aux innovations et à l'internationalisation des marchés en une période de temps relativement brève. Par ailleurs, la procédure législative spécialement mise en place, dite « processus Lamfalussy », a permis d'harmoniser certaines mesures techniques de mise en œuvre et d'initier un travail commun des régulateurs.

Si ce cadre juridique commun peut paraître rassurant, il persiste toutefois des différences de traitement et des lacunes réglementaires, par exemple sur les questions liées au *post*-marché et au droit des titres, qui sont susceptibles d'affecter la protection des épargnants et des investissements transfrontaliers. Au demeurant, des initiatives sont en cours qui méritent d'être encouragées. Les directives relatives aux marchés (MIF et Abus de marché) doivent être révisées pour

prendre en compte les évolutions considérables dans ces domaines. Comme l'indique le rapport de l'*Inter-Institutional Monitoring Group* d'octobre 2007, la transposition au niveau national des textes européens a constitué le point faible du processus. Des divergences substantielles sur l'interprétation de la législation communautaire, sur les compétences de chaque autorité et la nécessité d'une coopération entre elles n'ont pas pu être réglées par les autorités nationales de supervision au sein du Comité européen des régulateurs de marché (CESR). De cette situation résulte une application inégale des lignes directrices communes et des distorsions compétitives de concurrence au sein du Marché européen. La crise financière a mis en lumière de manière aiguë les faiblesses de la régulation, notamment avec l'affaire Madoff.

En outre, les régulateurs nationaux n'ont pas été capables de se coordonner pour prendre des décisions au cœur de la crise en ce qui concerne les activités de « vente à découvert » (*short selling*) qui ont eu un impact important sur la stabilité du système financier.

Les pratiques en matière de supervision et de contrôle ne peuvent converger que si la mise en œuvre de la législation européenne est harmonisée et cohérente. Les propositions concrètes du « rapport Larosière » en février dernier pour remédier aux faiblesses de la régulation européenne ont reçu un écho très favorable tant au niveau politique (conclusions du Conseil européen de juin 2009) que de la part de l'industrie financière européenne.

La pierre angulaire de ce dispositif réside dans la mise en place d'une autorité européenne des services et marchés financiers ayant de réels pouvoirs contraignants vis-à-vis des régulateurs nationaux et un

champ de compétence large. Sur ce sujet, la proposition législative, présentée le 23 septembre par la Commission européenne (1), est à saluer mais elle ne pourrait atteindre, en l'état actuel de sa rédaction, que partiellement les ambitions politiques des conclusions des chefs d'Etat et de Gouvernement au Conseil européen de juin dernier.

Les conclusions de ces réunions manifestaient l'ambition claire de disposer de véritables autorités européennes de régulation disposant des pouvoirs nécessaires pour harmoniser la mise en œuvre des directives communautaires (élaboration d'un « *single rule book* » européen), harmoniser les pratiques des régulateurs et organiser une supervision coordonnée des marchés et des institutions financières. Par ailleurs, ces conclusions prévoient que l'Autorité de régulation des marchés financiers ait de surcroît un pouvoir de supervision directe pour les entités par nature paneuropéennes, le texte retenant les agences de notation.

Alors que ce texte est actuellement en discussion au Parlement européen et au Conseil, il est important de bien évaluer si le dispositif proposé est de nature à répondre aux objectifs politiques fixés par les chefs d'Etat.

Elargir la compétence de l'ESMA pour permettre l'élaboration d'un véritable rulebook européen

Pouvoir prendre des dispositions contraignantes est l'une des principales décisions attendues au regard du dispositif actuel dans lequel le CESR ne peut adopter que des recommandations non contraignantes. C'est essentiel pour faire de l'ESMA l'autorité en charge de l'harmonisation des normes techniques européennes. Or, le projet de texte proposé aux législateurs européens réduit le champ d'intervention de l'autorité européenne en dressant une liste trop restreinte et figée des domaines d'intervention. Le projet de la Commission propose par ailleurs que les normes techniques de l'ESMA entrent en vigueur au moyen d'une décision ou d'un règlement de la Commission, laquelle pourra, le cas échéant, amender le texte. Il est nécessaire que la compétence de l'ESMA soit revue dans le sens d'un élargissement, afin de couvrir l'ensemble du champ de la régulation des marchés et de permettre l'élaboration d'un cadre juridique européen harmonisé au plan technique. En outre, il est important de prévoir un mécanisme qui permette à l'ESMA de répondre rapidement aux divergences d'interprétation des textes européens dans l'avenir. Si le processus d'homologation par la Commission européenne est le processus juridique normal pour intégrer ces règlements au sein des normes européennes, en revanche, la capacité d'amendement par la Commission européenne est un facteur d'affaiblissement de l'Autorité européenne ainsi que de la cohérence des dispositions, par nature techniques,

élaborées par la communauté des régulateurs européens. Le texte de la Commission propose que l'ESMA puisse prendre une décision relative à l'application incorrecte par un régulateur de la législation communautaire ou une décision justifiée par l'urgence de la situation. Pour avoir une force contraignante, celle-ci doit être préalablement approuvée par la Commission européenne. En cas de refus de l'autorité nationale de s'y conformer, l'ESMA pourra directement prendre une décision à l'encontre d'un acteur de marché. L'action vis-à-vis d'un acteur de marché étant complexe à mettre en œuvre sur les plans pratique et juridique, on peut s'interroger sur la pertinence de cette disposition et sur son efficacité. Il serait probablement plus utile de mettre en place des sanctions plus directes à l'égard des autorités (suspension des droits de vote au sein de l'ESMA, sanctions pécuniaires, etc.) ou des Etats avec l'aide de la Commission européenne. En outre, afin d'éviter que la procédure ne soit trop longue, la Commission européenne devrait intervenir non pas pendant le processus d'élaboration de la décision de l'ESMA mais uniquement pour son homologation et au niveau 4 de la procédure Lamfalussy (contrôle de la mise en œuvre des règles communautaires).

L'ESMA doit disposer d'un pouvoir d'arbitrage étendu

Le projet de règlement européen prévoit la possibilité pour les membres de l'ESMA de recourir à la médiation, dont les résultats s'imposeront aux parties. Dans le projet en discussion, cette possibilité est limitée aux questions de coopération et de coordination en matière de supervision. Il apparaît que, pour être efficace et complet, le dispositif définissant le champ de la médiation devrait être élargi à l'ensemble des dispositions des directives entrant dans le champ des régulateurs nationaux.

L'ESMA doit être intégrée dans l'ordre institutionnel communautaire et ses décisions susceptibles d'appel devant les tribunaux communautaires

Le projet de règlement européen établit une Commission de recours des décisions individuelles prises par l'ESMA. Cette Commission, composée de personnes qui ne sont pas des régulateurs, peut, dans l'action, se substituer à l'ESMA. Faire recours contre des décisions prises par un Collège de régulateurs auprès de professionnels des marchés ou des personnes qui n'ont pas la mission de protéger l'épargnant et « réguler » les marchés ne semble pas adapté. Ce type de recours devrait uniquement être possible devant le Tribunal de première instance des Communautés européennes (CE) et la Cour de justice des CE.

L'ESMA doit être compétente de manière directe pour ce qui concerne les acteurs paneuropéens par nature

La supervision directe des « entités paneuropéennes » par nature est un objectif important proposé par les chefs d'Etat en juin dernier. Le Conseil européen a aussi conclu que l'ESMA devrait disposer de pouvoirs de surveillance à l'égard des agences de notation. L'ESMA devrait être chargée de l'enregistrement des agences de notation. Elle sera aussi habilitée à prendre des mesures en matière de surveillance, telles que le retrait de l'enregistrement ou la suspension de l'utilisation des notations du crédit à des fins réglementaires. Les compétences en matière de surveillance pourraient comprendre le pouvoir d'exiger des informations et de mener des enquêtes ou des inspections sur place. Les responsabilités et les compétences de l'ESMA, en ce qui concerne les agences de notation, seront définies dans l'acte modifiant le règlement sur les agences de notation. D'autres activités, paneuropéennes par nature, devraient à l'avenir être supervisées par l'ESMA. La récente communication de la Commission européenne sur les dérivés fait ainsi un certain nombre de propositions en ce qui concerne les chambres de compensation et les bases de données centrales des contrats de produits dérivés OTC (*Over The Counter*).*

L'ESMA doit disposer des moyens humains, techniques et des prérogatives lui permettant de participer pleinement à la détection et la prévention des risques systémiques au sein de la nouvelle architecture de la régulation européenne

La Commission européenne propose qu'un Comité européen du risque systémique (CERS) soit chargé de surveiller et d'analyser les risques qui pèsent sur la stabilité du système financier dans son ensemble (surveillance macro-prudentielle). Le CERS devra émettre des alertes rapides en cas de risque systémique et, le cas échéant, formulera des recommandations quant aux mesures à prendre pour faire face à ces risques. Le CERS aura le pouvoir d'adresser des recommandations – non contraignantes – et des avertissements aux Etats membres et aux autorités de surveillance nationales ainsi qu'aux autorités européennes, qui devront s'y conformer ou se justifier s'ils ne s'y conforment pas. Les dirigeants de la BCE (Banque centrale européenne), des banques centrales nationales, des futures autorités européennes de

régulation et les autorités nationales de surveillance participeront au CERS. Il est à noter que dans la proposition de la Commission l'influence (droits de vote) des régulateurs financiers des trois secteurs est faible en comparaison de la participation de chacune des 27 banques centrales européennes.

En matière de stabilité financière, l'une des missions de l'ESMA sera d'informer rapidement le CERS de tout risque systémique de marché. Elle devra également informer les autres autorités sectorielles européennes et les institutions européennes des tendances micro-prudentielles et des vulnérabilités des marchés financiers. Pour mesurer les risques, l'autorité européenne devra effectuer des opérations d'évaluation de la résilience des acteurs clés et elle devra fournir au moins une fois par an des évaluations

sur les risques observés. Afin d'accomplir ces missions, l'ESMA devra être dotée de moyens humains et techniques lui permettant de centraliser et analyser l'information nécessaire à l'étude des risques systémiques de marché ainsi que de diriger des tests de résilience des acteurs des marchés sur une base paneuropéenne. Quant aux autorités nationales compétentes, elles devront s'organiser pour collecter et fournir les informations utiles et participer aux évaluations entreprises par les autorités européennes.

Conclusion

L'achèvement de l'intégration du Marché unique des services financiers est nécessaire ; il doit créer un véritable système européen de régulation notamment en matière d'information financière, de gestion d'actifs, de commercialisation des produits financiers, de marché et de post-marché. Pour être efficace, cette régulation doit viser les acteurs (gestionnaires de fonds), les structures (marchés, chambres de compensation...), les produits (dérivés...) et les pratiques (ventes à découvert). Elle doit, dans une double optique visant à protéger le consommateur de produits et services financiers et à garantir la stabilité du système dans son ensemble, parvenir à un bon équilibre entre sécurité et efficacité et, lorsque des difficultés se présentent, permettre à l'Europe de prendre les mesures d'urgence nécessaires.

Avec l'aimable autorisation de la rédaction de la revue de la Régulation financière de l'AMF, Numéro spécial 4ème trimestre 2009.

Pour plus d'information : <http://www.amf-france.org>

AGENDA

- L'AFGE tiendra son AGO jeudi 27 mai au siège de la FEB, 12 rue des Pyramides de 12 à 14h30.
- L'IFA tiendra son AGO jeudi 27 mai dans les salons de la CCI de Paris, av de Friedland, à 17h.
- L'AF2I organise une table ronde sur « l'avenir des marchés obligataires », le 27 mai, hôtel Ritz, 8h30-11h45.
- IShares, groupe Black Rock Institutional Trust Co, en partenariat avec l'AGEFI, tient une conférence le 16 juin à 17h30 au musée des Beaux-arts sur le sujet « Sharing experiences » ; contact : E. Wohleber ishares@isharesetf.fr

POINT DE VUE REGULATEUR

LES PRIORITES EUROPEENNES DE L'AMF

Même si la reprise a pu éteindre la volonté de réforme de certains, la transformation du cadre des réglementations nationale et internationale est à l'œuvre. Rarement dans l'histoire de la finance mondiale on n'avait vu un tel retour en force de la régulation. C'est vrai aux Etats-Unis, c'est vrai en Europe. Les premiers ont réagi vite et fort mais aujourd'hui leur processus de décision interne, lent et complexe, ralentit la marche. Les seconds ont pu donner l'impression au cœur de la crise de ne pas s'accorder suffisamment vite sur tous les sujets (même si, sur l'essentiel, l'Europe a présenté un front uni), mais elle est désormais en ordre de marche pour décliner les grandes orientations d'un agenda ambitieux, adopté au Conseil européen de juin 2009, sur la base des propositions de Jacques de Larosière.

