

# La Lettre

## de l'AFGE

Lettre d'information sur le gouvernement d'entreprise

N° 28

4<sup>ème</sup> Trimestre 2011

### EDITORIAL

### NOUVELLE GOUVERNANCE EUROPENNE, MUTATION DE LA BANQUE ASSURANCE POUR AFFRONTER LA CRISE

#### Sommaire

Après la tragédie Grecque, la comédie italienne...à qui le tour ?.....2
Etats de la crise et crise des États.....6
Latest corporate governance developments in the EU.....7
European sub-prime states.....10
DG Marché intérieur :feuille de route..10
L'Europe a besoin d'imagination institutionnelle.....11
Recent developments in France.....12
L'éthique des affaires, des valeurs guider émetteurs et investisseurs.....15
Affaire Zacharias : Dérapage judiciaire.16
Investisseurs institutionnels euro.visions divergentes mais attention croissante aux risques ESG.....19
Un nouveau pacte social fondé sur la confiance et la performance.....20
2011 Valeurs moyennes: critères ESG..21
Trading à haute fréquence.....22
Focus : Institut Louis Bachelier ILB....24

#### Qui fait quoi ?

Publication du 3<sup>ème</sup> rapport annuel sur le code AFEP-MEDEF : Application du code consolidé de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées par les sociétés de l'indice SBF 120. Novembre 2011.

Pour plus de détail, veuillez consulter le site de l'AFEP : [www.afep.fr](http://www.afep.fr)

#### La crise actuelle est le résultat de crises successives

La crise actuelle est le résultat de l'agrégation des conséquences de crises qui se sont succédé: crise de l'immobilier, crise bancaire, credit crunch, arrêt des investissements des entreprises et fort ralentissement de la consommation des ménages. La crise financière s'est transformée rapidement en crise économique et sociale; l'embauche a été stoppée et les destructions d'emplois se sont multipliées sans pour cela résoudre les difficultés financières des entreprises et des collectivités locales.

Pendant que la crise sociale s'aggravait, masquée par des indicateurs mensongers, présentant un taux de chômage tolérable et une prévision de croissance du PIB rassurante, la crise financière s'accélérait par le transfert des dettes privées des banques et assurances vers la dette publique, sans que les politiques ne mesurent le risque entraîné par l'accroissement brutal des déficits publics. La progression rapide dans la zone Euro des dettes souveraines, la défiance à l'égard des obligations d'Etat, la dépréciation des CDS, ont généré une nouvelle crise systémique, dont sont responsables à la fois les Gouvernements ayant trop longtemps masqué la vérité, l'Union Européenne souffrant d'un déficit de gouvernance, mais aussi les banques de la zone € spéculant sur ces nouveaux véhicules échangés sur le marché non régulé des OTC.

Les citoyens indignés, les chômeurs découragés, les jeunes révoltés, les retraités et les épargnants effrayés ont tous perdu confiance dans leurs gouvernants. Ils vont nourrir une crise institutionnelle sans précédent.

En Europe, les régimes présidentiels avec un exécutif fort pourraient être balayés lors des prochaines consultations électorales ; ainsi en France, ce pourrait être la fin de la Vème République et probablement le retour au régime d'assemblée, de la IVème République. En effet, dans la plupart des pays européens, on assiste à un transfert progressif de souveraineté vers les institutions européennes, qui d'une part affaiblirait le pouvoir exécutif national (Président, Chancelier ou 1<sup>er</sup> Ministre), et d'autre part renforcerait les prérogatives des Parlements nationaux, 1<sup>er</sup> niveau de contre-pouvoir à l'Exécutif européen. Parallèlement, un transfert des pouvoirs de l'Exécutif national s'effectuerait au profit des Régions, nécessaire 2<sup>ème</sup> niveau de contre-pouvoir à l'Exécutif et au Législatif européens. Le processus serait engagé, les prochaines élections présidentielles françaises seront révélatrices de cette évolution.

#### Quelles solutions proposer pour surmonter la crise actuelle et affronter les crises à venir?

Les résultats du sommet européen de Bruxelles les 25 et 26 octobre 2011 sont encourageants, même si certains jugent les mesures insuffisantes. En arrière plan le processus du renforcement des institutions européennes est engagé, quels que soient les résultats du dernier G20 à Cannes les 3 et 4 novembre 2011.

**La 1<sup>ère</sup> solution** est l'instauration progressive d'une Europe Fédérale avec les prérogatives en découlant : un Gouvernement européen exerçant l'Exécutif et un Parlement apte à légiférer en coordination avec les Parlements nationaux, afin de consolider la construction européenne et de préserver la pérennité de la monnaie unique, l'euro ; ce Parlement aura les moyens de contrôler le Gouvernement européen. Quelque

soit le titre du chef de Gouvernement, il sera le responsable et le représentant de l'Etat Fédéral, comme aux Etats Unis et au Canada ; il devra rendre compte devant le Parlement avec ses ministres de la politique retenue et des missions effectuées. Les leçons de la crise financière en cours ont montré les limites de l'autorité et de l'efficacité des réunions de crise des chefs d'Etats européens, la faiblesse des prérogatives du Président permanent du Conseil Européen (et de la Zone €) et de ses adjoints. La marche vers le fédéralisme européen nous paraît nécessaire et inéluctable.

Le rôle exemplaire de la BCE est essentiel dans cette construction.

Le Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF), adossé à la Banque Centrale, sera plus qu'un fonds de secours européen. Pour se financer, il devra émettre des obligations européennes, notées AAA sans ambiguïté, qui seront recherchées naturellement par les BRICS, pays faiblement endettés et soucieux de préserver leurs débouchés commerciaux, principalement ce vaste espace économique (UE à 27) de 502 millions d'européens, avec un PIB par habitant de 24 500€ (Eurostat PPA 2010). L'émission d'eurobonds permettra à ce fonds de stabilité de racheter les dettes des Etats membres en difficulté, d'effectuer des prêts à ces Etats, de financer aussi une politique industrielle, l'innovation et des partenariats avec des pays périphériques proches, afin de contribuer concrètement au retour de la croissance du PIB dans l'Union Européenne (UE).

**La 2<sup>ème</sup> solution**, complémentaire de la 1<sup>ère</sup>, est la transformation radicale du secteur de la banque assurance en Europe. Indépendamment du modèle futur de banque de détail, inspiré du modèle coopératif prôné par des experts respectés, comme le professeur Michel Roux. La mesure prioritaire à prendre est de séparer les 2 activités: la banque de financement&d'investissement (BFI), la banque de détail ou de dépôt. Le commissaire européen au Marché intérieur Michel Barnier étudie en ce moment les avantages et les inconvénients de prendre une telle mesure.

Les banques de détail, souvent centenaires, sont essentielles pour l'économie réelle et contribuent à alimenter la croissance du PIB. Il faut les préserver de la défiance généralisée qui sévit à l'encontre des BFI, qui ont spéculé sur les CDO ou subprimes, puis sur les CDS et les dettes souveraines avec l'argent des épargnants, des retraités, la trésorerie des entreprises et les aides de l'Etat. L'activité BFI doit impérativement être séparée de l'activité banque de détail, isolée sans tarder ; mais auparavant un audit indépendant devrait évaluer les hors bilans et les pertes réelles, accrues de la dépréciation des dettes souveraines ou plus exactement consécutives à l'annulation de 50% de la dette grecque par exemple. Leurs actifs dépréciés devront être logés, comme pour DEXIA récemment, dans une structure de défaillance publique ; ensuite il conviendrait de fermer les BFI

les plus exposées et discréditées, et de regrouper celles qui sont en mesure de fonctionner sur des bases régulées et strictement encadrées. Nous recommanderions que l'activité de BFI assainie soit rattachée en France à une ou 2 compagnies d'assurance qui ont fait la preuve de leur capacité à anticiper et maîtriser les risques, et qui sont en conformité avec les exigences de Solvabilité 2.

Cette solution est préférable à un programme de nationalisation de ce secteur financier en cours de consolidation dans l'UE. Cette consolidation signifie que le nombre des banques et des compagnies d'assurance va être fortement réduit durant les 2 ou 3 années à venir. Par contre, on pourrait douter que des Etats très endettés puissent encore mobiliser des ressources financières pour nationaliser des banques.

**En conclusion**, nous sommes convaincus que l'UE et sa monnaie unique sortiront les deux renforcées de cette crise aux multiples facettes, qui s'est aggravée par la faute des gouvernements nationaux, des mensonges des prétendus experts. Une des conséquences logiques de cette crise sera l'accroissement des pouvoirs, de l'autorité et de l'influence au plan international des Institutions Européennes, une évolution à marche forcée vers le Fédéralisme, et la mutation radicale du secteur banque assurance. La crise devrait en Europe précipiter le déclin des Etats Nations et accélérer en même temps la constitution d'un Etat Fédéral Européen supranational, le renforcement des prérogatives des Régions, la constitution d'espaces économiques de libre échange à la périphérie, comme l'EuroMed, pour constituer un havre de paix et de prospérité pour les générations futures.

Jean-Aymon MASSIE

### AVIS D'EXPERT

## APRES LA TRAGEDIE GRECQUE, LA COMEDIE ITALIENNE, A QUI LE TOUR ? A LA FRANCE, L'ALLEMANGNE, L'EURO...AUX ETATS-UNIS ?

« *L'imprévu est la seule certitude que nous avons* » Proverbe chinois

### *La crise relève du domaine de la relativité*

Les crises financière, économique et sociale, que nous connaissons, questionnent non seulement l'efficacité des pratiques de gestion des organisations mais, aussi, leur légitimité. Au cours de ces cinquante dernières années, avec l'accélération des innovations de toutes natures, nous sommes passés d'une logique industrielle à une logique marketing puis financière. A l'image d'Adam Smith, nous sommes devenus « *tous des marchands* » où l'égoïsme a renversé la prévalence à l'altruisme. Tout le monde perd, progressivement, confiance: les marchés financiers doutent dans la capacité des politiques à faire face à la mondialisation autrement que par la dette; les européens doutent sur la nécessaire solidarité à s'organiser entre eux.

Il y a près de 4 ans personne n'envisageait qu'un établissement bancaire puisse faire faillite ; aujourd'hui, les investisseurs s'inquiètent pour les Etats et les collectivités territoriales. Pire, les économies occidentales et émergentes sont confrontées à une crise du soupçon. En grec « *Krisis* » (crise) signifie crible, tamis. Alors, une crise peut-elle être salutaire? Faut-il pour autant se satisfaire d'un fatalisme qui se limiterait à attendre que cela passe sans autre recherche de solution. Les crises doivent être identifiées et anticipées afin d'en limiter les effets négatifs, sachant que certains remèdes sont, parfois pires que les maux!