A l'aube de cet aggiornamento de la régulation financière européenne, quelles sont les priorités de l'AMF?

Tout le monde a à l'esprit, et c'est naturel, la négociation de la directive AIFM et la transposition de la directive OPCVM IV, deux dossiers lourds de conséquences respectivement pour la prévention du risque systémique et la compétitivité de la Place de Paris. Mais je m'attarderai sur trois autres sujets.

D'abord, il est essentiel que l'Europe, dans le nouveau paysage de la régulation qui se met en place, se dote d'une agence de régulation et de supervision des marchés forte, afin de hisser au niveau d'intégration du marché unique la régulation et la supervision européennes. L'ESMA, qui remplacera le comité CESR, doit pouvoir superviser les entités paneuropéennes par nature, coordonner efficacement la surveillance et le traitement des risques systémiques de marché, harmoniser les règles qui s'appliquent aux acteurs, comme aux structures et aux pratiques lorsque nécessaire (je pense aux ventes à découvert) et assurer, enfin, un niveau de protection homogène des consommateurs de produits et services financiers. Il me paraît qu'elle doit disposer, à cet effet, de pouvoirs d'harmonisation, de médiation et de standardisation qui s'imposent à ses membres, sur la base la plus large possible.

Ensuite, l'Europe doit veiller à ne pas se faire déposséder de son pouvoir de régulation

Tant sur ses acteurs que sur ses infrastructures de marché. Si nous voulons promouvoir notre modèle européen de régulation, nous devons, aidés de la Commission, du Parlement européen et de la future Agence, nouer avec les Etats-Unis une négociation sur la base du principe de réciprocité en matière de reconnaissance des modèles de régulation et de supervision. La régulation des dérivés, qui a donné lieu à une communication de la Commission qui me semble très positive, pourrait être l'un des premiers sujets s'y prêtant, compte tenu des projets américains très intrusifs en ce domaine. Il faudra aussi que nous accélérions le projet de création en zone euro – parce que la BCE (Banque centrale européenne) est le prêteur

en dernier ressort – d'une chambre de compensation des dérivés de crédit en euros. Ce projet a une double dimension, stratégique, pour l'affirmation de l'indépendance européenne, et industrielle.

Enfin, nous ne devons pas perdre de vue la raison d'être d'une bonne régulation financière :

Concourir au financement de l'économie réelle, canaliser et optimiser l'épargne. Pour cela, les marchés européens doivent redevenir le lieu de rencontre entre l'émetteur et l'investisseur, ce qui signifie qu'il nous faut lutter contre la fragmentation croissante des marchés actions de plus en plus opaques qui ne permettent pas une confrontation dans des conditions satisfaisantes de l'offre et de la demande. Même si ce problème n'est pas propre à l'Europe, nous savons que la directive MIF a concouru à cette fragmentation croissante des flux de transaction au travers de l'apparition de plateformes de négociation concurrentes du carnet d'ordres des marchés historiques. Or nous avons une fenêtre de tir, celle de la révision de la directive MIF en 2010. Ce doit être l'occasion de revoir en profondeur l'organisation de nos marchés et leur transparence.

Le rythme des travaux et leur tonalité générale en seront donnés par la nouvelle Commission.

Nous y contribuerons sans *a priori* et de façon très déterminée pour combler le retard pris ces dix dernières années dans l'édification de l'Europe financière. Le même esprit de coopération nous animera pour ce qui est de notre contribution future aux travaux du Comité européen du risque systémique. Le Comité des risques et l'observatoire de l'épargne, que nous installons à l'AMF, nous aideront à mieux identifier les risques de marché, tout comme les risques plus micro-économiques. Nous serons de ce fait en mesure d'apporter une contribution, je l'espère utile, aux travaux du Comité européen du risque systémique.

Jean-Pierre JOUYET

Président de l'AMF

Editorial, Lettre de la Régulation financière, 4^{ème} trimestre 2009

AVIS D'EXPERT

A FIRM RESOLUTION TO AVOID THE NEXT FINANCIAL CRISIS

When The New York Times reported in March 2010 on the U.S. Senate's financial regulatory reform package that was ultimately approved in May, the article focused mainly on measures designed to combat what many view as abusive practices that led to the global financial crisis, such as the creation of a new U.S. consumer financial protection agency, and mandatory "say for pay" resolutions at shareholder meetings of financial institutions.

Consumer protection and executive compensation are among the issues that have placed financial regulatory reform high on the political agenda. These initiatives, however, are unlikely to prevent the next global financial crisis. The new "orderly liquidation" process in the final Senate bill has a greater chance of accomplishing this objective.

It is impossible to predict where the next potential financial crisis will come from – junk bond defaults, a major terrorist attack, a sovereign default, a natural disaster, or something else. It is unlikely to come from securitization and re-securitization of subprime mortgages, a practice that is essentially dead.

To prevent a future global financial crisis

Effective reforms must be able to prevent a future financial crisis arising from any underlying cause. Their aim must be to prevent problems from spreading – so that a disease that brings down one major financial institution does not become an epidemic that infects everyone. The financial sector needs to be, as much as possible, immune from a contagion that can cut the circulatory system of the entire economy.

The key to achieving this goal is to avoid crises of confidence that arise when the markets doubt (for good or bad reasons) the ability of financial institutions to fund themselves. Financial institutions are able to do business because other parties (both financial and non-financial firms) have confidence in them. When the market loses confidence in an institution's ability to finance and to refinance itself, there is a "run on the bank" and the institution fails.

The importance of financial confidence to the global credit system, and the role that a lack of confidence played in the credit freeze of 2008 and 2009, has been widely recognized. Here are three examples: (1) In its summer 2009 financial regulatory reform proposal, the U.S. Treasury Department explained the global credit freeze as follows: "Taking access to short-term credit for granted, firms did not plan for the potential demands on their liquidity during a crisis. When asset prices started to fall and market liquidity froze, firms were forced to pull back from lending, limiting credit for households and businesses."¹ (2) The Examiner appointed to investigate the failure of Lehman Brothers, in its report published in March 2010, stated

that "Lehman failed because it was unable to retain the confidence of its lenders and counterparties and because it did not have sufficient liquidity to meet its current obligations."² (3) The *Banque de France*, in a January 2010 report, expressed similar sentiments about the "Lehman Brothers Earthquake," which it said triggered "a deep crisis of confidence in the solvency of financial institutions" and "a climate of general distrust that led to the blockage of capital markets."³

Resolution authority

Buried towards the end of the March *New York Times* article on the U.S. Senate package was a brief paragraph on what was then a proposal to allow regulators to close major financial institutions that are in financial difficulty. Known by the term "resolution authority" (or "orderly liquidation" in the final Senate bill), the law will give U.S. federal regulators the authority to restructure failing financial institutions outside the normal bankruptcy process, allowing the healthy parts of the business to continue operating while liquidating the remainder. Today, U.S. regulators can only do this for commercial banks, but not for non-bank institutions that are interconnected with the global financial system.

Addressing the deficiencies in the resolution system could be the key to ensuring that the financial difficulties of a single institution do not spread through the global financial system. This was recently recognized in the Final Report of the Cross Border Bank Resolution Group (CBRG) of the Bank for International Settlements, which made three broad recommendations to address these issues: strengthening national resolution powers and cross-border implementation; firm-specific contingency planning; and implementing measures to reduce the threat of contagion. Each of these recommendations is part of the U.S. regulatory reform package.

An effective resolution process

The reason that an effective resolution process is so important is that it can avoid the disruption that occurs when thousands of financial contracts are simultaneously terminated by a failing institution's

¹ Financial Regulatory Reform: A new foundation (U.S. Treasury Department, 2009), p. 5.

² Report of Examiner Anton R. Valukas, In re Lehman Brothers Holdings Inc *et al.*, Chapter 11 Case No. 08-13555 (JMP) (Jointly Administered), United States Bankruptcy Court (March 2010).

³ Banque de France, "Crise Financière: Origines et Dynamiques" in *Documents et Débats* No. 3 (January 2010).

counterparties. These contracts – derivatives, repurchase agreements, securities purchase and sale agreements, and the like – are what makes a financial institution “interconnected” with other institutions. When an industrial company fails, bankruptcy laws typically allow it to continue key contractual relationships – supply contracts, customer agreements, leases and the like – while it reorganizes. The company must perform its obligations under those contracts in order to keep them alive, but it benefits from a moratorium on paying its pre-insolvency debt, giving it a chance to continue its business. The arrangement benefits other parties such as suppliers, who avoid losing an important customer if the bankrupt company successfully reorganizes (they risk losing the amount of their outstanding invoices, but not the whole customer relationship).

Financial contracts are to a financial institution what supply contracts are to an industrial company (and what deposits are to a commercial bank). When a financial institution loses its short-term funding, no reasonable capital requirements or leverage limits are sufficient to save it. When rumors that a financial institution might lose its short-term funding begin to spread (whether or not they are true), they become self-fulfilling prophecies, because nobody wants to make the last bet on a failing institution.

For years, insolvency laws in many countries have allowed a failing financial institution’s counterparties to terminate financial contracts when the institution becomes subject to insolvency proceedings. These laws have exempted financial contracts from the rules that prohibit suppliers and customers of an industrial company from terminating their contracts while the industrial company decides whether to keep those contracts alive. The exemptions for financial contracts are essential, because counterparties to financial contracts could suffer huge losses if they were required to wait months for an insolvent institution to decide whether to continue them.

Essential as these exemptions might be, the termination *en masse* of thousands of contracts by thousands of parties can (and did) place a tremendous strain on the global financial system. The fact that so many counterparties need to evaluate positions and replace contracts at the same time, and the fact that each knows that the other is doing the same thing, creates tremendous volatility that dramatically changes the value of each institution’s positions. As the CRBG Report noted, “this ‘fire sale’ valuation will transmit the debtor’s instability far beyond its counterparties,” as market participants scramble to recalibrate margin positions and relationships with counterparties. Parties

also hoard cash, cutting short-term financing to institutions that are healthy (or less sick than the failed institution). In an extreme case, everyone stops dealing with everyone else while waiting to see who will and who will not survive.

Financial regulatory reform package

The financial regulatory reform package adopted by the U.S. Senate (and the similar package adopted by the House of Representatives) would give regulators broad authority to transfer the business of a failing financial firm. The government would have the authority to take control of the operations of the failing financial institution, to sell or transfer all or any part of its assets to a bridge institution or other entity, and to transfer its financial contracts to a bridge institution, avoiding termination of the contracts by counterparties. The government would also provide financial or liquidity support as part of the resolution process, allowing the failing financial institution (or its successor) to perform its obligations under the financial contracts even if it does not have access to private market liquidity.

While critics may view this as the perpetuation of “too big to fail” and an implicit guarantee that creates a “moral hazard” risk, this should not be the case if the system is properly designed and implemented. To the contrary, shareholders of the failing institution would be wiped out in the resolution process, and dismissal of the institution’s management would be mandatory.

A well-designed resolution process may itself reduce the chance of a failure. It may cause counterparties to focus more closely on the financial risks of an institution, enhancing market discipline. In addition, if the counterparties believe that an institution’s difficulties can be resolved in a rational process, they might not “pull the plug” and cut off financing.

If the resolution process is to be effective, it must be implemented quickly once an institution is at or near the point of failure. Counterparties to financial contracts need to know quickly whether they can count on contractual obligations being performed, or whether they need to cover themselves in the market.