Les causes possibles sont multiples et parfois anciennes. Elles ne font pas toujours consensus chez les théoriciens de l'économie (déséquilibres mondiaux, titrisation, mathématisation de la finance, rôle des agences de notation... bulles spéculatives où les analyses rationnelles font place à « *exubérance irrationnelle* », selon l'expression de M. Alan Greenspan, ancien Président de la Réserve Fédérale). « *Lorsque le passé n'éclaire plus l'avenir, l'esprit avance dans les ténèbres* », ce constat d'Alexis de Tocqueville illustre parfaitement les défis de notre économie en quête de repères, de sens et d'anticipations. Sur le plan méthodologique, cette contribution poursuit les travaux amorcés dans nos récents ouvrages et communications consacrés à la gouvernance de la sphère financière et au « *Gérer autrement!* ». En raison de la complexité de la recherche, qui affecte des champs aussi

divers que la finance, l'économie, la responsabilité sociale, l'étude des comportements individuels et collectifs, les sensibilités, pour ne pas dire les excès de dramatisation de l'actualité par les médias, le choix d'une approche qualitative du terrain a été privilégié. La méthodologie est essentiellement fondée sur la base d'entretiens non directifs conduits auprès d'experts et de professionnels du monde économique. Deux parties structureront cette présentation:

1°- quelques constats sur le contexte,

2°- quelques perspectives pour nos économies ;

dans cette seconde partie, une démarche prospective (ni prophétie, ni prévision, mais, une anticipation de l'action) s'efforcera de dégager quelques préconisations.

### *Du contexte*

Les entreprises, qui vivaient du cycle de renouvellement naturel de leurs produits, sont désormais conduites à provoquer le choc de l'offre et à confronter à multiplier leurs investissements dans l'immatériel (études, publicité, brevets...). La France a choisi les services et la finance au détriment de son industrie chère à l'Europe continentale du Nord. « *Elle a préféré la consommation à la production sans en avoir les ressources* »<sup>1</sup>. Notre époque semble caractérisée par l'incertitude et la défiance. Incertitude sur l'avenir, défiance envers les institutions, la politique, les experts qui ont perdu le sens de l'anticipation. Trop de décisions politiques annoncées apparaissent déjà comme dépassées ou pour le moins insuffisantes, y compris les normes prudentielles, tant nos pays sont confrontés soit à des déficits exorbitants soit à de nouveaux risques, sociaux en particulier.

En 2008, on a empêché la mutation d'un krach financier en récession grâce à la substitution partielle de la dette privée trop risquée par de la dette publique. Trois ans plus tard, c'est l'origine de la nouvelle crise et l'Etat est devenu le problème! Des Etats déstabilisés ont perdu leur crédibilité et sont toujours contestés par les marchés. Un nouveau séisme est passé par là, il remet en cause nos repères et nos paradigmes tant sur le plan macroéconomique que

<sup>1</sup> Phrase extraite du dernier ouvrage de Messieurs Jean Peyrelevade et Pierre Antoine Delhommais : « *France état critique* », chez Plon, 2011.

microéconomique. Sur le plan macroéconomique, le point d'équilibre de l'épargne mondiale s'est déplacé au bénéfice des pays émergents, qui font valoir leurs exigences en termes de représentativité dans les instances internationales et leurs capacités à investir. Sur le plan microéconomique, les business models des firmes sont remis en cause.

Après le jeu de la hiérarchisation des priorités médiatiques imposées (effacement de la dette grecque, recapitalisation des banques, perte du triple « A », rôle du Fonds de stabilisation et de la Banque Centrale Européenne..., réindustrialisation, protectionnisme), il convient de retrouver des principes de réalité. Il est urgent: de juguler la crise et de refonder les normes de la finance. Il faut changer la réflexion et ne pas demeurer camp contre camp comme s'apprentent encore à le faire les français, à la veille d'échéances électorales. Il faut rompre l'ordre existant, oui, mais, comment? A notre avis, ce ne sont pas le micro crédit, la micro finance, la banque coopérative qui restaureront seuls la confiance et le lien social. L'intensité et la nature du risque a change: en 2008 nous étions face aux « subprimes » liés à l'immobilier, aujourd'hui, ce sont « les subprimes des États ». L'année 2008 avait débouché sur d'intenses débats politiques et économiques, censés éviter la reproduction des défaillances observées. Au-delà de quelques effets d'annonce, rien n'a fondamentalement changé!

En novembre 2011, l'arrivée d'austères techniciens chargés de sauver la Grèce et l'Italie n'est pas de nature à rassurer. M. Lucas Papadémos, nouveau Premier ministre grec, est professeur, ancien vice-président de la Banque Centrale Européenne et gouverneur de la Banque centrale grecque. Il a largement contribué à l'entrée de son pays dans la zone euro. Du côté italien, le nouveau Premier ministre, M. Mario Monti est, aussi, professeur d'économie, ancien commissaire à la concurrence de l'Europe et conseiller de la banque Goldman Sachs, qui a joué un rôle prépondérant dans le dossier grec.

La recherche académique en Finance s'interroge et hésite entre l'approche mathématique de l'analyse des dysfonctionnements des marchés et la nécessité de se rapprocher de l'ensemble des recherches en sciences sociales pour promouvoir une finance plus responsable, plus proche de l'économie réelle et des entreprises dont elle n'aurait jamais dû s'éloigner. Un peu d'histoire pour comprendre pourquoi de jeunes brillants mathématiciens, à peine sortis de leur acné, ont chassé, sans ménagement, de la sphère financière des gestionnaires un peu bedonnants pour qui les déjeuners d'affaires primaient, en terme stratégique, sur les tuyaux boursiers des précédents! Avec le flottement des monnaies de la décennie 70 tout a changé (création à Chicago des contrats à terme sur les devises afin de se protéger de leur variation, comme un siècle plus tôt pour protéger des variations du prix du blé les agriculteurs américains). On redécouvre les travaux de Louis Bachelier, le père des mathématiques financières, qui au début du 20<sup>ème</sup> siècle avait essayé de modéliser les cours de la Bourse à partir de raisonnements probabilistes issus de la théorie des jeux de hasard. En 1973, Fisher Black et Myron Scholes établissent la formule sur le prix des options et déclenchent l'euphorie créatrice de la finance moderne. Que peut-on reprocher aux traders, aux modalisateurs de la finance? De ne pas s'être souciés du réel et de s'être laissés bercer par leurs bonus; de

ne pas s'être assez interrogés sur la finalité morale de leurs activités à l'image des physiciens des années 40! Les mathématiques aident à une meilleure compréhension des faits; mais la crise des subprimes relève plutôt d'un manque que d'un excès. La crise a plus à voir avec l'irrationalité des hommes, ce qu'avait déjà bien compris Isaac Newton après avoir perdu beaucoup d'argent en 1720 lors du krach de la South Sea Company: « *Je sais calculer les mouvements des corps pesants mais, pas la folie des foules* ». L'histoire se répète et il y a bien nécessité de relativiser.

Que dire des agences de notation et de l'incroyable erreur de Standard & Poor's<sup>2</sup>, toujours en ce mois de novembre 2011, à propos du triple A de la France? En permanence accusé d'abus de pouvoir, de partialité, de conflits d'intérêts, d'autisme, l'oligopole des « Big Three »<sup>3</sup> pourra se voir attribuer le qualificatif de manque de rigueur dans l'évaluation de la solidité financière d'un emprunteur, que ce soit une entreprise ou un pays. Que représente, désormais, ce sésame du triple A, d'autant plus que dans la réalité, il n'y a pas une note AAA, mais, plusieurs? Pour s'en convaincre, observons « le spread de taux » ou l'écart de taux obtenu en matière de refinancement sur les marchés financiers, qui s'est considérablement accru pour des pays disposant de la même notation. Par ailleurs, l'égalité de traitement n'est pas toujours de mise. En ce mois de novembre 2011, la « super commission » du Congrès américain échoue dans la réduction de la dette, mais paradoxalement aucune nouvelle dégradation de la note n'est envisagée! Faut-il pour autant casser le « thermomètre » pour cacher la maladie?.....

### De quelques perspectives

Dans ce contexte, quelles solutions envisager? Le capitalisme est-il pour autant condamné? Les jours noirs des marchés financiers d'août 2011 (plus de 5 000 milliards de \$ de capitalisation boursière volatilisée en un mois!) ont ébranlé nos certitudes et nos repères. Au cours de ces trente dernières années, la domination du dogme de la création de valeur pour l'actionnaire ne serait-elle pas en train de vaciller au profit d'une valeur partenariale plus respectueuse des salariés et de l'environnement? Crises énergétiques, dégradations environnementales se sont ajoutées à l'évolution démographique et aux deux milliards d'urbains supplémentaires. Plus qu'une crise, c'est une mutation de société que nous vivons; il devient nécessaire de changer nos regards et nos comportements. Comme il y a trente ans, nous sommes sortis de la culture de l'inflation, désormais il nous faut sortir de celle de l'endettement. La responsabilité sociale, le développement durable obéissent à une logique de coopération sur du long terme. Une rupture économique, une rupture dans la gouvernance ne sont-elles pas de mise pour préconiser une rentabilité sur les usages plus que sur la possession?

Les turbulences ne sont pas terminées entre les banques: d'une part celles qui ont facilité les contorsions de certains États pour dissimuler la réalité de leurs finances publiques, et qui ont ensuite, organisé la spéculation sur les obligations

<sup>2</sup> Le jeudi 10 novembre, l'agence Standard & Poor's a envoyé, par erreur, un courrier électronique, à certains de ses clients, pouvant laisser croire la perte par la France de sa note AAA et ce à cinq jours de l'offensive de Bruxelles contre les agences de notation. Le 15 novembre, la Commission européenne annonçait, un certain nombre de mesures législatives afin de mieux réguler les dites agences de notation (favoriser la concurrence entre agence, engagement de la responsabilité civile des agences, évaluation de tout changement de méthodologie...)

<sup>3</sup> Dénomination utilisée pour qualifier les trois grandes agences internationales de notation que sont Standard & Poor's, Fitch et Moody's.

publiques de ces mêmes États, celles qui tentent d'expliquer que les aides gouvernementales au secteur bancaire ne doivent pas être retirées trop prématurément au risque de fragiliser un semblant de reprise économique et d'autre part celles qui ont à justifier publiquement leurs rôles pendant la crise financière ; on retrouve parfois les mêmes banques. Il y a lieu de rester vigilant dans la surveillance et la régulation des systèmes bancaires nationaux et internationaux. Comment réguler pour mieux anticiper sans toutefois succomber à la mode, à la tendance? Le coût des nouvelles dispositions qu'impose la leçon tirée par les régulateurs, tant en Amérique du Nord, qu'en Asie et qu'en Europe, peut être conséquent pour les intermédiaires bancaires et leurs clients; mais, il faut s'interroger sur sa capacité à prévenir les crises de demain ! Éviter les crises n'est pas chose facile, pour s'en convaincre, il suffit de voir les récents désaccords des ministres des finances du G20 sur le choix des meilleurs moyens d'imposer au secteur bancaire des contributions à la stabilité financière mondiale et les difficultés du Président Obama dans l'application de ses réformes du système financier américain. Tous les établissements bancaires ont-ils su tirer les enseignements de la crise ? Des statistiques tenteraient d'apporter une réponse affirmative, le montant des émissions mondiales d'obligations adossées à des crédits (ce que l'on appelle communément la titrisation) serait passé de 480 milliards de dollars en 2007 à 4,2 milliards en 2009 ! Est-ce convaincant? D'autres innovations financières arrivent, par exemple : « *le dark pool* » newyorkais ou marché des liquidités opaques ; les ordres cachés du London Stock Exchange ; le rôle croissant des fonds souverains des pays d'Asie et du Moyen-Orient ayant acquis des participations de choix à des cours exceptionnellement bas, qui gèrent près de 3 000 milliards d'euros en 2010.

En quoi l'alourdissement de la contrainte prudentielle sur les opérations de banques d'affaires (Bâle III censé s'appliquer en 2013) incitera à accroître les financements intermédiés aux entreprises ?

L'entreprise financière, pour être pérenne, doit se doter d'un véritable « capital » confiance. L'entreprise de demain, toujours soumise à des impératifs d'efficacité, pour être « durable », doit également répondre en matière de contribution au mieux vivre, aux attentes de ses salariés, de ses partenaires et de l'opinion publique. Ces nouvelles priorités définissent la nouvelle croissance. Elles consistent à aller "vers une économie de la connaissance et/ou du green business", à "préférer l'emploi à l'assistance et à sensibiliser l'Etat à la maîtrise de la dépense publique. Son nouveau pilotage repose davantage sur un projet ou une vision partagée par tous! D'autres sont allés plus loin et n'hésitent pas à privilégier le temps plutôt que l'argent, en apprivoisant « *une indépendance et une pauvreté individuelle* » fondées sur moins de consommation et plus d'éthique. Entre utopie et vie précaire, voici les ardents défenseurs de « *la décroissance* » ! Certains qualifiés de « *khmers verts* » parlent « *d'accroissance* » pour rompre avec le totalitarisme de la croissance. Après les « *néo-ruraux* » de 1968, ils mêlent les idées de réductions de la consommation avec des préoccupations écologiques et un choix de vie plus conforme à des convictions visant à rejeter tous systèmes (éducatif, travail). Mais, décroître jusqu'où? Quel universalisme pour cette approche de l'économie et comment la partager avec

les pays pauvres? Alors, croissance ou décroissance pour les années à venir? Quelles conséquences pour la croissance globale qui génère des différences de potentiel de richesse entre pays riches marqués par des rigidités réglementaires et la frénésie de création des pays émergents encore peu soucieux d'environnement et de dimensions sociales? D'autres défenseurs, une quarantaine d'organisations européennes représentant plus de 300 ONG, syndicats et organisations de consommateurs ou d'épargnants tentent, dans le débat public, de répondre aux arguments des professionnels de la banque. Finance Watch, « le Greenpeace » de la finance, a vu le jour fin juin 2011 avec une triple mission : apporter une contre-expertise indépendante aux propositions de l'industrie financière; alimenter le débat public; assurer un lobbying permanent auprès des instances de Bruxelles. Le principal objectif de cette nouvelle ONG réside dans le renforcement des règles prudentielles pour les banques et les agences de notation, le renforcement de l'encadrement de la distribution des prêts immobiliers et des produits dérivés avec, en prime, l'instauration d'une taxe européenne sur les transactions financières....

Le sens de l'anticipation doit s'imposer entre le carcan contre-productif du tout réglementé et du tout libéral. La distinction entre entités cotées et fonds « privés » n'a plus la pertinence qu'elle pensait avoir eu. L'ensemble des acteurs du marché, quel que soit leur statut, doit être soumis à plus de transparence et à une limitation des risques. Mais, il n'y a pas que le modèle économique dit « structurant » du capitalisme, il convient de composer avec le modèle social et ses principes de solidarité, s'il répond à une efficacité d'ensemble. « *La dépendance de l'économie postindustrielle vis-à-vis de l'éducation et des talents garantit le besoin de jugement de l'homme et de la créativité dans le travail....* »<sup>4</sup>. Qu'ont en commun le rachat de ses propres actions par une entreprise, le rôle croissant des fonds de pension et le développement de la micro finance? Tous ces thèmes, a priori sans lien évident, posent la question centrale de l'accès des entreprises au capital et de la séparation entre financeurs et décideurs. Dans ces conditions le modèle mutualiste conserve toutes ses chances, car il est susceptible de faire de l'économie autrement ! Apportera-t-il des réponses à la finance autrement? Au moment où l'on prend conscience de la nécessité impérieuse pour l'économie d'être au service de l'homme, la finance virtuelle n'a jamais été aussi puissante ! Les idées peuvent être à la mode sans se traduire forcément dans les faits Le développement durable dans sa trilogie économique, sociale et environnementale en est une illustration semble-t-il ! Mythe ou réalité? Un courant de pensée se développe actuellement dans l'affirmation que l'entreprise devrait être plus sociale et plus humaine (l'homme avant le profit), un ensemble hétéroclite où le respect de l'idéal se heurte souvent à la réalité. A l'autre extrémité du débat, en 1970, Milton Friedman rappelait que la seule responsabilité de l'entreprise, c'est de faire du profit. Il insistait, en particulier sur le fait que la firme n'est pas responsable car ce sont les hommes et non les structures qui sont responsables. Peut être par ce qu'elle a la brutalité d'une

<sup>4</sup> Propos tenus par Francis Fukuyama, dans le cadre des rencontres économiques d'Aix en Provence qu'organisent, chaque été, le Cercle des économistes. Le thème de ces rencontres des 6, 7, 8 juillet 2007 était : « *Fin de l'histoire économique ? Triomphe final du capitalisme anglo-saxon ?* »

forme d'évidence, cette déclaration interpelle et soulève l'indignation. Comment passer, alors, de la valeur ajoutée à la valeur mieux partagée. Il convient de ne pas se tromper ni de tromper les gens sur le rôle de l'entreprise: c'est le lieu privilégié d'expression du travail et de la création de richesse. L'impact de son activité sur son environnement, la responsabilité sociétale ne rentrent-elles pas dans le champ des externalités et des choix politiques relevant des seules prérogatives de l'Etat ? Jean-Marc Daniel, Professeur d'Economie à l'ESCP-EAP rappelait (page 40 dans Enjeux les Echos, septembre 2011) que pour Schumpeter, l'entrepreneur et l'entreprise sont inexorablement voués à l'envie. « *Dès lors, la mission des entreprises n'est pas de courir après une illusoire popularité mais d'assumer leur fonction de création de richesse* ». Dans le contexte actuel est-ce vrai pour les banques ? L'image positive de la firme n'est pas dénigrée par les Directions des Ressources Humaines dans la perspective d'attirer de jeunes talents ! Probablement, plus que cette éternelle question du nécessaire profit, c'est sa répartition qui est cause de divergence.

Quelles évolutions, quels scénarios envisager ? La réforme des agences de notation, en situation actuelle d'oligopole, semble constituer une priorité. L'exclusivité et la brutalité injustifiés des abaissements de notes, tant pour les firmes que pour les Etats, entraînent paniques et soupçons de collusion avec les spéculateurs. Porteuses de conflits d'intérêts, il y a, néanmoins lieu, de se poser la question si « le thermomètre dissipe la fièvre » ? L'obsession de la note (Shanghai pour les universités, les agences de notation pour les firmes...) est, aussi, de la responsabilité des Etats qui ont trop facilement accepté et encouragé le système. Faut-il, pour autant créer une nouvelle agence adossée au FMI ou à la BCE ? Comme le présentaient, O. Pastré et M. Castel, d'abord dans un n° 96 de janvier 2010 de la REF, puis dans un article, pp.29-30 de la Revue Banque n° 730/731 de décembre 2010, puis à nouveau, seul, O. Pastré dans l'ouvrage « La Banque de détail », Ed. ESKA : « 2020 : quel paysage bancaire en Europe » ; « *BNP Paribas sous contrôle indiens, des banques allemandes qui font faillite...les établissements européens pourraient connaître le pire dans les années qui viennent. Mais, le meilleur n'est pas exclu, à certaines conditions: une esquisse de gouvernance économique pour l'Europe; la création d'un superviseur européens pour les 20 plus grands groupes...Du rêve à la réalité économique, il ne manque, généralement, que la volonté politique.....* ». Tôt ou tard, le paysage financier va se recomposer. Quand un groupe comme APPLE détient 75 milliards de \$ de liquidité et que la capitalisation boursière de banque comme la Société générale est tombée à 25 milliard de \$, les industriels, les services pourraient fort bien s'intéresser à la banque dans le cadre d'une stratégie de diversification !

Autre occasion de relativiser : « *Et si l'Allemagne n'était pas si exemplaire.... Alors que les marchés réservent à Berlin un traitement de faveur, les économistes émettent des doutes* », tel était le titre de l'article de Claire Gatinois et Frédéric Lemaître<sup>5</sup>. Avec une balance des paiements courants excédentaire, un chômage contenu à 6% de la population active, un montant du déficit public à 2,14% du PIB, des

paramètres de rêve pour un Chef d'Etat et malgré ces données, si le mode de comptabilisation légal utilisé était trompeur ? Des milliards d'euros déboursés pour sauver le secteur financier allemand seraient comptabiliser dans un fonds spécial « *Sondervermögen* » non pris en compte dans la dette publique. Avec ce mode de comptabilisation, la dette publique allemande devrait croître en valeur absolue de plus de 25 milliards d'euros. Si les allemands ont du mal à se départir d'une approche moraliste de la rigueur budgétaire, cette rigueur ne serait qu'une face cachée de l'endettement de leurs voisins. Ce constat relevé par des économistes allemands et le président luxembourgeois de l'Eurogroupe, Monsieur Jean-Claude Juncker, pourrait, à terme rapproché, infléchir la position allemande, tant sur le rôle possible des « *Euro Bonds* » que sur celui d'un élargissement des activités de la Banque Centrale Européenne.