The final version of the U.S. Senate package gives regulators five business days to decide whether to transfer financial contracts to a new or bridge institution, after which counterparties can terminate non-transferred contracts. This is an increase from the three business day period that was in an earlier proposal, and a contrast with the one business day that regulators have to make these decisions for commercial banks (which is why the transfer process typically takes place over a weekend when a large commercial bank fails). It is impossible to know what the “right” amount of time is. If it is too short, regulators are more

likely to make a mistake; implementing a resolution plan rapidly is a tremendous challenge. If it is too long, the risk borne by counterparties is greater, as they do not know whether their contracts will be continued, or whether they need to cover their market exposures elsewhere. In the instantaneous world of global finance, five business days is a long time. In addition, a lengthy period could increase taxpayer exposure, as the government would have to provide liquidity to allow the institution to perform its obligations while the regulator decides whether to transfer its contracts.

In order to reduce the chances of a mistake, the U.S. reform package requires financial institutions to engage in contingency planning while they are healthy, preparing so-called “living wills” that are intended to provide information and to plan the resolution process in advance. The contingency plans would be prepared under the supervision of regulators, putting them in a better position to manage the resolution process quickly if the financial institution’s health deteriorates. How effective contingency planning will be in a real scenario is impossible to tell in advance, but if done well, it should be a useful tool.

Central clearing systems

The U.S. reform package also contains a number of provisions designed to reduce the overall level of risk by limiting the degree of “interconnectedness” of the financial system. The most prominent would involve requiring many derivative contracts to be standardized and to settle through central clearing systems. Parties would trade with a “black box” and provide margin in proportion to the risk of their portfolios. If an institution fails, it will be “connected” only to the clearing system, and not to thousands of other parties. So long as the clearing system is properly funded, the failure of a single institution should not affect the contracts of the other parties that deal in the system.

While the idea of reducing the overall level of risk is certainly a good one, the reform package faces significant implementation challenges. Clearing systems are best at treating standardized products, while many financial contracts are individually negotiated. While many have suggested that transactions should become more standardized, applying a standardization requirement too strictly could dampen economic activity by limiting the ability of parties to design products that are tailor-made to the risk that they are intended to cover (if they are not properly tailored, the products could create financial and accounting risks, potentially making the remedy worse than the cure). Some might argue that reducing the number of innovative products would be a good

thing, rather than a bad thing. Even if this were the case, it would be best to impose limits directly on products that are perceived to carry undesirable risks. Limiting innovation indirectly through regulations that primarily serve another purpose could create arbitrary restrictions that might not catch the riskiest products.

Importance of cross-border coordination

Both the U.S. reform package and the CRBG Report recognize the importance of cross-border coordination of the resolution and risk reduction process. The global nature of the financial markets and financial firms requires a global response in order to be as effective as possible.

Unfortunately, global coordination is probably the most complex aspect of financial regulatory reform. Designing a harmonious system that accounts for differences in legal systems and cultural traditions, in a way that discourages regulators from “ring fencing” their own national institutions to limit their exposure in a crisis, is probably not a realistic goal, at least not in the short or medium term. Nonetheless, making progress on this difficult issue, even in modest steps, should be a priority for global financial regulators.

Conclusion

Unlike some parts of the U.S. financial regulatory reform package, the resolution authority proposal was reported to have widespread support in the banking and financial industry. This has generated suspicion that greedy bankers are looking to broaden what are supposedly implicit government guarantees that permit them to take risks that generate astronomical rewards if they do not materialize, and that are paid for by taxpayers if they do materialize.

While the financial industry may or may not be motivated by its own interests rather than altruism, that does not change the fact that the resolution authority reform is perhaps the most important component of the package for addressing systemic risk. This is undoubtedly why the CRBG’s resolution proposal was widely, and properly, reported as addressing the “too big to fail” problem, not perpetuating it. This is the right perspective, and it is the reason why a workable resolution scheme is a crucial part of financial reform. *The views expressed in this article are the author’s own and do not necessarily reflect the views of the firm at which he is a partner.*

Andrew A. BERSTEIN
Partner in Paris Office

Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP

COMMUNICATION

THE YEAR IN BANKRUPTCY: 2009

The penultimate year in the first decade of the second millennium was one for the ages, or at least most people hope so. Almost nobody would choose to relive the tumultuous, teeth-grinding events of 2009 any time soon. 2009 saw what was (hopefully) the worst of the “Great Recession” that gripped most of the world beginning in the fall of 2008. In its waning months, 2009 also nurtured the green shoots of a recovery that, plagued by indicators (lagging or otherwise) such as enduring double-digit unemployment, high fuel costs, high mortgage foreclosure rates, tight credit markets, low interest rates, and low residential and commercial real estate values, is admittedly still fragile. As of the end of 2009, 7 million Americans had lost their jobs and 3.7 million homes had been foreclosed upon since the beginning of the recession. U.S. household net worth has contracted nearly 20 percent since the middle of 2008—an epic \$12 trillion.

After all the “worst,” “lowest,” “least,” “direst,” and “biggest” designations awarded to the cataclysmic events of 2008, the catalog of original superlatives for the business and financial developments of 2009 is comparatively slim. Even so, 2009 was far from short on exceptional, notable, groundbreaking, and even historic events, particularly in the areas of commercial bankruptcy and restructuring.

2009 will be remembered as the year that terms such as “TARP,” “TALF,” “cash for clunkers,” “Ponzi scheme,” “too big to fail,” and “stress tests” became ubiquitous (if not original) parts of the American financial lexicon. It will also enter the history books as the year that two of Detroit’s Big 3 automakers motored through bankruptcy with the benefit of billions in taxpayer dollars, the year with the most unemployed Americans in over a quarter century, and the year that the U.S. deficit, as a percentage of U.S. economic output, surged to \$1.42 trillion, the largest since World War II. 2009 will also enter the annals of U.S. history as the year that disgraced financier Bernard Madoff was sentenced to 150 years in prison for orchestrating the largest Ponzi scheme in history, a crime described by the sentencing judge as “extraordinarily evil” due to the billions bilked from thousands of investors. Standard & Poor’s reported that global corporate bond defaults totaled 265 in 2009, with junk-rated companies comprising almost 90 percent of those that defaulted. The number of defaults was the highest annual total since S&P began tracking them in 1981, breaking the previous record of 229 in 2001. The U.S. led the world with 193 of those defaults, roughly twice the number recorded for 2008.

All things considered, U.S. stock markets had a reasonably good year. After posting its worst January in percentage terms on record and plunging to 6,547.05 on March 9—less than half its peak only 17 months earlier—the Dow Jones Industrial Average regained some lost ground in 2009. According to annual reports filed with the Securities and Exchange Commission, the aggregate prebankruptcy asset pool for the 210 public filings in 2009 was valued at nearly \$600

billion, compared to the \$1.2 trillion in assets placed under bankruptcy administration in the previous year (thanks, in large part, to Lehman Brothers, which tallied an eye-popping \$691 billion in assets, the largest chapter 11 filing of all time).

The “billion-dollar bankruptcy club”

There were 55 names added to the “billion-dollar bankruptcy club” in 2009, more than double the number of initiates in 2008. Notable among them (including companies that are featured below in the Top 10 List for 2009) were Big 3 automakers GM and Chrysler; myriad bank-holding companies and mortgage lenders (continuing a trend established in 2008), including small to mid-sized business financier CIT Group; chemicals titan Lyondell Chemical; poultry products giant Pilgrim’s Pride; gaming and entertainment company Station Casinos; hotelier Extended Stay; Reader’s Digest, a fixture in U.S. households for more than three-quarters of a century; and door manufacturer Masonite, just to name a handful. 140 federally insured banks failed in 2009, straining to the breaking point the insurance fund administered by the besieged Federal Deposit Insurance Corporation, which projected in September 2009 that bank failures would cost the deposit insurance fund about \$100 billion in the next four years. For the first time since it was formed in 1933, the FDIC was forced to demand prepayment of insurance premiums by banks. Although the number of bank failures quintupled the 25 failures of 2008, they were nowhere near the record volume experienced during the savings-and-loan crisis in 1989, when 534 banks closed their doors.

Private companies fared no better in 2009

For example, according to peHUB, an interactive forum for the private equity community, private equity-backed bankruptcies (excluding minority stake and hedge fund-backed bankruptcies) already numbered 46 only halfway through 2009, on a pace to double the 49 leveraged buyout-backed chapter 11 cases filed in all of 2008. The blistering pace abated, however, as seriously overleveraged companies found a way to stay out of the bankruptcy courts, chiefly by prevailing on

lenders to extend debt maturities or face the prospect of a total meltdown and evaporation of asset and collateral values. peHUB placed the total number of private equity bankruptcies for all of 2009 at 74, while other watchdogs reported the total number to be above 100.

More remarkable than the volume of business bankruptcy filings in 2009 was (renewed) evidence of the marked paradigm shift in chapter 11 cases, exemplified by the lightning-fast bankruptcy asset sales in the Chrysler and GM cases in 2009 and the Lehman chapter 11 case in 2008. The chapter 11 landscape is changing. Largely gone are the once typical chapter 11 cases of uncertain duration with a stable and reorganization-committed creditor base, an ample supply of inexpensive debtor-in-possession and/or exit financing, and an adequate “breathing spell” from creditors to devise a chapter 11 plan and to decide whether to assume or reject executory contracts and unexpired leases.

Those halcyon days have been supplanted by bankruptcy “quick fixes” involving prepackaged or prenegotiated chapter 11 plans and rapid-fire asset sales under section 363(b) of the Bankruptcy Code, a model that has been much criticized as antithetical to chapter 11’s policies of adequate disclosure, absolute priority, and fundamental fairness. Overleveraged

companies are burdened with multiple layers of senior, mezzanine, and second- (or even third-) tier debt. DIP and exit financing are hard to find, and loans, when available, are very expensive. Prebankruptcy creditors are more apt than ever before to cut their losses by selling their claims in the robust, multibillion market for distressed debt. The remaining creditor constituency is motivated more by the desire for profit than a commitment to develop an enduring and mutually beneficial relationship with a viable enterprise going forward.

Bankruptcy professionals, commentators, and lawmakers have been taking a hard look at the current state of chapter 11, which has evolved considerably from its infancy in 1978. Some have expressed the view that chapter 11’s “one size fits all” mentality is outdated or that the many changes made to the Bankruptcy Code by special interests have emasculated chapter 11 as a vehicle for reorganizing companies, saving jobs, and preserving value for creditors.

For example, the Obama administration proposed legislation in December 2009 that would create a “resolution authority” and a “systemic resolution fund” to deal with bank-holding companies and other nonbank financial institutions that pose “systemic risk.”

LARGEST PUBLIC-COMPANY BANKRUPTCY FILINGS SINCE 1980

Company	Filing Date	Industry	Assets
Lehman Brothers Holdings Inc.	09/15/2008	Investment Banking	\$691 billion
Washington Mutual, Inc.	09/26/2008	Banking	\$328 billion
WorldCom, Inc.	07/21/2002	Telecommunications	\$104 billion
General Motors Corporation	06/01/2009	Automobiles	\$91 billion
CIT Group Inc.	11/01/2009	Banking and Leasing	\$80 billion
Enron Corp.	12/02/2001	Energy Trading	\$66 billion
Conseco, Inc.	12/17/2002	Financial Services	\$61 billion
Chrysler LLC	04/30/2009	Automobiles	\$39 billion
Thornburg Mortgage, Inc.	05/01/2009	Mortgage Lending	\$36.5 billion
Pacific Gas and Electric Company	04/06/2001	Utilities	\$36 billion
Texaco, Inc.	04/12/1987	Oil and Gas	\$35 billion
Financial Corp. of America	09/09/1988	Financial Services	\$33.8 billion
Refco Inc.	10/17/2005	Brokerage	\$33.3 billion
Indy Mac Bancorp, Inc.	07/31/2008	Banking	\$32.7 billion
Global Crossing, Ltd.	01/28/2002	Telecommunications	\$30.1 billion
Bank of New England Corp.	01/07/1991	Banking	\$29.7 billion
General Growth Properties, Inc.	04/16/2009	Real Estate	\$29.6 billion
Lyondell Chemical Company	01/06/2009	Chemicals	\$27.4 billion
Calpine Corporation	12/20/2005	Utilities	\$27.2 billion
Colonial BancGroup, Inc.	08/25/2009	Banking	\$25.8 billion
Capmark Financial Group, Inc.	10/25/2009	Financial Services	\$20.6 billion

A competing bill introduced in the U.S. House of Representatives in 2009—the Consumer Protection and Regulatory Enhancement Act of 2009, H.R. 3310—proposes to add a new chapter to the Bankruptcy Code (chapter 14) to deal with the adjustment of debts of nonbank financial institutions that are deemed “too big to fail.” The legislation was proposed in response to a widespread perception that the U.S. government fumbled the ball in dealing (or not dealing) with the collapses of Lehman Brothers, Bear Stearns, and AIG, which fueled a nationwide financial panic. The debate concerning this controversial issue will doubtless endure for some time.