La culture sécuritaire doit s'élaborer dans les temps de croissance. Il faut arrêter les comparaisons avec les réussites vertueuses obtenues en matière de discipline budgétaire et de réduction de la dette par le Canada et la Suède, elles ont été possibles en période de croissance ! Dans le cas France, il y a, peut être, aussi, à réconcilier, prioritairement, les français et l'argent, les français et le goût d'entreprendre (les 500.000 auto-entrepreneurs apparus depuis janvier 2009 ne traduisent qu'une vue partielle et partielle d'une nécessaire dynamique pour l'investissement et la croissance!), les français et l'économie (avec la crise, la Bourse a perdu 2 millions de petits porteurs particuliers en trois ans) ! Après le fédéralisme monétaire partiel de la mise en place de l'Euro, l'Europe doit réussir le fédéralisme économique, fiscal et social. Sans paraphraser, André Malraux, la fin du 20<sup>ème</sup> siècle a vu le triomphe des marchés, le 21<sup>ème</sup> siècle devra être celui du politique ! Mais, là encore, « *du rêve à la réalité économique, il ne manque, généralement, que la volonté politique.....* ».

### Conclusion

Chaque crise apporte son lot de ruptures. Mais, chaque crise stimule l'innovation. A rebours de la sinistreuse ambiante, ces quelques propos se sont efforcés d'en explorer quelques modestes aspects. Il convient de rester lucide et vigilant. De nombreuses interrogations subsistent, mais, il y a nécessité de s'attaquer aux maux qui ruinent le modèle financier occidental : le toujours plus associé au toujours plus vite ; l'utopie d'une maîtrise absolue des risques. Si la crise peut se montrer révélatrice, elle ne change pas instantanément la nature humaine et ses comportements. Courage politique et solidarité dans les efforts à accomplir sont de mise dans un contexte d'incertitudes. La sphère financière n'échappe pas à ces défis. Un modèle de banque de gestion privée, mais, de mission collective et/ou publique pourrait être s'avérer pertinent, à mi-chemin du système libéral anglo-saxon et du système plus étatique français doté d'un interventionnisme éclairé. Même le pire n'est jamais sûr !

**Michel ROUX**

**Ancien Doyen de la Faculté de Sciences économiques et de Gestion de l'Université Paris 13 et Directeur du Service des Activités Industrielles et Commerciales (SAIC). Co fondateur et co directeur du Groupe International de Recherche en Éthique Financière et Fiduciaire ([www.giref.uqam.ca](http://www.giref.uqam.ca)).**

**Auteur de nombreux ouvrages nominés au Prix Turgot (« Finance éthique » ; « La Banque de détail »....) sur les thèmes « du gérer autrement ! ». [michel.roux@univ-paris13.fr](mailto:michel.roux@univ-paris13.fr)**

<sup>5</sup> Journal Le Monde daté de dimanche 20 et lundi 21 novembre 2011, page 12 du supplément Economie.

ETATS DE LA CRISE ET CRISE DES ETATS

« Une solution politique ne donnera pas automatiquement une solution à la crise financière. Pour cette raison, il faut construire un droit financier enfin solide », estime Hervé CAUSSE.

Le 10 novembre, Lyon a été le théâtre des XV<sup>e</sup> Rencontres juridiques internationales. Au programme : « Le risque, 10 ans après l'affaire Enron. Regards croisés Canada-France-États-Unis ». Professeur de droit commercial, économique et financier, Hervé Causse y est intervenu sur la régulation des excès de la finance.

Dans cet entretien - par lequel nous tentons d'éclairer une problématique, tant politique que juridique, qui échappe, apparemment, au sens commun -, il analyse « la crise », tout particulièrement dans les aspects juridiques qu'elle soulève, sans oublier les réformes financières si souvent promises, mais pas ou peu advenues.

▫ *De la panique financière, on bascule à la panique politique avec notamment les démissions de MM. Papandréou et Berlusconi. Il faut sauver l'euro et l'Europe, si ce n'est le monde... Les Etats semblent subordonnés à ces entités extra-territoriales que sont les « marchés » et les institutions internationales semblent dépassées. Devrait-on s'attendre au pire?*

« Malheureusement oui, et contrairement à ce qui nous est dit, mais le pire n'est jamais certain. DSK disait que le problème de la Grèce était réglé, c'était faux ; le président Sarkozy disait que le plan de juillet réglait le problème de la dette grecque, c'était faux. On nous dit aujourd'hui que le problème est réglé... mais les marchés ont du mal à le croire. Les autorités monétaires ne cessent de mentir. Le gouverneur de la Banque de France disait qu'il n'y avait pas besoin de recapitaliser les banques, tout comme l'ancien ministre de l'Economie quelques mois auparavant... Et puis en moins d'une semaine, le FMI impose une autre version ! Ces erreurs ou mensonges permanents sont en soi un ferment de crise. »

▫ *Les pays du Sud sont-ils mal gérés ? Pourquoi les fameux marchés réagissent aussi durement ?*

« Parce que les marchés sont moins irrationnels que les dirigeants et élus politiques, habitués à charmer l'électeur avec de vains discours. La classe politique européenne et mondiale est face à des traders qui ont en charge les actifs de leurs clients (ndlr : vous et moi avec nos quelques économies, ceux des entreprises, des collectivités...). Cette vaste assemblée de traders, quel que soit le compartiment financier (marché d'actions, marché obligataire, marché monétaire...), ne réagit pas en corps électoral. Un texte de loi sans portée réelle peut satisfaire des électeurs, lesquels ne réaliseront que des années plus tard qu'on les a menés en bateau ; il ne sera plus temps de sanctionner les élus... En revanche, des déclarations lors des sommets internationaux (zone euro ou G-20) qui ne sont pas suivies d'effet alimentent la crise. Les quelques centaines de milliers de gestionnaires d'actifs jugent instantanément de la crédibilité de ce qui est annoncé ou invoqué et votent incontinent par ordinateur en faisant leur choix d'investissements. La classe politique, elle, en est restée au XIX<sup>e</sup> siècle... »

▫ *Une crise politique mondiale est-elle donc à craindre du fait de ce décalage entre Etats et marchés ?*

« Oui, sans nul doute. Encore que changer les gouvernements ou chefs de gouvernement n'apporte pas de solution technique. Régler la crise financière peut passer par une crise politique qui produirait des responsables capables

de prendre les bonnes décisions, mais rien ne l'assure. Une solution politique ne donnera pas automatiquement une solution à la crise financière. Pour cette raison, il faut construire un droit financier enfin solide. »

▫ *Tous les feux sont au rouge. Depuis les années 70, on passe de crise en crise... Sommes-nous dans l'extraordinaire ou dans un fonctionnement « normal » ?*

« Sous réserve que le mot crise veuille encore dire quelque chose... il semble que tous les feux sont au rouge. Les dettes dominent les Etats et les collectivités publiques, les marchés obligataires ne les financeront parfois plus. Les marchés d'actions sont bas et les grandes entreprises auront du mal à se financer. Les taux d'emprunt risquent de monter alors même que la BCE baisse son taux directeur.

Les banquiers disent qu'ils ne vont pas avoir d'argent à prêter. Oui, la crise est là. Tous les compartiments du marché des capitaux semblent atteints. »

▫ *Les réformes financières invoquées par les dirigeants sont-elles donc à ce point insuffisantes et inopérantes ?*

« L'organisation financière d'hier demeure et peut déraiper à nouveau, mais le problème ne réside pas aujourd'hui dans une quelconque « bulle » (excès d'activités sur un secteur). On enregistre toutefois de nets progrès, mais peu visibles. Pour deux articles publiés qui portent, trente sont noyés au milieu d'institutions complexes... C'est vrai pour la directive européenne sur les « hedgefonds », pour les règlements de l'UE sur le système européen de surveillance financière ou pour les dispositions sur les agences de notation. Mais encore faut-il, pour qu'une réforme financière joue, que les textes soient appliqués par les banquiers, que régulateurs et autorités publiques respectent aussi et toujours le droit. Or, les autorités violent les textes sous prétexte de crise, comme quand nombre d'Etats violaient, dès avant la crise, les seuils du Traité sur les déficits publics avec la complicité de la Commission européenne de M. Barroso, laquelle a aussi accepté des violations du Traité de l'Union pour des aides publiques renflouant les banques (source de déficits publics)... Et voilà la BCE qui prête à la Grèce ! On ne peut souhaiter des réformes pour établir un bon droit et violer les textes qui en résultent ! »

▫ *La BCE, un géant sans bras, ni main. Faut-il produire de nouveaux textes pour contraindre à leur application, ceux-là mêmes qui devraient en être les garants ?*

« Nous avons surtout besoin d'une action publique cohérente. Que ceux qui ont à gérer le fassent et que les autorités de surveillance (AMF, BCE, ACP) s'appliquent à pratiquer une surveillance stricte. Parmi les nouveaux textes, certains comportent davantage de mesures pour surveiller les régulateurs de chaque pays que pour contrôler les banques et assurances, c'est incroyable ! On en est à réguler la régulation car les régulateurs nationaux sont défaillants... Mais la suppression des risques par l'action des régulateurs ne peut relancer l'économie. Ce qui n'est pas anodin. En fait,

la problématique est double car la réforme du système financier doit être nécessairement portée par une politique économique. Ce qui suscite un questionnement commun : quelle organisation des banques et de la Banque centrale européenne pour le financement de demain ? »

« *Faut-il pour ce faire scinder les banques universelles en banques de dépôts et banques d'affaires ?* »

« Cela se peut, mais le coût important de la chose serait porté, notamment, par les clients. Je préfère une organisation plus souple : des banques qui soient des caisses avec une sécurité absolue, des banques universelles un peu plus contrôlées que maintenant, et des banques d'investissement. En réalité, il faut ensuite jouer sur les métiers autorisés - par agrément du régulateur -, qu'il faut découper de façon plus cohérente en une dizaine de métiers. »

« *Dans ce concert mondial quel rôle joue, ou ne joue pas, la Banque Centrale Européenne (BCE) ?* »

« De façon imagée, on pourrait dire que la BCE est un géant sans bras, ni mains. Elle ne peut financer que les seules banques, et encore, de façon limitée. Pour aider la Grèce, elle a dû violer le traité de l'Union en achetant des obligations hellènes - du reste, quitte à le faire, il fallait y aller plus tôt -, ce qui revient à financer l'Etat grec. Deux éminents membres allemands ont démissionné sur le champ... Certes, les Allemands confondent sérieux et rigidité, mais les événements leur donnent raison. Les pays du Sud sont mal gérés et le discours de la France qui, depuis

dix ans, explique que les dépenses d'investissement ne sont pas des dépenses nous conduit aujourd'hui dans le mur. Il est vrai, également, que l'euro est affecté d'une gloire mal placée du fait de sa surévaluation chronique. Il faut envisager de donner à la BCE le pouvoir de financer directement certaines opérations européennes d'investissement, et non pas uniquement au travers de quelques institutions bancaires publiques. Ce serait une révolution... »

« *Quels moyens devrait-on alors employer pour sortir les Etats européens de cette sacrée crise ?* »

« Pour regagner notre indépendance, il faut payer l'essentiel de nos dettes, celles qui ont été contractées depuis trente ans. Il convient d'instituer un impôt différencié selon l'âge - le système de la dette a profité à tous ceux qui ont 25-30 ans de vie professionnelle -, car les plus jeunes n'ont pas à payer seuls une dette qui n'est pas la leur. Il serait nécessaire d'imposer le capital - ce qui profitera à terme aux capitalistes - et, pour la trésorerie de l'Etat, créer un emprunt obligatoire à partir des soldes des actifs en banques. Ensuite, il faudra bien créer de la richesse pour avoir l'honneur de payer l'impôt qui nous désendettera ! La zone euro et l'Union doivent simultanément être reconstruites au vu de cette expérience. La France reste un pays d'équilibre et peut proposer un nouveau droit financier. Je tente d'en tracer quelques esquisses dans l'ouvrage Droit bancaire et financier que j'achève pour la fin de l'année.

**Hervé CAUSSE**

**Professeur des Universités-Pôle de recherche Clermont U (EA4232)**

[herve.causse@hotmail.fr](mailto:herve.causse@hotmail.fr), <http://www.hervecausse.info>

Nous publions avec l'aimable autorisation de l'auteur et du journaliste Ph. Le Claire cet article paru le 15.11.2011 dans le Journal de l'Union ([www.lunionpresse.fr](http://www.lunionpresse.fr)), à l'issue des XV<sup>e</sup> Rencontres Juridiques organisées par l'Université Lumière Lyon2, le professeur Jean Louis Navarro et ses collègues.

### POINT DE VUE INVESTISSEUR

#### LATEST CORPORATE GOVERNANCE DEVELOPMENTS IN THE EUROPEAN UNION

In the report on the causes, effects and repairs of the financial crisis of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU of February 2009 (also known as De Larosière Report), it was concluded that corporate governance "is one of the most important failures of the present crisis". Since then, the European Commission has undertaken several initiatives to analyse and repair the corporate governance failures in the financial sector. In a later stage, the governance concerns regarding financial institutions were extrapolated to the listed companies in general. Not only at EU level, but also at Member State level, several proposals were initiated to reform corporate governance practices. This article presents a broad overview of the concrete actions taken and proposals put forward from January 2010 up to June 2011, centred around two themes: i) improving the functioning of the board of directors and ii) changing shareholders' behaviour.

##### A - Improving the functioning of the board of directors

The European Commission published two Green Papers on corporate governance during the review period. In June 2010 on corporate governance in financial institutions and in April 2011 on the (general) EU corporate governance framework. A central theme in both Green Papers was the (in)effectiveness of the board of directors in adequately challenging the executive management. The Commission took a neutral position on this issue in the last Green Paper, after having stated in the Green Paper on corporate governance in financial institutions that "financial institutions' board of directors did not fulfil their key role as principal decision-making body". According to the Commission, financial institutions' boards of directors were unable to exercise effective control over senior management

and to challenge the measures and strategic guidelines that were submitted to them for approval. The Commission found that the boards determined remuneration packages for the executive management that induced too high risk-taking and encouraged short-termism to the detriment of long-term performance.

As a result, the European legislator limited the autonomy of the board of directors regarding the remuneration of the executive management. Concrete measures regarding the structure of financial institutions' compensation policies were adopted. In the amended **Capital Requirements Directive** (adopted in 2010) and in the **Alternative Investment Fund Managers (AIFM) Directive** (adopted in 2011) it was determined that between 40% and 60% of the

annual management bonus payout should be deferred for at least three years and should be linked to the long-term performance of the institution. Moreover, at least 50% of this deferred bonus should be paid out in shares. The European legislator is also working on appropriate prevention and (banking) crisis intervention tools, although this has not led to a concrete proposal for a directive yet. One of the ideas in the 2010 consultation paper on effective crisis management tools was to introduce the possibility for public supervisors to dismiss board members of a 'failing' financial institution without shareholder involvement. In addition to this, the Commission suggested that the public supervisor should also have powers to divest (major) parts of the financial institution, without shareholder approval.

Concrete harmonised EU legislative measures regarding the composition of the board of directors, the required skills and time-commitments have not been announced yet<sup>6</sup>. However, some Member States – a.o. **Ireland and The Netherlands** – have established specific 'comply-or-explain' codes for the banking and insurance sector with specific provisions on these issues. As the last EU member state, Greece has introduced (on 21 March 2011) a general corporate governance code for its listed companies. Several Member States believe that more gender diversity can contribute to the effectiveness of boards. An increasing number of Member States has taken concrete steps to ensure a better gender balance on boards, or plan to do so. For example, France introduced a mandatory requirement for its largest companies to have at least 40% female board members in 2017. **The Netherlands** also introduced a specific gender target in its legislation (the largest Dutch companies should have at least 30% female board members in 2016), although this requirement is subject to the comply-or-explain principle. **Belgium** has introduced a target in its corporate governance code (the percentage of women directors should be 30% in 2018), while the German corporate governance code requires listed companies to formulate a female board member target and to publish this target in the annual report. The **UK Financial Reporting Council (FRC)** has proposed to introduce in the UK corporate governance code the requirement that the annual report of the listed companies should include "a description of the board's policy on gender diversity in the boardroom, including any measurable objectives that it has set for implementing the policy, and progress on achieving the objectives".

### **B - Changing shareholders' behaviour**

In the Green Paper on corporate governance in financial institutions the European Commission concluded that "the financial crisis has shown that confidence in the model of the shareholder-owner who contributes to the company's long-term viability has been severely shaken, to say the least". The European Commission criticised the disinterest or passivity of shareholders regarding the quality of the board and of the risk management systems of their investee companies, especially financial institutions. Former UK Financial Services Secretary Lord Myners accused shareholders of acting like "absentee landlords". Conflicts of

interest of institutional investors, the lack of effective shareholder rights and increased short-termism on the financial markets were mentioned as contributors to the perceived shareholder apathy. Some recent concrete initiatives and measures taken on European or Member State level are oriented towards making especially the shareholders with a long term horizon more responsible and active owners, i.e. stimulating them to behave as 'stewards' of listed companies, while discouraging short-termism of financial market players.

At European level, the recently **adopted AIFM Directive** contains specific safeguards for companies controlled by alternative investment funds, like hedge funds and private equity firms, against asset stripping by such funds. Such a company is not allowed to pay out any dividend in the first two years after these kind of funds acquired control over the company. Apparently, the European legislator believes that hedge funds and private equity firms have a shorter investment horizon than other shareholders who acquire companies.

With the objective of facilitating and stimulating cross-border voting by shareholders, the European Commission is currently in the process of drafting a proposal for a so-called **Securities Law Directive**. According to the 2010 consultation paper, the proposal for this Directive will contain measures to facilitate the exercise of voting rights through cross-border holding chains. Effective abilities to vote and the execution of other shareholder rights will greatly enhance the shareholder's ability and appetite to act as proper stewards. However, a definite proposal has not been published yet.

Partly in response to the European Commission's suggestion that institutional investors should be obliged to adhere to a code of best practice, EFAMA, the representative association for the European investment management industry, published the '**EFAMA Code for External Governance in May 2011**'. The principles of the EFAMA code set out the best practice for investment management companies when they engage with the companies in which they invest. The principles are designed to enhance the quality of the communication with investee companies and to foster creation of value to investors by dealing effectively with concerns over the companies' performance.

Also at EU Member State level, a number of initiatives were undertaken or are under consideration to enhance 'slow capital' and to promote stewardship of investors with a long-term investment horizon. The United Kingdom was the first EU Member State that published a **specific code of behaviour for institutional investors: The UK Stewardship Code of July 2010**. The Stewardship Code was one of the **results of Sir David Walker's review of corporate governance in UK banks**. He concluded that there had been a lack of proper scrutiny and oversight by shareholders. He recommended a new code, 'owned' by the FRC, that placed expectations on investors that they would get engaged with their investee companies. The Stewardship Code aims to build a critical mass of UK and non-UK investors committed to the high quality dialogue with companies to help improve the governance and performance of companies and, as a

result, long-term returns to shareholders. In addition greater

<sup>6</sup> The proposal for further amending the Capital Requirements Directive ('CRD IV') published in the Autumn of 2011 contains a number of corporate governance requirements for financial institutions.

transparency about fund managers' engagement policy will assist beneficial owners in setting the terms of their fund mandates and in holding asset managers accountable.

Besides stewardship by institutional investors, the perceived existence and problems of short-termism in the financial markets, was another hotly debated topic in the UK in 2010 and 2011. The UK supervisor and regulator of takeover bids – **the Takeover Panel** – kicked off this debate by suggesting in a June 2010 consultation paper to suspend the voting rights on shares in the target company acquired during the course of an offer period, such that those shares would be “disenfranchised” for the purposes of the takeover bid. This could, according to the Takeover Panel, ensure that the outcome of takeover bids is determined by the core shareholder base, not by short term speculative investors who may acquire shares in order to facilitate the takeover: “It is argued that ensuring that only those who are registered shareholders at the start of the offer period are eligible to “vote” on the takeover proposal would allow long term shareholders to accept the offer based on the long term interests of the company, without being “squeezed out” by speculators”. As a further suggestion to discourage short-term activists during takeover bids, the Takeover Panel also suggested to raise the minimum acceptance condition threshold – required for a successful takeover bid – from “50% plus one” to, for example, 60% or two-thirds of the voting rights in the target company. In October 2010, the Takeover Panel decided not to further proceed with these suggestions, as they were criticised by both listed companies and (organisations of) shareholders.