Where do we go from here?

Prognostication is always an iffy proposition when it comes to developments in business bankruptcy and reorganization. Even so, given trends established or persisting in 2009, such as the continuing weakness in consumer demand, ballooning health-care and

employee legacy costs, high fuel prices, double-digit unemployment, and dubious prospects for a “jobless recovery,” it is not difficult to predict that the waves of commercial bankruptcies will continue well into 2010 and probably beyond.

Industries especially susceptible to bankruptcy risk continue to be media, automotive (despite the sale of 700,000 (mostly Japanese) new vehicles as part of the “cash for clunkers” program), airline, home construction, retail, mortgage lending, entertainment and, due to chronic high vacancy and default rates, commercial real estate. Prepackaged chapter 11 cases, section 363 sales, and chapter 7 liquidations are likely to continue to predominate in 2010.

Avec l'aimable autorisation de la rédaction de Business Restructuring Review, de JONES DAY, volume 9, n°1, janvier – février 2010. Contact : Mark G. Douglas, NY office. www.jonesday.com

POINT DE VUE INVESTISSEUR

ETUDE DES PRATIQUES DE GOUVERNANCE DU CLUB MEDITERRANEE

Deminor France, mandaté par le conseil d'Administration (CA) du Club Méditerranée tenu le 23.07.2009, a conduit une étude objective, indépendante et novatrice (la 1^{ère} de ce genre en France). Un rapport de 63 p. a été présenté au CA du 10.12.2009 ; il en a été fait état lors de l'AG du Club Med le 25.02.2010.

La mission de Deminor consistait à présenter aux administrateurs un rapport sur la qualité de la gouvernance du groupe, à apprécier notamment dans quelle mesure les organes de direction prenaient en considération les demandes et les intérêts des actionnaires, à identifier les sujets sur lesquels les actionnaires attendent aujourd'hui des réponses, et à formuler des recommandations au CA de la société, en suggérant des axes d'amélioration de la gouvernance à mettre en œuvre de manière à renforcer le contrôle et l'efficacité des décisions du CA.

Le plan du rapport repose sur 4 thèmes :

- 1° les droits et l'information des actionnaires ;
- 2° la gouvernance du Club Méditerranée ;
- 3° la politique de rémunération ;
- 4° les attentes et les remarques des actionnaires.

Chaque chapitre comporte un tableau de synthèse confrontant, en regard de chaque sujet traité, les

recommandations Deminor 2009 et la position du Club Méditerranée à la date de remise du rapport.

Nous relevons 3 propositions courageuses : la nomination d'un « senior independent director » ; mettre fin au contrat de travail du PDG ; la dissociation des fonctions de Président et de Directeur Général. Plusieurs sociétés françaises du CAC40 devraient s'inspirer de cet exercice courageux de la part du Club Med, afin de répondre aux attentes de leurs actionnaires et garder leur confiance, dans le contexte actuel de crise économique et sociale.

Pour plus d'information veuillez consulter :

Fabrice REMON, directeur Deminor France
fabrice.remon@deminor.fr

Cette brève présentation du rapport d'audit de la gouvernance du Club Méditerranée par Deminor a été réalisée par J.A. MASSIE et a reçu l'approbation de Fabrice REMON.

L'AFGE envisage d'organiser en octobre un dîner-débat sur l'audit de la gouvernance et de la régulation (proposé dans l'éditorial de la Lettre n°22 sept.2009), conduit par les actionnaires. Plusieurs actionnaires institutionnels et investisseurs de long terme soutiennent cette démarche, que nous avons initiée il y a 2 ans à Londres.

AGENDA

- L'AMF&NYSE Euronext organisent un séminaire vendredi 4 juin de 9h à 13h à la Maison du Barreau de Paris, qui traitera comment « Faciliter l'accès des PME et des ETI aux marchés financiers ». www.amf-france.org
- Luxembourg Financial Forum 3 juin, Centre des Conférences, 5ème édition : « Sustainability in Finance ».

AVIS D'EXPERT

MOBILISATION DES ACTEURS POUR UNE AUTRE FINANCE UTILE, RESPONSABLE ET PORTEUSE DE SENS

Dans le contexte actuel marqué par une crise économique et financière sans précédent, l'observation de l'écosystème de la Place financière est fort intéressante, à plusieurs titres. Des signaux sont perceptibles, laissant penser que la finance traditionnelle se remet en question et s'interroge après avoir été longtemps centrée et tournée sur elle-même. Incontestablement, la crise a été un facteur d'accélération de la mutation supposée en cours vers une finance plus sobre et frugale, qui réintégrerait l'homme dans ses rouages et impliquerait de renoncer à quelques points de base de rendement. Force est de constater que les lignes bougent, qu'une révolution douce est en marche, que les mentalités au sein des établissements financiers et des entreprises progressent même si les avancées sont lentes et les prises de conscience partielles. Les convictions et positions archaïques pourraient laisser place à des esprits plus ouverts disposés à la mise en œuvre de réformes en profondeur.

L'économie sociale et solidaire

L'économie sociale et solidaire, qui ne renie en rien les vertus de l'économie de marché, prône une lucrativité limitée – loin de la maximisation des profits-, valorise les talents, encourage l'esprit entrepreneurial, soutient l'innovation sociale. Son essor n'est pas un effet de mode pour autant qu'elle existe depuis près de 30 ans mais plutôt une lame de fond qui se déploie lentement en profondeur. Représentant 12% du PIB et 2 millions de personnes en France, l'économie sociale et solidaire retient plus que jamais l'intérêt des Pouvoirs Publics comme en témoignent la création d'un fonds de 100 M€ pour l'entrepreneuriat social et solidaire dans le cadre du Grand emprunt et la mission parlementaire en cours pour le développement de l'économie sociale mandatée par le Premier Ministre.

Les valeurs mutualistes sont aujourd'hui à l'honneur

Lors de sa visite à Paris les 3 et 4 février derniers, Mohammed YUNUS, père du microcrédit, Fondateur de la Grameen Bank, Prix Nobel de la Paix, a déclaré « La crise est une chance » devant un amphithéâtre rempli d'étudiants et de diplômés de grandes écoles de commerce, germes de la future élite européenne. Rendons-nous à l'évidence : la jeune génération exprime le souhait de travailler autrement, c'est à dire dans des organisations ayant de par leur mission et leur forme d'organisation une vocation sociale orientée vers une finalité de services aux membres et à la collectivité.

Les jeunes talents sont attirés par le développement durable au sens large, ils comprennent les grands enjeux économiques, financiers et sociaux de demain, ils sont conscients que la nécessité d'un développement répondant aux besoins des générations du présent sans compromettre la capacité des générations futures à répondre aux leurs, pose la question de la responsabilité et du sens. Favoriser l'inclusion financière, créer du lien dans l'entreprise, renforcer la solidarité tout en valorisant la libre entreprise

individuelle... les valeurs mutualistes sont aujourd'hui à l'honneur.

Tous les agents économiques, du particulier à l'entreprise en passant par l'investisseur, réalisent l'urgence de mettre en oeuvre des actions pragmatiques et efficaces pour une croissance soutenable dans le « bazar global » selon l'expression de Stephen GREEN, Président, HSBC, par ailleurs diacre de l'Eglise anglicane. Cette démarche collective de responsabilisation est passée de l'expression de préférences individuelles et de valeurs éthiques à l'émergence de matérialités. Le développement durable est synonyme d'opportunités d'affaires.

Les enjeux Environnement, Social et Gouvernance (ESG)

Si les motivations qui sous-tendent la mise en place des politiques RSE par les entreprises étaient au départ fondées sur des effets d'affichage et de communication afin de préserver la bonne image et le capital réputation de l'organisation, il semble qu'aujourd'hui l'intégration des enjeux Environnement, Social et Gouvernance s'inscrive au cœur du modèle de développement économique de l'entreprise. Il a été compris qu'une meilleure appréhension des problématiques ESG permet en outre une réduction des risques à long terme, voire une amélioration de la performance financière et son ancrage dans la pérennité.

Un autre indicateur de ce changement: l'évolution du champ lexical anglo-saxon qui voit le terme « corporate social responsibility » peu à peu remplacé par « corporate sustainability » signifiant ainsi l'acceptation par les entreprises d'autres responsabilités de nature extra financière. Les politiques RSE ne se limitent plus à la mise en place de programmes de mécénat culturel, de fondations, d'activités philanthropiques ou caritatives. La RSE n'est pas un greffon à la stratégie de l'entreprise, elle doit incarner la raison d'être de l'organisation.

Le retour du long terme

Le retour du long terme ? Mythe ou réalité ? Les investisseurs institutionnels auxquels sont associés volontiers les qualificatifs de « responsables » et de « long terme » sont ceux qui doivent donner l'impulsion pour une intégration accrue du filtre ESG dans les processus d'analyse et décisions d'investissement, une prise en compte systématique de ces critères dans la gestion d'actifs « mainstream », la démocratisation du concept de l'ISR au caractère encore aujourd'hui flou et expérimental.

Enfin, l'investisseur individuel a lui aussi le souhait de jouer un rôle plus direct et concret, davantage en prise avec l'économie réelle, dans le financement de projets dont il perçoit immédiatement les bénéfices : c'est peut-être l'une des raisons pour lesquelles les plateformes de prêt en ligne dédiées au financement de projets d'aide au développement dans les pays du Sud rencontrent plus de succès que les fonds ISR dont le particulier ne comprend pas toujours la structuration et que certains qualifient de produits financiers « trop intellectuels » pour garantir une souscription de masse.

Le particulier, prêt à accepter une rentabilité modérée au profit d'un dividende social, s'enthousiasme pour des projets concrets, des idées novatrices, des mécanismes de financement dénués de sophistication, des micro-entrepreneurs engagés. Dans l'hexagone, les appétits pour les fonds de microfinance ou solidaires sont bridés car seuls les fonds dilués (90/10, soit à 90% investi dans des instruments financiers, 10% investi dans des prêts aux IMF matérialisés par des effets de commerce ou dans des structures non cotées développant des projets solidaires) sont commercialisables.

La crise est un appel aux acteurs de l'industrie financière pour des comportements plus vertueux et la

création de valeur pour l'ensemble des parties prenantes. Sans moraliser le capitalisme, qui n'est pas tant une idéologie qu'un mode par défaut de l'interaction humaine et commerciale, la question qui se pose aujourd'hui est moins celle de la réalisation de profit que de ses modalités de distribution.

Les nouvelles formes de finance éthique ou participative telle que la finance islamique préconisent le partage équitable des gains et des risques liés à l'investissement entre parties prenantes.

La restauration de la confiance conditionne la viabilité des marchés financiers

L'écosystème financier dans son ensemble – émetteurs, investisseurs, intermédiaires, régulateurs et professions auxiliaires de la finance- est l'architecte du nouveau système aux côtés de la société civile, des partenaires sociaux, des ONG, dont les fondations devront s'appuyer sur une plus grande transparence, responsabilité et peut-être humilité. La restauration de la confiance, condition sine qua non à la viabilité des marchés financiers, est fondamentale. Accorder du crédit, du latin « credere », croire, un acte de foi en quelque sorte...