The British Secretary of State for Business Vince Cable opined that the Takeover Panel's announcement should not mean the end of the discussion about economic short-termism in the UK. In October 2010, he issued a call for evidence on the existence of short-termism and market failures in UK equity markets. The consultation aimed “to identify the issues and their causes, whether in law or behaviour to ensure efficient, effective and transparent allocation of capital and the long-term sustainability of UK companies”. He asked a.o. whether it would be desirable to oblige asset managers to be more transparent about their role, their mandates and their remuneration structures. He suggested also the introduction of a requirement for bidding companies to ask shareholder approval for each takeover, independent of its size. According to the summary of responses to this consultation, respondents indeed believe that short-termism exists in UK equity markets but provided little evidence to demonstrate the scale of the consequences for companies and investors. However, many respondents also made the point that the UK benefits from investors using a range of investment strategies, both long-term and short-term. The majority of respondents felt that greater transparency of fund manager pay and mandates would be

beneficial; however, fund managers were in disagreement. There was not much support for requiring a vote for shareholders in acquiring companies involved in a takeover. As a follow-up to this call for evidence, Vince Cable has appointed prof. John Kay to conduct an independent review into the UK equity market. He has been asked to look at behaviour right along the investment chain – from company boards, through pension funds, advisers and fund managers, to ultimate beneficiaries. Prof. Kay will produce a report with final conclusions in 2012.

**The discussion on short-termism and stewardship is not limited to the UK.** Also in other EU Member States these topics are on the priority list of policy makers. In the Netherlands for example, MPs asked the Government to come forward with a proposal for legislation to facilitate the introduction of extra voting rights and/or ‘loyalty dividend’ for long-term, ‘loyal’ shareholders. The current Dutch Government is considering a Bill. But before a Bill can be sent to Dutch Parliament, number of technical issues should be tackled. A round table with company lawyers, auditors and economists has been announced to discuss these technical issues. Besides this, a majority of Dutch Parliament asked the Government to come forward with proposals “to limit the power of shareholders within companies”. Partly as a result of this request, the Dutch Government has sent a Bill to Parliament that contains a.o. the proposal to raise the threshold of the right for shareholders to put items on the agenda of general meetings from 1 to 3% of the issued capital. The Bill also contains the proposal to oblige a shareholder holding at least 3% of the voting rights or issued capital to report to the Netherlands Authority for the Financial Markets (AFM) whether he agrees or disagrees with the strategy of the company. The notification will be made public by the AFM. **Also in the Netherlands, Eumedion, the Dutch platform of institutional investors, has issued a set of 10 best practices on engaged share-ownership for its participants.** These best practices are considered as guidance for the Eumedion participants - which include pension funds and the asset managers of these pension funds - in fulfilling their essential role in the governance of listed companies. Eumedion participants are asked to apply the best practices or to explain the reasons for deviation on their website and/or in their annual report from book-year 2012 onwards.

### Conclusion

Improving the functioning of boards and changing the behaviour of shareholders, especially institutional investors, are topics that are high on the policy agenda of the European and national legislator. However, legislation alone is not the way to solve the perceived corporate governance problems. A change in behaviour of the board of directors and of shareholders is maybe more important.

**Rients ABMA**  
Executive Director  
[rients.abma@eumedion.nl](mailto:rients.abma@eumedion.nl)

**Wouter KUIJPERS**  
Legal Counsel EUMEDIION,  
[wouter.kuijpers@eumedion.nl](mailto:wouter.kuijpers@eumedion.nl)

Ndlr: Eumedion is a representative of the institutional investors' interests in the field of corporate governance and related sustainability performance. It is the objective of Eumedion to maintain and further develop good corporate governance and sustainability performance on the basis of the responsibility of institutional investors established in the Netherlands. About 70 institutional investors currently participate. Together they represent more than 1.000 billion Euros assets under management. (About Eumedion Corporate Governance Forum [www.eumedion.nl](http://www.eumedion.nl))

**POINT DE VUE INVESTISSEUR**

**EUROPEAN SUB-PRIME STATES**

The result of the G-20 meeting is as big as the host President, and the poor Greeks behaved like a bunch of dancing bears. The question is, who's wearing the ring and who's holding the chain ...

Until yesterday, we heard "absolutely safe, like savings banks and government securities." When I was at university, their interest rates were considered risk-free - pure yield. For decades, government bonds were bought blindly, without looking, "because of the sovereign seal and blessing"; today, astonished eyes find that even in the midst of the Bavarian Oktoberfest EUR55 billion EUR unexpectedly turn up again in a bank nationalized for almost nothing - aren't the expropriated shareholders due a second helping, then?

"Annoying, but almost cleared up," says Federal Finance Minister Schaeuble; he neither needs nor seeks responsibility, nor those responsible. "Peanuts, with the shell," elder bankers would have called that.

Why do we differentiate nations according to the criterion: the ambitious ones are those that accumulate wealth - the developed ones those that annually (or more rarely, less rapidly) accumulate debt?

Why not instead distinguish between banks that are clean, and on their own even survive politicians (and missing or disruptive regulators), and banks that abseil down from the brink of responsibility? Forced capital - if need be, imposed from outside - does not help diagnose the problem!

Why does politics leverage the liabilities of the absolutely safe investor before it recognizes the way out as leaving the euro - are we to call it annoying, like the debt minister? Or do we start to look for the blame among the shareholders too?

Bill Cross does have the longer nose after all: after decades earning at fixed interest rates, now he has ordered his PIMCO equity investments - and he's still keeping the chain firmly under control.

**Hans-Martin BUHLMANN**

**CEO VIP (Vereinigung Institutionelle Privatanleger), Koeln**

[vip@vipvip-cg.com](mailto:vip@vipvip-cg.com)

VIP Newsletter du 19/11/2011

**POINT DE VUE REGULATEUR**

**COMMISSION EUROPEENNE, DG DU MARCHE INTERIEUR ET DES SERVICES**

**SERVICES FINANCIERS – POLITIQUE GENERALE**

La politique des services financiers a comme objectif : des marchés financiers stables, sûrs et efficaces ; elle se doit d'assurer la cohérence et l'homogénéité des différentes politiques sectorielles dans le domaine des banques, des assurances, des valeurs mobilières et des fonds d'investissement, des infrastructures de marché, des services financiers de détail ou des systèmes de paiement. Suite à la crise financière de 2008, la stabilisation des marchés financiers est devenue une priorité et la réforme du secteur financier s'est imposée comme un de ses principaux instruments. Comblar les lacunes de la réglementation du secteur financier et renforcer les mécanismes de surveillance au niveau européen en sont les deux principaux axes de travail. C'est dans ce but que l'Union Européenne a récemment adopté de nouvelles règles afin de transformer les Comités de superviseurs en Autorités de supervision dotées de réels pouvoirs. Des travaux sont également en cours afin d'examiner la cohérence et l'effet dissuasif des sanctions dans l'Union Européenne, dans l'objectif de renforcer la confiance dans le secteur financier. Au niveau international, l'UE collabore avec ses partenaires en participant activement aux travaux du G 20 et à d'autres

forums internationaux afin d'améliorer la surveillance du secteur financier au niveau global ainsi que la gestion des crises. La Commission est notamment membre du tout récent Conseil de Stabilité Financière (Financial Stability Board (FSB)). La Commission a également développé des dialogues réglementaires ou autres avec les principaux partenaires commerciaux de l'Union Européenne, notamment les Etats-Unis (dans le contexte du dialogue UE EU sur la réglementation des marchés financiers) ainsi que le Japon, mais aussi avec les secteurs financiers émergents, en Chine, en Inde, en Russie et au Brésil. La mise en place de réglementations alignées avec l'Acquis Communautaire dans le domaine des services financiers est également au centre des négociations des accords bilatéraux et multilatéraux avec les pays-tiers, notamment les accords de libre échange approfondis. En réponse à la crise financière, au-delà des mesures visant à renforcer la supervision du secteur financier, une série d'initiatives ont déjà été adoptées par la Commission dans des domaines spécifiques. En particulier, la Commission a pris des mesures pour améliorer la protection des déposants, accroître la fiabilité des notations financières, renforcer les exigences de fonds propres pour les établissements

# Association Française de Gouvernement d'Entreprise

financiers et améliorer la gestion de la crise transfrontalière dans le secteur bancaire. L'Union Européenne s'emploie également à durcir la législation relative aux fonds

spéculatifs et à décourager les pratiques salariales qui incitent à l'imprudence dans le secteur bancaire.

## Feuille de route de l'UE

PROGRAMME DE REGLEMENTATION FINANCIERE DE LA COMMISSION EUROPEENNE EN REPONSE A LA CRISE FINANCIERE ET AUX ENGAGEMENTS DU G20

REFORMES PROPOSEES PAR LA COMMISSION EUROPEENNE, ADOPTÉES & EN COURS D'ADOPTION PAR LE PARLEMENT EUROPEEN ET LE CONSEIL DES MINISTRES

AGENDA			
propositions adoptées par l'Union Européenne	propositions prises par la Commission en discussion au Parlement et au Conseil	propositions de la Commission à venir	propositions du G20
<b>JULIET 2010</b>			
	<b>BANQUES ET ASSURANCES</b> DIRECTIVE CRD3 : NOUVELLES REGLES DE REMUNERATION, REGLES PRUDENTIELLES ET GOUVERNANCE DES ENTREPRISES FINANCIERES *	<b>MARCHES FINANCIERS</b>	<b>CONSUMMATEURS</b> REVISION DE LA DIRECTIVE SUR LE SYSTEME DE GARANTIE DES DEPOTS * REVISION DE LA DIRECTIVE SUR LES SYSTEMES DE GARANTIE DES INVESTISSEURS
<b>SEPTEMBRE 2010</b>			
	MISE EN PLACE DU CONSEIL DU RISQUE SYSTEMIQUE ET DES AUTORITES EUROPEENNES DE SUPERVISION DES BANQUES DES MARCHES ET DES ASSURANCES *		
<b>OCTOBRE 2010</b>			
		REGULATION DES PRODUITS DERIVES DE GRE A GRE * REGLEMENT SUR LES VENTES A DECOUVERT ET LES CDS <sub>IND</sub> * REGULATION DES HEDGE FUNDS ET DU PRIVATE EQUITY *	
<b>DECEMBRE 2010</b>			
	REFORME DES AGENCES DE NOTATION (volet 2) *		REGLEMENT SUR LE SEPA (ESPACE UNIQUE DE PAIEMENT EN EURO)
<b>MARS 2011</b>			
			DIRECTIVE SUR LE CREDIT HYPOTHECAIRE
<b>JULIET 2011</b>			
	REVISION DE LA DIRECTIVE SUR LES EXIGENCES EN FONDS PROPRES DES BANQUES (CRD4) *		RECOMMANDATIONS SUR L'ACCES AU COMPTE BANCAIRE DE BASE
<b>PROPOSITIONS AVANT LA FIN 2011</b>			
<b>OCTOBRE 2011</b>			
		REVISION DES DIRECTIVE SUR LES MARCHES D'INSTRUMENTS FINANCIERS ET SUR L'ABUS DE MARCHÉ *	
<b>NOVEMBRE 2011</b>			
	REVISION DES DIRECTIVES COMPTABLES ET DE LA DIRECTIVE TRANSPARENCE		
	REFORMES DES AGENCES DE NOTATION DE CREDIT (volet 3) *		
	PROPOSITION SUR LE CADRE DE PREVENTION ET DE GESTION DES CRISES BANCAIRES *		
		REFORME DU SECTEUR DE L'AUDIT	
		PROPOSITION POUR UN REGIME EUROPEEN DU CAPITAL RISQUE	
		PROPOSITION SUR LES DEPOSITAIRES CENTRAUX DE TITRES	
<b>APRES JANVIER 2012</b>			
	MESURES D'EXECUTION DE LA DIRECTIVE SOLVABILITE II	DIRECTIVE SUR LES PRODUITS D'INVESTISSEMENT DE DETAIL (PRIIPS)	
	REVISION DE LA DIRECTIVE SUR L'INTERMEDIATION EN ASSURANCE	REVISION DE LA DIRECTIVE OPCVM (Organismes de placements collectifs en valeurs mobilières)	