Vanessa MENDEZ

Directeur Adjoint de la Communication, Responsable des groupes de travail « Développement Durable », Paris EUROPLACE
vmendez@paris-europlace.com

Cette publication ne reflète en aucun cas le point de vue de l'employeur. Il s'agit d'une expression strictement personnelle.

PUBLICATIONS

- Paris EUROPLACE vient de publier la Newsletter de mai 2010 : info@paris-europlace.com
- La Revue Banque publie également la Newsletter n°8 mai 2010 ; contact@revue-banque.fr
- ACFE Newsletter 2010 semaine 18 n°55 ; contact : Francis HOUNNONGANDJI, président ACFE France
- CA Publication-études : noreply-eco@credit-agricole-sa.fr publication dirigée par J.P BETBEZE qui présente chaque semaine d'intéressantes analyses et prévisions économiques.
- DELOITTE publie chaque trimestre une « Actualité réglementaire », le dernier numéro : « les évolutions de la réglementation bancaire et financière » 20 mars 2010.
- E&Y Law Online : mise en ligne des actualités juridiques, fiscales, droits des affaires ; eyonline@fr.ei.com
- Interface, bulletin mensuel de Confrontations Europe, n°55, mars 2010, présente des analyses et propositions sur la régulation financière, la coopération nécessaire pour conjurer la dislocation... www.confrontations.org
- Le site de l'OCDE, www.oecd.org/dataoecd publie les principaux indicateurs économiques des pays membres, mai 2010, dont l'analyse est particulièrement instructive en cette période de crise économique et sociale.
- The Conference Board a publié "Director Note, the 2010 proxy season" analysant les "Director's duties under the new SEC rules on disclosure enhancement"; consulter: www.conference-board.org , www.sec.gov/divisions ; contact: Matteo TONELLO, director corporate governance research NY, matteo.tonello@corporate-board.org

COMMUNICATION

RAPPORT STIGLITZ : L'INDIVIDU PLUS FORT QUE LA NATION

Le rapport « mesure de la performance économique et du progrès social » de Joseph Stiglitz, prix Nobel d'économie en 2001 a été remis au président de la république en septembre dernier. Avec ces quelques 291 pages, le rapport est d'abord très technique mais fait aussi preuve d'une grande modernité. Retour sur cet écrit qui propose de changer complètement les modes de calcul de la croissance.

Selon M. Stiglitz, le calcul de la croissance ne peut pas se fonder uniquement sur l'indicateur du produit brut intérieur (PIB). Il faudrait ajouter à cela d'autres indicateurs qui donnent une nouvelle vision de la performance. On retrouve les inégalités, le bien-être, la qualité de vie mais aussi l'environnement. Il souhaite mettre l'accent sur l'analyse du produit national net ou le revenu net des ménages « qui peuvent être plus pertinents ». Le rapport a également mis en lumière le fait que ce qui est vrai pour le pays l'est aussi pour toutes les organisations. Effectivement, comme il le souligne, les entreprises cotées ont de plus en plus de mal à défendre leur performance, qui n'est calculée que par le cours de la Bourse. C'est aussi valable pour le service public, comme les hôpitaux, ou le terme performance semble difficilement applicable.

Dans ce rapport trois idées se dessinent, tout d'abord, l'individu doit être mis au centre de toute analyse. La qualité de vie est un point central. Deuxièmement, les statistiques doivent mieux valoriser le montant des transferts en nature de l'Etat vers les ménages. Il prend pour exemple les dépenses en santé, en éducation ou en sécurité. Par contre le bien-être et le développement ne sont pas suffisamment pris en compte. Si l'on ajoute ces éléments d'analyses cela

permettrait de calculer d'une autre manière la croissance des pays les uns par rapport aux autres. Et pour terminer, le rapport accentue la question du développement durable.

Ce rapport a eu un très bon écho médiatique, tant dans la presse quotidienne, comme Le Figaro ou le Monde, avec des articles élogieux sur la modernité de ce rapport. Mais aussi du côté des différents acteurs politiques de l'état français. Les écrits de M. Stiglitz restent d'ailleurs les plus lus par la population aussi bien française qu'internationale.

<http://www.stiglitz-sen-fitoussi.fr/fr/index.htm>

Commission Stiglitz

http://fr.wikipedia.org/wiki/Joseph_Eugene_Stiglitz
éléments biographiques

Nous vous recommandons également la lecture de quelques articles :

<http://www.liberation.fr/economie/0101590861-stiglitz-veut-mesurer-le-bien-etre-pour-calculer-la-croissance>

<http://eco.rue89.com/2009/05/25/joseph-stiglitz-et-cette-finance-qui-nous-pigeonne>

Camille MACHEREY

Etudiante en journalisme à l'IICP

camille.macherey@gmail.com

POUR VOTRE INFORMATION

- Conférence Mondiale d'Amsterdam sur le Développement Durable et la Transparence 26-28 mai organisée par Global Reporting Initiative en partenariat avec CAPITALCOM Evènements. conference@globalreporting.org

BULLETIN D'ADHESION A L'AFGE POUR L'ANNEE 2010

(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

AVIS D'EXPERT

COMMENT LES NORMES IFRS PEUVENT-ELLES REVELER NOS SECRETS ECONOMIQUES AUX ETATS-UNIS ?

Les normes IFRS (International Financial Reporting Standard au Normes Internationales d'Informations Financières en français) ont bouleversé le paysage financier européen. Proposés à l'initiative des Américains, qui ne l'appliquent pas eux mêmes, elles sont aujourd'hui mise en place en Europe en tant que normes comptables internationales.

L'idée d'harmoniser les normes comptables, en réponse à la mondialisation des échanges, est nécessaire. Cependant, cela ne va pas sans véhiculer des logiques d'influence. Les normes IFRS, prennent des airs de cheval de Troie américain. En effet les normes IFRS obligent les entreprises à communiquer sur des informations stratégiques, la loi Sarbanes-Oxley permet au PCAOB d'étendre ses investigations en dehors des Etats-Unis pour obtenir ces informations stratégiques tandis que le Patriot-Act oblige les institutions financières, telles que le PCAOB, à transmettre des informations aux services de renseignements, sans qu'elles puissent prévenir leurs clients ou protester. Les normes IFRS sont la transposition d'une information comptable à une information stratégique. C'est donc un véritable piège normatif qui est désormais en place. La notion de «fair value» oblige les entreprises à fournir plus d'informations pour justifier les calculs de leur valorisation. Par exemple les frais de recherches et développement, qui concernent l'innovation de l'entreprise et donc son avenir, sont aussi disséqués de la même manière. Pour les estimer, les financiers doivent prouver les montants investis, expliquer leur utilisation et démontrer qu'ils auront des retombées commerciales futures.

Toutes ces informations sont de nature stratégique car elles concernent l'avenir de l'entreprise. Si un concurrent venait à les obtenir, les conséquences seraient dramatiques. Outre l'entreprise, les seules entités ayant accès à ces informations sont les commissaires aux comptes. Cependant, sans remettre en cause leur indépendance, il est important de rappeler que 100 % des sociétés du CAC 40 sont auditées par des cabinets anglo-saxons ! Dans un premier temps le PCAOB a facilité la mise en place de normes pour obliger la remonté d'informations et dans un deuxième temps ériger des barrières à l'entrée pour les firmes d'audit non-américaines.

La remonté d'information

Lors de l'audit externe, le cabinet mène l'enquête et peut avoir accès à toutes les informations qu'il juge pertinentes pour réaliser son étude. En rapportant ce standard à l'article 105 de la loi SOX, le PCAOB a un pouvoir d'investigation sur les cabinets d'audit et sur les entreprises auditées. De plus, le PCAOB est

un organe qui centralise l'information provenant des cabinets d'audit. Grâce à la loi SOX, il dispose d'un droit de regard sur les données personnelles des dirigeants des sociétés, sur les dossiers confidentiels ayant permis de réaliser l'audit, y compris ceux des filiales.

Les barrières à l'entrée

Une firme d'audit étrangère doit prouver qu'elle viole une loi locale si elle ne souhaite pas communiquer certaines informations au PCAOB. Il faut noter que les normes professionnelles ne rentrent pas en compte dans le champ d'application des normes locales et d'autre part, l'existence d'une telle loi locale ne permettra pas aux firmes d'éviter de donner leur accord écrit pour coopérer avec le PCAOB. On constate la main mise du PCAOB au niveau de la captation d'informations et sa volonté de devenir l'organe de réglementation internationale pour le monde de l'audit. Concernant la communication de documents au PCAOB, les firmes d'audit seront jugées sur la communication effective des documents demandés. Elles sont libres d'obtenir ou non l'accord préalable de leurs clients sur ce point, mais dans tous les cas elles ne pourront se dégager de leur responsabilité en arguant du refus de leur client.

Les firmes d'audit américaines ayant comme associées, au sens des normes du PCAOB, des firmes d'audit étrangères doivent apporter la preuve que ces firmes associées étrangères violeraient effectivement une loi locale en fournissant des informations demandées par le PCAOB. Il est important de prendre en compte cette donnée comme quoi les entreprises américaines sur le sol américain utilisent principalement des firmes d'audit américaine. Quand elles ouvrent une filiale à l'étranger, elles font aussi appel au réseau des firmes d'audit américaine à l'étranger. C'est un privilège que les sociétés européennes n'ont pas.

Le glissement vers l'échiquier politique

La collusion des institutions financières avec les institutions de sécurité est une pratique courante outre-atlantique. A titre d'exemple, l'un des membres fondateurs du PCAOB n'est autre que William H.

Webster, ancien directeur du FBI et de la CIA, remplacé par Mark Olson.

Conclusion

Ce dossier relance le débat sur la création d'un leader européen de l'audit. A ce jour, il n'existe que la société Mazard qui dépend de fonds européens et qui pourrait jouer le rôle de garde fou pour les entreprises européennes jugées stratégiques. De plus le couple Sarkozy - Merkel appelait à la création de normes européennes pour limiter l'influence américaine sur la finance européenne. Ce projet doit être soutenu afin de doter l'Union Européenne d'outils de diagnostic et d'analyse répondant à des critères

d'indépendance et de sécurité. Mais plus encore à la lecture de ces éléments les dirigeants devraient se tourner vers leur cabinet d'audit afin de leur demander si des informations stratégiques ont été divulguées à l'administration américaine. Cette initiative permettrait d'effacer le doute qui plane sur la finalité des normes IFRS.

Bertrand TERREUX

Ecole de Guerre Economique

bertrand.terreux@comeetor.com,

www.ielovepme.com « Le rendez-vous des PME et de l'Intelligence Economique »

AVIS D'EXPERT

SURVEILLANCE FINANCIERE EN EUROPE : REUSSIR LA REFORME

Alors que les regards sont tournés vers la Grèce, l'Union européenne va affronter dans les prochaines semaines un autre enjeu majeur avec la finalisation des législations issues du rapport Larosière. Elles doivent mettre en place une nouvelle architecture de supervision financière, qui devrait inclure pour la première fois la création d'autorités de surveillance au niveau européen. Un compromis encore imparfait.

Les textes actuellement en discussion au Parlement européen créeraient trois nouvelles agences de l'UE pour superviser respectivement les banques, les assureurs et les marchés, dotées d'un pouvoir formel de décision à la différence des comités qu'elles remplaceraient. En outre, un Conseil européen du risque systémique surveillerait les grands risques financiers et émettrait des recommandations pour y remédier. Ces propositions, initialement formulées dans le rapport d'un groupe de travail dirigé par Jacques de Larosière, ont reçu lors du sommet européen de juin 2009 un soutien politique unanime, malgré l'intensité avec laquelle certains Etats membres - notamment le Royaume-Uni, mais aussi l'Allemagne, l'Espagne et d'autres - avaient résisté à des tentatives similaires dans le passé.

Il était temps : l'UE souhaite créer un marché financier unique, mais la fragmentation de celui-ci est à peu près garantie si la mission indispensable de contrôle public est confiée comme aujourd'hui à vingt-sept autorités nationales différentes qui cherchent à protéger ou à contrôler les acteurs financiers de leur ressort. L'existence d'une surveillance financière au niveau de l'UE est une condition nécessaire, quoique non suffisante, pour l'intégration durable du marché.

Sans surprise, le dispositif proposé est un compromis, avec bien des imperfections. Dans la version adoptée par les Etats membres en décembre, les pouvoirs des nouvelles autorités sont assez limités. Leur capacité de réglementation est soumise à l'approbation de la

Commission. Leur gouvernance est potentiellement dysfonctionnelle, avec des conseils d'administration dans lesquels seuls sont représentés les vingt-sept points de vue nationaux, sans droit de vote pour le président. Une clause de sauvegarde selon laquelle leurs décisions ne doivent pas avoir d'impact budgétaire pour les Etats pourrait se révéler paralysante. Et la création d'autorités distinctes pour les banques, les assurances et les marchés ignore l'interdépendance croissante entre ces segments.

La discussion tend actuellement à se focaliser sur les pouvoirs conférés aux trois autorités. Dans la version actuelle, elles n'auraient pas la capacité de superviser directement les acteurs financiers, à la seule exception, certes significative, des agences de notation. Certains parlementaires européens souhaiteraient leur donner une compétence directe sur les banques dont l'activité est paneuropéenne, et sur certaines infrastructures de marché. Toutefois, la qualité du processus de décision de ces futures autorités est un aspect au moins aussi important. Si elles démarrent avec un champ de compétences restreint, mais dont elles s'acquittent avec efficacité et compétence, elles gagneront progressivement la confiance et le soutien des différentes parties prenantes, ce qui permettra alors de leur conférer les pouvoirs plus étendus nécessaires pour assurer la viabilité d'un système financier européen intégré. En l'état actuel de l'UE, essayer de réaliser un tel objectif en un seul coup n'est pas politiquement réaliste. La confiance ne pourra se construire que peu à peu. Dans cette perspective,

l'accent devrait être mis sur une meilleure gouvernance des nouvelles autorités, par exemple en ouvrant leurs conseils à des personnalités qui représenteraient l'intérêt européen plutôt que des points de vue nationaux, comme c'est le cas à la Banque centrale européenne, et peut-être aussi en regroupant la représentation des plus petits États afin de réduire la taille de ces conseils, comme au FMI. La proposition de certains parlementaires européens de regrouper les trois entités dans la même ville permettrait aussi une meilleure performance.

A supposer que les conservateurs gagnent l'élection du Royaume-Uni début mai, ceci sera leur premier grand dossier européen, et leur base eurosceptique ne veut pas entendre parler d'une délégation de responsabilité vers l'UE dans un domaine aussi stratégique pour le Royaume-Uni que les services financiers. Si la discussion ne porte que sur le pouvoir des nouvelles agences, la confrontation entre le Parlement européen

et le futur gouvernement britannique risque de tourner à l'impasse. S'il s'agit de gouvernance et d'efficacité, un terrain d'entente pourrait en revanche se dégager.

L'Europe n'a pas le droit à l'erreur. Un échec de cette réforme pourrait conduire les marchés à perdre confiance dans la viabilité des banques paneuropéennes et à les encourager à se replier sur leur territoire d'origine. Ceci constituerait potentiellement un plus grand recul pour l'intégration européenne que tout ce qui s'est passé dans la crise jusqu'à présent.

Nicolas VERON

n.veron@brugel.org

*Nicolas Veron économiste au sein du « think tank »
Bruegel (Bruxelles), chercheur invité au Peterson
Institute for International Economics Washington*

www.nicolasveron.info

Nous publions cet article dans la Tribune du
26/04/10 avec l'autorisation de l'auteur.

POINT DE VUE INVESTISSEUR

LES CONSEILS D'ADMINISTRATION DOIVENT ENCORE CONVAINCRE LES ACTIONNAIRES INDIVIDUELS

A l'occasion des 5 ans du Prix de l'Assemblée Générale de l'Année, le Jury a réalisé, en partenariat avec Capitalcom, une enquête auprès des actionnaires individuels sur leurs attentes pour la prochaine saison des Assemblées Générales. Parallèlement, les membres du Jury ont souhaité apporter un éclairage sur les 5 meilleures pratiques qu'ils ont identifiées lors des AGs 2009. Cette année, le baromètre fait ressortir des attentes significatives au sujet des Conseils d'Administration : alors qu'en 2009 les crispations s'étaient focalisées sur la question des rémunérations, le questionnement des actionnaires individuels se concentre cette année sur la composition et le fonctionnement des Conseils d'Administration, qui n'ont – pour la grande majorité des actionnaires – pas joué leur rôle dans le contexte de crise. Pour Philippe Marini, Rapporteur Général de la Commission des Finances du Sénat, Sénateur-Maire de Compiègne, et Président du Jury du Prix de l'Assemblée Générale de l'Année : « Il semblerait que la pédagogie et la transparence dont les entreprises ont fait preuve en 2009 sur la question des rémunérations aient porté leurs fruits, mais qu'elles doivent s'attacher cette année à exposer le fonctionnement des Conseils et justifier la compétence de leurs administrateurs. »

Les actionnaires individuels émettent des interrogations à propos de l'efficacité des Conseils d'Administration et témoignent leur confiance aux équipes dirigeantes :

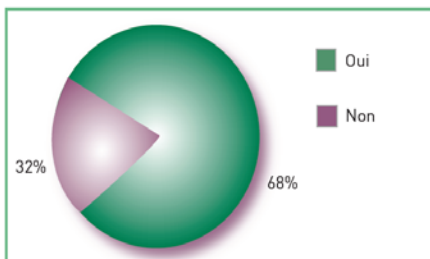
51% des actionnaires déclarent que leur confiance envers les dirigeants des sociétés cotées s'est renforcée en 2010, tandis qu'ils étaient 70% à considérer que celle-ci s'était affaiblie en 2009. Le Président ou le Directeur général figure en 2ème position des acteurs qui inspirent le plus confiance aux actionnaires (ex-æquo avec les économistes) - derrière les journalistes financiers (1ère place) – alors que les administrateurs apparaissent au dernier rang. Enfin, 82% des actionnaires estiment que les Conseils ne jouent pas pleinement leur rôle dans le contexte actuel. Les préoccupations ne se focalisent plus sur les rémunérations mais sur la composition et le fonctionnement des Conseils : 3 actionnaires sur 4

attendent davantage d'informations que l'an dernier sur les administrateurs qui leur sont proposés au vote. Ils souhaitent un éclairage sur la composition et le fonctionnement des Conseils d'Administration, ainsi que sur la compétence des administrateurs, alors que leurs attentes prioritaires en 2009 portaient sur la politique de rémunération des Groupes. Ils restent majoritairement (88%) favorables à ce que la rémunération des dirigeants soit davantage indexée sur la performance. Des actionnaires confiants sur les perspectives de reprise et déjà tournés vers l'avenir : plus de la moitié des actionnaires interrogés pense que la reprise des marchés financiers est déjà perceptible, alors qu'ils ne sont que 23% à considérer que le pire est à venir. Ils comptent rester fidèles à l'investissement en actions (55%), devant le placement en obligations d'entreprises (12%). Si, en 2009, les attentes des actionnaires étaient tournées vers le court

terme et la gestion de la crise, leurs priorités pour 2010 sont tournées vers l'avenir et les perspectives de long terme. Plus des 2/3 des actionnaires souhaitent que les entreprises communiquent davantage sur leurs enjeux RSE : 68% des actionnaires interrogés sont favorables à ce que la communication des entreprises ne se cantonne plus aux seuls indicateurs financiers, et souhaitent qu'elles publient des indicateurs de performance extra-financière. Près de la moitié des actionnaires se montre défavorable à l'instauration de quotas de femmes dans les Conseils d'Administration : 49% des actionnaires individuels sont défavorables à la proposition de loi visant à instaurer un quota de 40% de femmes dans les Conseils d'Administration. Ils invoquent leur hostilité au système des quotas - qu'ils jugent discriminatoire - et croient à une politique de recrutement motivée par le mérite et la compétence. Les actionnaires plébiscitent le vote par Internet : 74% des actionnaires individuels estiment que la mise en place du vote par Internet par les sociétés les encouragerait à voter en AG. La perception de la communication des entreprises par les actionnaires, à l'approche des Assemblées Générales.

Des actionnaires de plus en plus rassurés par les dirigeants des entreprises...

68% des actionnaires se disent rassurés par la communication des sociétés cotées. Plus de la moitié d'entre eux déclaraient l'année dernière que cette communication manquait de transparence, allant même – pour 22% d'entre eux – à considérer qu'elle générerait de véritables inquiétudes.



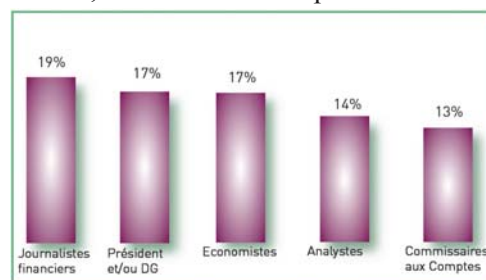
Diriez-vous que l'information financière des grandes entreprises est rassurante sur les perspectives de reprise ?

Il semblerait que la communication de crise de la plupart des grands Groupes ait restauré la confiance de leurs actionnaires, mise à mal en période de dégradation économique et financière. Parmi les sociétés qui inspirent le plus confiance aux actionnaires, on relève : Air Liquide, LVMH, Total, l'Oréal et GDF SUEZ (qui totalisent en moyenne 30% de citations).

...mais qui ne sont pas encore convaincus par l'efficacité des Conseils d'Administration

Alors qu'en 2009, 70% des actionnaires déclaraient que leur confiance envers les équipes dirigeantes était affaiblie, ils sont plus de la moitié cette année (51%) à estimer qu'elle a été renforcée par la communication des sociétés. De plus, les Présidents ou DG figurent à la deuxième place – ex aequo avec les économistes –

des acteurs qui leur inspirent le plus confiance en terme d'information financière, derrière les journalistes financiers. Néanmoins, ils ne sont pas encore convaincus de l'efficacité des Conseils, puisqu'ils sont encore 82% (vs 80% en 2009) à considérer que ces derniers ne jouent pas leur rôle dans le contexte actuel.

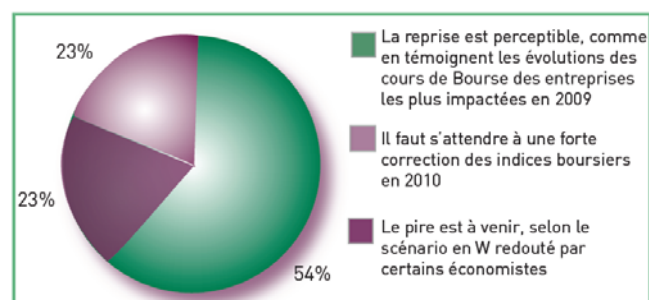


Les 5 acteurs qui inspirent le plus confiance aux actionnaires

Une confiance dans la reprise qui s'exprime par une fidélité aux placements en actions.

Plus de la moitié des actionnaires interrogés pense que la reprise est déjà perceptible en 2010. Ils étaient – dès 2009 – 47% à prévoir la reprise en 2010. Ils comptent rester fidèles à l'investissement en actions en 2010 (55%), ce qui témoigne de leur confiance dans la gestion de la reprise des sociétés cotés. De plus, près des 3/4 d'entre eux comptent privilégier cette année la perception du dividende en actions, lorsque cela sera possible.