« Des changements sont nécessaires. Nous ne pouvons sortir de cette crise comme nous y sommes entrés. Je suis persuadé que nous sommes au cœur d'une période cruciale, où l'histoire peut basculer dans un sens ou dans l'autre ; où nous pouvons décider de tirer ou non les leçons du passé pour assurer la stabilité financière que nous voulons construire. L'Europe doit agir pour mettre fin à l'absence de transparence et à la mauvaise évaluation des risques, pour prévenir les crises de demain et pour rester un leader mondial des services financiers. C'est un moment de vérité. Ensemble, nous pouvons y arriver. Mais il faut pour cela la participation de tous. Et l'engagement de tous. »

**Michel BARNIER**

Commissaire européen chargé du marché intérieur et des services

Pour consultez ces rapports et les déclarations de Michel Barnier, voir le site : [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/index\\_fr.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/index_fr.htm)

## AVIS D'EXPERT

### L'EUROPE A BESOIN D'IMAGINATION INSTITUTIONNELLE

Un micro bien placé au sommet de Cannes a immortalisé le conseil de Barack Obama aux dirigeants Européens : « vous devez faire preuve d'imagination » (« I guess you guys have to be creative here »). C'est un bon slogan pour la phase actuelle de la crise. Si la Grèce et l'Italie font les gros titres, le fait central est la panne de la décision au niveau européen. À aucun moment depuis le début de 2010 la contagion n'a été réellement contenue. Vu d'en-dehors de l'Europe, ceci est considéré à juste titre comme un échec inouï. Le

problème principal n'est pas les individus, mais les institutions.

Pour agir à l'échelle du vieux continent, celles-ci donnent l'essentiel du pouvoir à des chefs d'Etat et de gouvernement choisis par leurs électeurs respectifs et responsables devant eux. Ces dirigeants nationaux n'ont pas de mandat politique pour travailler à l'intérêt collectif de tous les Européens. La Commission européenne est impuissante sauf dans des domaines limités comme la politique commerciale ou de

concurrence, et de même pour la Banque Centrale Européenne. En matière budgétaire et financière, l'Europe se retrouve sans exécutif. Cette lacune est comblée par des formats de décision ad hoc comme le couple franco-allemand ou plus récemment le « groupe de Francfort », dans lequel M. Sarkozy et Mme Merkel sont rejoints par Mme Lagarde et MM. Barroso, Draghi, Juncker, Rehn et Van Rompuy. Mais ces cotes mal taillées fonctionnent de moins en moins. La plupart des conclusions du dernier « sommet décisif » du 27 Octobre sont inapplicables. Les défis urgents du moment appellent des décisions émanant d'individus ou d'entités agissant au nom de tous les citoyens européens. Le transfert au niveau européen de la gestion des crises bancaires, ou l'émission en commun de titres sur le modèle proposé récemment par le comité des sages (« Sachverständigenrat ») allemand, peuvent être réalisés sans changer les traités. En revanche, ceux-ci doivent évoluer pour que le Parlement européen représente équitablement les citoyens de l'Union, quel que soit leur pays d'origine, et puisse contrôler les décisions exécutives et leur apporter une légitimité indispensable à moyen terme. De ce point de vue, les prises de position récentes de Mme Merkel et de son parti en faveur de leur modification significative sont une bonne nouvelle.

Il y a beaucoup de manières différentes de réaliser un transfert partiel de souveraineté en matière budgétaire et financière dans un cadre fédéral, ce que Jean-Claude Trichet a appelé un ministère des finances européen. Une fédération à l'échelle d'un continent peut fonctionner démocratiquement et durablement même avec d'énormes

disparités économiques, politiques, linguistiques et culturelles, comme l'illustre l'exemple de l'Inde. Certains pays européens sont plus à l'aise que d'autres avec le principe fédéral - l'Allemagne plus que la France, pour ne citer que ces deux-là, mais ceci ne fait pas pour autant du fédéralisme une « idée allemande ». Naturellement, la coexistence dans l'Union Européenne de la zone euro avec des pays qui ont conservé leur monnaie nationale ne facilite pas les choses. Une telle transformation nécessite de l'imagination institutionnelle. Nos dirigeants politiques, ou leurs conseillers privés de sommeil depuis des mois, n'y parviendront pas tous seuls. Un débat public ouvert est nécessaire pour faire bouger les positions, mais pas suffisant. La solution n'est pas non plus une conférence intergouvernementale traditionnelle, avec des diplomates figés sur des positions nationales rigides. Une convention de délégués nationaux aux profils diversifiés serait plus prometteuse, même si celle présidée par Valéry Giscard d'Estaing en 2002-03 n'avait finalement pas réussi à échapper au jeu diplomatique traditionnel. Vu l'urgence, il conviendrait peut-être de s'en remettre à un groupe plus restreint, tel que celui présidé par Jacques de Larosière en 2008-09 qui, avec la création d'autorités européennes de surveillance financière, a réussi l'innovation institutionnelle la plus convaincante depuis le début de la crise. L'extension du principe fédéral est nécessaire à la survie de l'euro. Pour qu'elle devienne possible, l'Europe a besoin d'idées nouvelles, et ne peut pas se permettre d'attendre très longtemps.

**Nicolas VERON**

**Économiste au sein du « think tank » Bruegel (Bruxelles),  
Chercheur invité au Peterson Institute for International Economics (Washington),  
[n.veron@bruegel.org](mailto:n.veron@bruegel.org).**

*Nous publions cet article paru dans la Tribune du 23 novembre 2011 avec l'aimable autorisation de l'auteur*

### POINT DE VUE INVESTISSEUR

#### RECENT DEVELOPMENTS IN FRANCE

##### Addressing the issue of gender diversity in boardrooms

In February 2011, Lord Davies of Abersoch published a report on gender diversity in UK boardrooms, setting out a number of recommendations (including the aim for FTSE 100 companies for a minimum of 25% female representation by 2015). A month earlier, the French National Assembly passed a law imposing gender diversity quotas on public boards. As expected, the imposition of a statutory quota was heavily debated and faced strong opposition, but ultimately the prevailing perception was that companies would not achieve sufficient progress without significant pressure.

In this context, the role of headhunters came under scrutiny. France has more than enough qualified women. Nonetheless, they are hardly included in board director search processes. This new public and legal pressure will inevitably lead to changes in the selection and nomination process.

The French law from January 2011 mandates that 20 percent of boards be comprised of women within 3 years.

From January 1, 2017, the proportion will have to be at least 40 percent. In case of company failure to comply with the legislation, board nominations would be void and fees would be suspended for all board members. As a result, the “lady boom” on French boards has been accelerating. Within a year, the proportion of women on CAC 40 boards has risen to 20 percent and more in a number of cases. Because companies are not required to publish their own targets it is difficult to ascertain how quickly they aim to reach the 40 percent threshold.

*The first question is whether France is likely to remain an isolated case in Continental Europe?*

In Germany, the Corporate Governance Commission recently issued recommendations asking for improvements in board diversity. In Spain, legislation was passed as early as 2007 requiring public companies and IBEX-35 to raise the proportion of women on their boards to 40 percent by

2015. Unlike France, there are no sanctions, however, the percentage of companies with at least one female board member has increased. In Italy, a law that would that require boards of public and state-owned companies to comprise at least one-third women was passed in 2010 but is still to be approved by the upper house of parliament. In the Netherlands, a legislative amendment requiring gender quotas for executive and supervisory board members has not yet been enacted. If the amendment were to be approved, it would require a 30 percent quota for men and women for larger companies.

*The urgent question is what can be done to ensure that the issue of gender diversity is also addressed at senior executive level; will a law be necessary?*

### **The improved level of information available**

The transposition of the EC Shareholders Rights Directive (SRD) into French Law was completed with a Decree from December 23, 2010. As a result, the level of information available to shareholders before general meetings has greatly improved. The improvement is particularly noticeable in the CAC 40, as most issuers had anticipated the amendments relating to companies' general meetings and were prepared to comply with the new law. However, some smaller issuers still fail to deliver general meeting-related information in a timely manner. The availability of documents, including financial statement reports, explanations of proposed resolutions and the latest French and English version of the articles of association is a prerequisite allowing shareholders to make an informed decision. Therefore, companies in the SBF 250 segment should be encouraged to step up their efforts to deliver timely information ahead of their general meetings.

Thanks to, most notably, the end of share blocking and initiatives aimed at improving shareholder participation, companies no longer have concerns about reaching the requisite quorum at AGMs. The average CAC 40 quorum this year was 65 percent (just above 60% in 2010).

Such high quorum levels indicate, amongst other things, that voting and attendance at AGMs is no longer considered "*une affaire française*", a French affair. The involvement of foreign institutional investors who own significant stakes in French quoted companies is noticeable in terms of engagement both pre and post general meetings and also in vote outcomes. The most "sensitive" resolutions have been those involving bundled items, share issuance requests without pre-emptive rights (financial operations in general), anti-takeover measures, related-party agreements, remuneration and to a lesser extent board appointments and renewal of directors' mandates. At a number of companies, a high vote against these "sensitive" resolutions has become routine. We can even reasonably argue that in some instances what has prevented these resolutions from being defeated at general meetings is the presence of a reference shareholder owning 10-30 percent of the share capital and benefiting from double voting rights. Furthermore, companies are helped by the fact that French law gives shareholders the option to grant power to the chairman of the board to vote on their behalf at a general meeting. It has been argued for a long time that the practice of giving full discretion to the chairperson to vote as a shareholder proxy has helped companies meet quorum requirements. Given the

end of share blocking and continued increases in quorum across companies, this practice can now be questioned. We believe some consideration should be given to a review of the usefulness of this practice (or lack thereof) as it undermines active shareholder participation at general meetings.