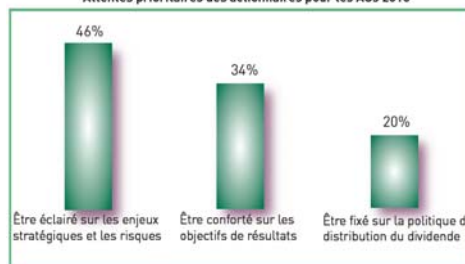
Le point de vue des actionnaires sur la santé des marchés financiers



Des priorités tournées vers les perspectives de long terme

En 2009, l'attente prioritaire des actionnaires individuels portait sur les modalités de la gestion de crise et la solidité des Groupes, à savoir des perspectives de court terme. A l'inverse, cette année, forts d'un sentiment de confiance dans la reprise des marchés financiers, les actionnaires privilégient le long terme : 46% d'entre eux souhaitent que les sociétés s'expriment en priorité sur leurs enjeux stratégiques et

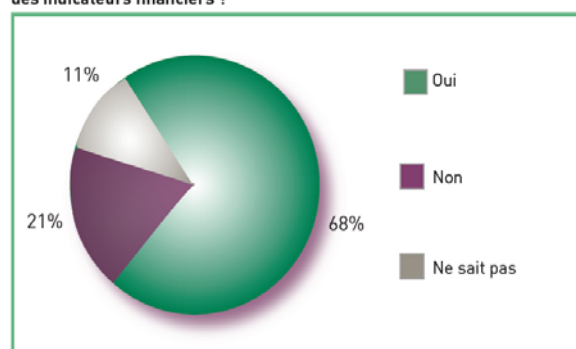
Attentes prioritaires des actionnaires pour les AGs 2010



présentent leurs risques, dans la droite ligne de la première « Best Practice » relevée par le Jury du Prix de l'Assemblée Générale de l'Année lors des AGs 2009. L'enquête a également révélé cette année de très fortes attentes au sujet de la responsabilité sociale et environnementale des Groupes. En effet, plus des 2/3 des actionnaires se sont montrés favorables à ce que la communication des entreprises sur leur performance prenne en compte des indicateurs extra-financiers.

Une nouvelle préoccupation : la composition et le fonctionnement des Conseils

Souhaiteriez-vous que les entreprises communiquent sur des indicateurs de performance extra-financière, et non plus seulement sur des indicateurs financiers ?

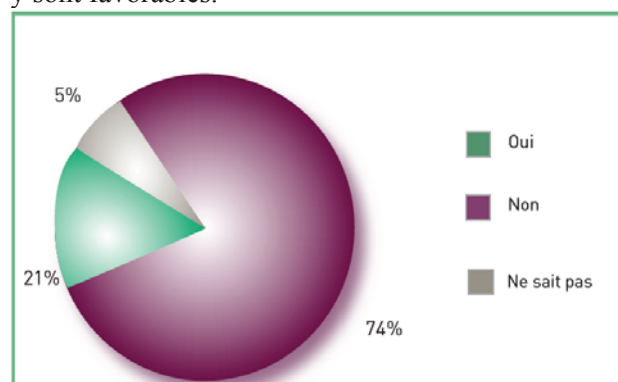


Alors que les préoccupations se focalisaient – en 2009 – sur le thème des rémunérations des dirigeants, les attentes des actionnaires portent cette année sur une plus grande transparence concernant la composition et le fonctionnement des Conseils. Près de 3 actionnaires sur 4 estiment ne pas disposer de suffisamment d'informations sur les administrateurs qui leur sont proposés au vote, et souhaitent en premier lieu être éclairés sur les compétences propres à chaque administrateur. Viennent ensuite la justification de son indépendance ou non, puis la présentation de son parcours professionnel. Ces attentes rejoignent la deuxième « Best practice » relevée par le Jury lors des

AGs 2009, à savoir un exposé transparent de la composition et du fonctionnement du Conseil. Si leurs attentes sont tournées vers les Conseils cette année, les actionnaires n'en restent pas moins favorables (à 88%) à ce que la rémunération des dirigeants soit davantage indexée sur la performance. La majorité des répondants souhaite néanmoins que cette part variable ne représente pas plus de 50% de la rémunération globale. Enfin, près de la moitié des actionnaires ayant répondu se montre défavorable à la proposition de loi visant à instaurer un quota de 40% de femmes dans les Conseils.

Le vote par Internet

En 2009, on comptait un peu moins d'un quart des Groupes du CAC 40 qui proposaient à leurs actionnaires de voter par Internet. Le baromètre 2010 met en exergue – de façon évidente – l'attente des actionnaires dans ce domaine : près des 3/4 d'entre eux y sont favorables.



Si la/les société(s) dont vous êtes actionnaire mettaient en place le vote par Internet en AG, cela vous encouragerait-il à voter ?

Caroline de La MARNIERRE
Présidente de CAPITALCOM
cdelamarnierre@capitalcom.com

POINT DE VUE REGULATEUR

RAPPORT DE L'AMF SUR LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE ET LE CONTROLE INTERNE 2009 ET RAPPORT SUR LES REMUNERATIONS

Le 8 décembre, l'AMF a présenté son rapport 2009 sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne. S'agissant du gouvernement d'entreprise, les résultats de l'analyse sont encourageants, témoignant d'une amélioration continue des pratiques des sociétés françaises en ce domaine. L'étude révèle aussi des marges d'amélioration s'agissant de la qualification d'administrateur indépendant et pour mettre en place une évaluation régulière des travaux du conseil. Pour ce qui concerne le contrôle interne, le cadre de référence de l'AMF confirme qu'il est devenu un outil

de gestion pour une majorité d'entreprises. Toutefois, là aussi des marges de progression existent, par exemple dans la description des procédures de maîtrise des risques. Pour l'an prochain, l'AMF invite les sociétés à se référer aux travaux du groupe de Place comité d'audit mis en place par l'AMF et dont les conclusions devraient être rendues publiques à l'été 2010. Au-delà des recommandations, l'AMF a défini quatre pistes de réflexion à destination des associations professionnelles, afin d'alimenter leur réflexion sur : (I) les notions d'indépendance et de

compétences financières ou comptables, les administrateurs indépendants, leur rôle et leurs modalités de rétribution et l'équilibre entre indépendance et compétence, (II) la diversité dans la composition des conseils, le cumul des mandats, (III) la stabilité du mode de gouvernance des sociétés, (IV) la transparence de l'information contenue dans le règlement intérieur. L'AMF a également publié un rapport complémentaire à son rapport de juillet 2009 sur les rémunérations des dirigeants des sociétés cotées. Les constats établis par l'AMF permettent de conclure qu'un an après la publication des recommandations des associations professionnelles, de réels progrès ont été réalisés par les grandes sociétés cotées en matière d'information sur les rémunérations de leurs dirigeants.

Il a cependant été constaté que certaines sociétés n'avaient pas mis en oeuvre l'ensemble des recommandations. Ce constat avait conduit l'AMF à formuler des observations pour une meilleure

application des recommandations AFEP/MEDEF. Il apparaît en outre nécessaire que le code AFEP/MEDEF lui-même soit clarifié sur certains points afin de lever toute ambiguïté sur l'information à donner. L'AMF suggère également que le code de gouvernement d'entreprise soit modifié afin que l'exercice de la totalité des options attribuées aux dirigeants, ou l'acquisition de la totalité des actions de performance, soit soumis à des conditions de performance internes et, lorsque cela est possible et pertinent, de critères de performance externes. Enfin, un effort particulier devra être fait dans les explications données par les sociétés qui n'appliquent pas certaines recommandations du code.

Avec l'aimable autorisation de la rédaction de la revue de la Régulation financière de l'AMF, Numéro 15, 1er trimestre 2010.
<http://www.amf-france.org>

AVIS D'EXPERT

ADVANCING THE RIGHTS OF SHAREHOLDERS IN 2009

As we welcomed 2010, we were struck by how much the world has changed in the last two years. In January 2008, very few anticipated the sub-prime crisis would swell to such a level that it would lead to the catastrophic meltdown of the U.S. financial markets and the enormous government bailout required to stabilize the financial services industry. And, while we continued to see slow improvements in certain areas of corporate governance throughout 2009, we were stunned to watch the egregious breaches of fiduciary duty on the part of many boards of directors with regard to executive compensation payouts. The stunning disregard of shareholder value by certain companies has left institutional investors no choice but to demand change through litigation.

One of the most heinous examples is that of Goldman Sachs. Goldman's board proved its continued disregard of shareholder value when the Company announced that it was planning to pay record setting bonus amounts estimated to be in excess of \$22 billion or nearly half of the Company's annual net revenue. G&E immediately filed suit accusing Goldman's board of breaching their fiduciary duties by blindly following a pre-set policy that sets compensation at or near 50% of the firm's net revenues without regard to the source of the revenues, the employees' performance, or the best interests of the corporation or its shareholders. While the pressure from the lawsuit helped forced Goldman's board to reduce the bonus pool to \$16.2 billion or 35 percent of the Company's annual net revenue, it is unclear as to whether the board's actions were merely an aberration or if indeed they reflected a real change in corporate culture.

G&E is continuing its fight for meaningful reform of executive compensation practices by bringing suit against present and former officers and directors of Morgan Stanley for breach of fiduciary duty and unjust enrichment for failing to administer the company's compensation plans in the best interests of the

company and its shareholders for the years 2006, 2007 and 2009. Among other things, the case alleges that in spite of its poor performance in 2009 where total income from continuing operations was only \$1.15 billion, the Company proposed that \$14.4 billion, or 62 percent of net revenues would be used for compensation and bonuses.

In 2009, the overall number of securities class action filings decreased but there was a significant increase in shareholder lawsuits regarding mergers and acquisitions. Frequently these cases stem from the blatant disregard by majority shareholders for the concerns of minority shareholders. One such case involved Roche's offer to buy out biotech leader Genentech Inc. for \$43.7 billion, or \$89 per share, to which certain of Genentech's minority shareholders objected. Although a 1999 affiliation agreement between the two companies permitted such a purchase by Roche as majority shareholder – even in the face of minority shareholder opposition – G&E filed a derivative claim on behalf of institutional investors opposed to the buyout, contending that the 1999 contract should be invalidated. With the pressure of the pending litigation, the Firm was able to reach a

settlement that provided for Roche to pay \$95 per share, representing an increase of approximately \$3 billion for minority shareholders. In addition to Genentech, G&E has served, or is serving, as lead counsel in several noteworthy M&A cases involving, among others, ACS, Alcon, and Caremark/CVS. ACS and Alcon both involve controlling shareholders who negotiated substantial acquisition premiums for themselves over the amount to be received by other shareholders.

In addition to the reduction in the number of securities class action filings, NERA Economic Consulting reported that 2009 settlement values were lower as well, with the median settlement amount being \$9 million. While we don't dispute the findings, the firm's results have been significantly better; earning us continued citation from RiskMetrics Group as the number one firm for the highest average investor settlements in securities class actions of any law firm within the United States.

Indeed, over the past 12 months, G&E has secured recoveries in excess of \$4 billion, including class action settlements of \$450 million with Royal Dutch

Shell, \$400 million settlement with Marsh & McLennan and \$300 million from General Motors as well as derivative settlements of \$922 million with United Health Group and \$115 million with AIG. G&E currently serves as lead counsel in securities class actions involving, among others, First American Corporation, Genzyme, Medtronic, Merck, Pfizer, Parmalat, Refco, Satyam and UBS.

G&E is proud to have served institutional investors for over a decade.

Originally published in The Activist (Volume 1, Issue 1), a publication authored and distributed by Grant & Eisenhofer P.A. Grant & Eisenhofer P.A. represents institutional investors and shareholders internationally in securities class actions, corporate governance actions and derivative litigation. The firm has recovered more than \$12 billion for investors in the last five years. G&E has also been selected among The National Law Journal's "Plaintiffs' Hot List" for the past five years, and is a member of its Hall of Fame. Risk Metrics named Grant & Eisenhofer the Number 1 law firm in average shareholder recoveries in securities class actions in 2007 and 2008.

**For more information, visit www.gelaw.com.
AFGE's contact Roy JONES
rjones@gelaw.com**

POINT DE VUE INVESTISSEUR

ENGAGEMENT BY DIRECTORS WITH SHAREHOLDERS

In our board Engagement and "Say on Pay" Policy dated April, 2009 (available at www.ccg.ca), CCGG indicated that its members believe that institutional shareholders should have regular, constructive engagement with the boards and board compensation committees of public companies to explain their perspectives on governance, compensation and disclosure practices, and to provide detailed comments on the company's practices to the board.

At this time, CCGG has not reviewed CCGG believes that boards will welcome this direct, constructive interaction with large shareholders and that it will lead to a better alignment of the interests of shareholders with the interests of the board and management. Where engagement meetings focus on executive compensation or other matters directly relating to management, CCGG expects that these meetings will normally be held without management present. CCGG has also issued its policy on how it will choose issuers to engage with and how these meetings will be conducted. This policy is available on our website www.ccg.ca.

"Say on Pay" Advisory Vote

CCGG regards annual "Say on Pay" shareholder advisory votes as an important part of this ongoing integrated engagement process between shareholders and a board, giving shareholders an opportunity to express their satisfaction with the board's approach to executive compensation in the year as well as over a longer period of time. The company's approach to compensation should reflect the links between its

strategic objectives and compensation, measured using financial and non-financial measures over a number of years. CCGG recommends that boards voluntarily add to each annual meeting agenda a shareholder advisory vote on the board's and company's reports on executive compensation. CCGG recognizes that this may be difficult for smaller companies to adopt immediately due to a lack of internal or external resources or until common industry practices have developed.

CCGG also recognizes that some issuers may prefer to hold "Say on Pay" votes every two or three years on the basis that compensation plans are designed to reward performance over a multi-year time frame and should be considered by shareholders on a similar basis. However, CCGG believes that annual votes are the best practice as compensation decisions are made annually by most boards. Annual votes will also ensure a focus by investors on executive compensation programs as a part of their annual proxy voting processes, rather than every few years. In addition, annual votes are consistent with the voting provisions in most other jurisdictions where "Say on Pay" votes have been or are to be mandated.

“Say on Pay” votes impose new obligations and responsibilities on shareholders. CCGG urges its members and all other shareholders to carefully consider each “Say on Pay” vote on a company by company basis, avoiding a “check the box” approach, and to discuss their concerns, if any, with the company in advance of the shareholders’ meeting.

Suggested model Board policy on engagement and Say on Pay

CCGG has prepared the following model policy in order to provide guidance to boards on their engagement with shareholders, expected disclosure on their approach to executive compensation, a recommended form of the advisory resolution and what could be done by the board with the results of the vote.

CCGG understands that some companies will customize their board policy on engagement to reflect their specific circumstances or regulatory environment, or may already have in place formal or informal policies that have the same effect as this model policy. CCGG recommends that boards either adopt the substance of our model policy (recognizing

any adaptations that may be needed for their company) or confirm to investors that the company has in place practices that achieve substantially the same results. However, CCGG urges companies to use the recommended form of “Say on Pay” resolution as closely as possible so that there is consistency among issuers on the question put to shareholders.

Director Compensation to be reviewed

director compensation as a policy matter and, as a result, has not included it in this policy, but may do so in the future. CCGG recognizes that issuers subject to the *Bank Act* (Canada) are already required to submit to shareholders the approval of a bylaw providing for aggregate director compensation, and that it may be appropriate for the shareholders of other issuers to also have the right to approve director compensation.

Best Practices Summaries

CCGG intends to periodically issue a summary of the best practices adopted by issuers on engagement, say on pay and other governance matters in order to provide practical guidance to all issuers on how to best implement these important board policies.

POLICY OF THE BOARD OF DIRECTORS

The board adopts this policy relating to shareholder engagement and an annual shareholder advisory vote on executive compensation, commonly known as “Say on Pay”.

Engagement with Shareholders on Governance Matters

The board of directors believes that it is important to have regular and constructive engagement directly with its shareholders to discuss governance issues of importance to shareholders and to allow and encourage shareholders to express their views on governance matters directly to the board outside of the annual meeting. These discussions are intended for the board to be able to listen to its shareholders and to explain to them otherwise publicly available material information, and will be subject to the company complying with its obligation not to make selective disclosure of a material fact or material change.

In order to allow shareholders to provide timely and meaningful feedback to the board, the board will develop practices to increase engagement with all of its shareholders as is appropriate for its shareholder base and size. Examples of engagement include meeting with the company’s larger shareholders and organizations representing a number of shareholders and establishing methods of hearing from smaller shareholders on an ongoing basis. The board will also consider emerging shareholder engagement practices in other jurisdictions as they develop, such as asking

specific questions as a part of the proxy process, holding “town hall” meetings, undertaking investor surveys and using web-based tools that allow shareholders to provide feedback and/or ask questions of the board.

Compensation Disclosure to Shareholders by the Board

The company is required by s. 9.3.1 of National Instrument 51-102 Continuous Disclosure Obligations to provide shareholders with the information stipulated in Form 51-102F6 on executive compensation.

It is the policy of the board that the executive compensation information will be in two parts. *First*, the information required to be disclosed by Form 51-102F6 will be contained in the management information circular of the company for its annual meeting as a report to shareholders from the issuer.

Second, the [Human Resources] Committee of the board, on behalf of the entire board of directors (as compensation is ultimately a core responsibility of the entire board), will in its report to shareholders discuss the key strategic objectives of the company and how the executive compensation plan is designed to motivate management to achieve. While the CD&A disclosure primarily provides information relating to

the most recently completed financial year, the Committee's report will also describe the approach to compensation for subsequent financial year(s), highlighting any changes made to the prior year's compensation plan and instances where and why discretion was exercised by the board in the prior year, along with explanations for these decisions.

The Committee's report, together with the CD&A, is intended to provide shareholders with the information needed to understand the goals the board is trying to achieve with its compensation policies and to understand the rationale for the compensation awards and arrangements. The compensation disclosure provided to shareholders should be complete, clear and understandable and sufficient detail will be given to shareholders to assist them in forming a reasoned judgment about the company's approach to compensation.

Advisory "Say on Pay" Vote

The board believes that shareholders should have the opportunity to fully understand the objectives, philosophy and principles the board has used in its approach to executive compensation decisions and to have an advisory vote on the board's approach to executive compensation.

Purpose of "Say on Pay" Advisory Vote

The purpose of the "Say on Pay" advisory vote is to provide appropriate director accountability to the shareholders of the company for the board's compensation decisions by giving shareholders a formal opportunity to provide their views on the disclosed objectives of the executive compensation plans, and on the plans themselves, for the past, current and future fiscal years.

While shareholders will provide their collective advisory vote, the directors of the company remain fully responsible for their compensation decisions and are not relieved of these responsibilities by a positive advisory vote by shareholders.

Form of Resolution

The management information circular distributed in advance of each annual meeting of shareholders will ask shareholders to consider an annual non-binding advisory resolution substantially in the following form:

Resolved, on an advisory basis and not to diminish the role and responsibilities of the direct board of directors, that the shareholders accept the approach to executive compensation disclosed in the Company's information circular delivered in advance of the [insert year] annual meeting of shareholders.

Il est résolu, à titre consultatif et sans que soient diminués le rôle et les responsabilités du conseil d'administration, que les actionnaires acceptent l'approche en matière de rémunération de la haute direction divulguée dans la circulaire de sollicitation de procurations de la Société transmise en vue de l'assemblée annuelle [année] des actionnaires.

Approval of the above resolution will require an affirmative vote of a majority of the votes cast at the annual meeting of shareholders.

Results of Advisory "Say on Pay" Vote

As this is an advisory vote, the results will not be binding upon the board. However, the board will take the results of the vote into account, as appropriate, when considering future compensation policies, procedures and decisions and in determining whether there is a need to significantly increase their engagement with shareholders on compensation and related matters. The company will disclose the results of the shareholder advisory vote as a part of its report on voting results for the meeting.

In the event that a significant number of shareholders oppose the resolution, the board will consult with its shareholders (particularly those who are known to have voted against it) to understand their concerns and will review the company's approach to compensation in the context of those concerns. Shareholders who have voted against the resolution will be encouraged to contact the board to discuss their specific concerns.

The board will disclose to shareholders as soon as is practicable (ideally within 6 months), and no later than in the management proxy circular for its next annual meeting, a summary of the comments received from shareholders in the engagement process and the changes to the compensation plans made or to be made by the board (or why no changes will be made).

Annual Review of this Policy

The board recognizes that shareholder engagement and "Say on Pay" are evolving areas in Canada and globally, and will review this policy annually to ensure that it is effective in achieving its objectives.

Stephen GRIGGS

Executive Director

sgriggs@ccgg.ca

CCGG POLICY

Canadian Coalition for Good Governance Toronto

info@ccgg.ca

FOCUS...



ISS' GOVERNANCE RISK INDICATORS (GRId)

A new measure of Governance-Related Risk

A New tool

ISS Governance Services is pleased to introduce Governance Risk Indicators (GRId), a new tool to help investors better assess the level of governance-related risk at portfolio companies. GRId provides a robust dataset of governance attributes and practices at a broad universe of global companies, together with a new methodology to help measure companies' level of risk in four key areas related to corporate governance: audit, board, compensation/remuneration, and shareholder rights and a color-coded risk assessment (High, Medium or Low Concern) will be applied to each category for each company.

Grid Methodology

At the core of the GRId methodology is a set of between 60 and 80 questions that address a company's practices across the aforementioned four key areas of governance and are further divided into subsections. Each subsection encompasses a number of individual questions looking at, for instance, whether a CEO serves on the board (board composition) whether there are any compensation committee members sitting on each other's boards (composition of the committees), and whether there are related party transactions involving executives or directors (board practices).

Drawing on Best Practices

Individual questions and subsections are weighted by market to reflect local best practices and to account for regulatory and other nuances between markets. For example, GRId will consider a 50 percent board independence level as a neutral score in the Netherlands, France and the U.K., while the figure stands at 33 percent in Sweden and Germany. Employee representation at the board level is common or required by law in the latter two markets, meaning boards are typically less independent, as defined by RMG. In essence, the methodology will produce ratings for each issuer that are keyed to relevant market systems, yet the median level of concern will be comparable across company jurisdictions.

An Absolute Measure

GRId assessments across the four key governance categories reflect an absolute level of concern based on the company's practices, rather than a relative score tied to peer practices.

In combination with the transparent GRId methodology, this absolute measure ensures that GRId assessments are determined entirely on a company's own governance practices, and will not change solely on the basis of what others have done or changes to the coverage universe.

A Policy Based Approach

GRId's methodology for assessing risk is closely aligned with the principles underlying ISS' benchmark proxy voting policy. We believe this approach will prove beneficial on multiple levels.

ISS' voting policies are updated each year to identify emerging issues and account for the latest trends in corporate governance, ensuring that GRId assessments are relevant and reflect evolving best practices. The policies also reflect feedback from a diverse range of market participants through multiple channels, including: an annual policy survey of institutional investors and corporate issuers, roundtables with industry groups, and ongoing feedback during proxy season. In essence, GRId will mirror a composite view of many of its users.

Coverage

GRId currently covers roughly 8,000 global companies, with an expansion to additional markets including Japan and Australia set for the second half of the year.

U.S. corporate issuers constitute the bulk of initial coverage, accounting for 6,400, or 83 percent, of the total. Four hundred and fifty U.K. companies are included in the initial roll-out, while coverage for Canada (225 companies), France (250), Germany (200), the Netherlands (100) and Sweden (100) make up the remainder.

Figure 1. Sample Concern in Board category from ISS proxy research report

Board Structure MEDIUM CONCERN

Factor	Impact
The chairman of the board of directors is a member of the nomination committee	←
The overall attendance rate of the board is 88.7%	←
60% of the board is independent	■
66.67% of the audit committee is independent	■
The roles of chairman and CEO have been separated	■
1 executive(s) has an excessive number of outside positions	→
4 non-executive(s) serve on an excessive number of outside boards	→
The company has disclosed only a general performance evaluation of the board	→
The chairman of the board is an executive director	→
13.13% of the directors attended less than 75% of the board meetings	→

<http://www.riskmetrics.com/grid-info>

Contact RMG France: Mrs Catherine SALMON
32 bd. Haussmann 75009 Paris tel +33 1 73 03 43 51
catherine.salmon@riskmetrics.com

For questions related to GRIDs:

Mary.thorpe@riskmetrics.com or Kristof.hotiu@riskmetrics.com

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 (web master) ; Ali HAMDOUCH, Doctorant (portail et travaux universitaires) ; Patrice LECLERC, (actionnariat salarié) Gilles RENAULT (questions financières) ; Aurélie SCHNEIDER, Avocate (social et responsable de la version anglaise) ; M'Barek DADAS (linguiste).

Conception et documentation : Camille MACHEREY : 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