### **Companies' effort to communicate on environmental, social and governance issues / Lead Director and the Combination of the roles of Chairman and CEO**

Company dialogue with investors on ESG issues has intensified both at individual meetings and at AGMs. At general meetings, most of the CAC 40 companies now give a presentation on their ESG practices or recent developments. Another interesting development is the presentation by board committee chairmen on the activities carried out during the year. Exchanges with shareholders on these topics has also notably increased outside the general meeting arena. Companies make a conscious effort to meet with investors and communicate on non-financial topics. This communication exercise has so far been the responsibility of the executive management team (Company Secretary and Secretary to the Board of Directors, Head of Investor Relations, the CEO and CFO). However, unlike in the UK for instance, where it is accepted that investors can meet with board directors, French companies are frequently reluctant to let investors meet their board members on the grounds that the board of directors is a collegiate body representing all shareholders collectively. Therefore, companies argue, it is difficult to give a delegation to one director to speak on behalf of others. Another argument is that such meetings may put pose market risk because sensitive information may be discussed. The UK example is the best proof that this fear is unfounded.

Therefore, one topic which is still under scrutiny and fiercely debated is whether companies should appoint a Lead Director responsible for communication with shareholders. This option is frequently unavailable to boards because it is not included in the companies' bylaws or in the internal rules of the board of directors. There is a timid effort amongst French companies to consider that option. We believe that the Lead Director role is particularly appropriate in the French context, given the fact that French law (uniquely) offers an option between a unitary formula (combination of the roles of chairman and CEO) and a two-tier formula. The peculiarity of the environment for French companies is reinforced by the frequent presence of a reference shareholder(s) who owns 10-50 percent of the share capital and often also benefits from double voting rights and from representation on the board. Regardless of the corporate governance structure selected by companies, we believe that the appointment of a Lead Director, whose role - amongst other missions - would be to meet with investors, would be beneficial to all parties. We expect this will be a hot topic in the foreseeable future.

Another area in which French companies can do more to ensure that boards truly operate in the interests of all shareholders is the combination of roles of Chairman and CEO.

Shareholders have been pressing for the split in the role of Président-Directeur-Général (PDG) into two roles: Chairman

and Chief Executive. This split is sought in order to ensure that one director does not have too much power.

A decade ago in a majority of the listed companies, the CEO was also the Chairman. Gradually, some companies started splitting the roles of Chairman and CEO. What is interesting is that some companies, after having moved to a dual structure eventually decided to move back to the unitary option. Others decided to adopt a two-tier formula permanently. The reasons given by companies for a two-tier structure is that it provided for a better balance power between the supervisory board and the management board. The separation of powers became a trend and, in many ways, pushed towards best practice. However, shareholders are now witnessing two other trends. For example, an increasing number of Chief Executives are stepping up to role of Chairman; furthermore, we observe an unexpectedly strong return to the combination of the functions of Chairman and CEO. Although we recognize that some moves are logical and legitimate, we should not disregard the fact that the move of some Chief Executives towards the roles of Chairman can create boardroom conflict. Therefore we remain in favour of the general principle of separation of the functions and chairman and CEO and believe that companies that decide to opt for the unitary formula should:

- Explain clearly the grounds and justifications for their decision.
- Review carefully their succession planning as the lack of proper succession planning can lead companies to revert to the combination of the roles.

### What are the issues of concerns for shareholders?

- Issuance of securities that give access to company capital, with the elimination of preferential subscription rights.
- Poison pills and other takeover defenses
- Allocation of free shares to employees and stock option plans
- The high number of votes against suggests that companies in the French market still need to mature into a more widely accepted and agreed set of principles.

There are two issues where further improvement can be expected in terms of communication by issuers:

1. Disclosure and explanation of related-party agreements and in particular leaving indemnities. The AFEP MEDEF Code is clear: no leaving indemnities should be granted in case of voluntary departure, a change in responsibilities within the company or retirement. A compensation payout can be given to an executive in case of change in control. In any case, the leaving indemnity should not exceed 2 years remuneration (defined as annual salary and bonus). Golden parachutes should be eliminated for executives who have failed and whose performance over a certain period of time has been poor. Companies should avoid artificial pay increases to an executive during the period leading up to his retirement. Despite these recommendations, companies still fail to apply these rules in a stringent manner. Equally, in some cases, companies' definition of the event that might trigger the payment still includes the non-renewal of the executive's mandate.

2. Additional pension systems: again we refer to the AFEP/MEDEF recommendations, including the value of this advantage has to be taken into account when remuneration committees set up the global pay, beneficiaries should have

spent a certain number of years with the company, the rights to a supplementary pension system should account each year for a limited percentage of the fixed remuneration, and the reference period to calculate the benefits of the supplementary system must be equal to a certain number of years. The lack of ability by most companies to explain simply and clearly the calculation of the executives additional pensions systems is a typical example of a much needed change.

### Acting in concert developments and the issue of hidden ownership

The French legal framework offers minority shareholders sufficient mechanisms to protect their interests. For example, shareholders have the right to be represented at a general meeting, the right to information, the right to submit items on the agenda and to dismiss a director (*ad nutum* – any director may be dismissed at any time by the general meeting).

On 1 February 2011, the mandatory bid threshold was lowered from 33.3 to 30 percent of a company's capital or voting rights pursuant to the Banking and Financial Regulation Act of 22 October 2010

A new article 234-11 of the AMF General Regulation deals with the specific situation of those shareholders who, acting alone or in concert, directly or indirectly held between 30 percent and a third of the capital or voting rights of an issuer as of 1 February 2011. In this specific case, depending on how and when such holding was acquired, these shareholders either continue to be subject to the 33.3 percent threshold with regard to triggering a mandatory bid ("grandfather clause") or they are required to reduce their holdings below 30 percent of the capital and voting rights by 1 February 2012.

This new rule is a positive development as shareholders had been advocating for the lowering of the mandatory bid threshold. However, it is quite disappointing to note that despite recent and publicised developments in the LVMH-Hermès case, no major steps have yet been undertaken by the French regulator to capture derivatives and prevent creeping control. There is a general recognition on its danger to market transparency and impact on minority shareholders. One can therefore only expect that in order to ensure better corporate governance controls and transparency, a regulatory answer along the lines of those found in Germany, UK or Switzerland would be the best French outcome in the short term.

### AMF recommendations on Proxy Advisory firms

Investors had concerns on the French Transposition Bill for European Directive 2007/36/CE. Specifically, investors were concerned about the erosion of certain shareholders rights and responsibilities. Article L.225-106 of the French Code created a number of questionable points inasmuch as they would be a breach in the shareholders equity principle. These concerns were increased by the recent AMF recommendation n° 2011-06.

In its n° 2011-06 recommendations the AMF called, amongst other things, on other French and Institutional investors to establish their own voting policies and vote at general meetings. The reading of the recommendations provides mixed feelings. On the one hand the AMF does acknowledge in its introduction the important role played by

proxy advisors “the structure of their market and the fact that the services they provide and the recommendations they issue are part of a contractual relationship with their customer.” On the other hand, it is disappointing that the AMF in its section 3 (communicating with listed companies) does not seem to grasp entirely the research process nor does it seem to accept that the proxy advisors do belong to the investment space and thus should not be treated differently

from the others. It seems that only issuers have been consulted, and thus, it reflects their fear that as the voting recommendations issued by one or more such firms can have an impact on the passing of certain resolutions at general meetings some plumbing ought to be done to repair the “imbalance”. This issue continues to be the topic of much discussion between investors and companies. **Ah ça ira, ça ira, ça ira !**

**Josiane FANGUINOVENY**

**Services Director at Governance for Owners - London**

[j.fanguinoveny@g4owners.com](mailto:j.fanguinoveny@g4owners.com)

### POINT DE VUE INVESTISSEUR

## L'ETHIQUE DES AFFAIRES OU DES VALEURS QUI DEVRAIENT DORENAVANT GUIDER LES EMETTEURS ET LES INVESTISSEURS

La crise de confiance et de défiance majeure qui sévit depuis près de 5 ans corrélée à une perte de repères et une quête de sens, la recherche de nouveaux paradigmes économiques, financiers et sociaux, doit susciter une réflexion en profondeur non seulement de la part de nos élites, dirigeants politiques, chefs d'entreprises et penseurs mais également de la part de chaque salarié, collaborateur, citoyen qui se sent engagé et impliqué dans la vie de son entreprise et soucieux de l'orientation et de la marche de la vie publique.

La radicalité et la gravité de la situation que nos pays dits développés et avancés traversent appellent un temps de pause et d'introspection. Refaire l'historique de la crise, revenir sur ses causes et ses déclencheurs ne servirait à rien tant les analyses pléthoriques voire redondantes, pour certaines, ont bien permis d'identifier les racines du mal sans toutefois réussir à proposer des solutions de sortie de crise innovantes et pertinentes.

Dans ce contexte de Re-naissance, qui signifie la redécouverte du passé, la pensée d'Henri Bergson, philosophe français, est éclairante. En effet, Bergson s'interrogeait sur le rapport entre la technique et la mystique, c'est-à-dire entre l'accumulation de biens et l'élan spirituel et moral, le dynamisme par lequel l'homme regarde vers le ciel, se soulève au dessus de la terre pour promouvoir sa liberté et les valeurs supérieures de l'esprit. Pourquoi ce lien de la mystique et de la mécanique n'apparaît pas clairement dans le monde moderne ?

Force est de constater que l'on a abouti à un monde d'accumulation de biens alors que la vocation originelle de la technique était de se libérer de la servitude de la matière. L'homme est dans le déséquilibre entre la force matérielle et la force spirituelle et morale, souligne Bergson. D'où la nécessité d'un « *supplément d'âme* », désignant des ressources spirituelles et morales plus fermes, plus dynamiques, pour reconquérir la maîtrise du développement technique. En résumé, puissance et sagesse doivent aller de pair afin que la force qui peut être un instrument de libération ne se convertisse pas en un instrument de servitude.

Peut-on voir dans la dialectique de Bergson une exhortation à « spiritualiser » le système économique et financier après la matérialisation de l'esprit ?

Par ailleurs, si l'on regarde ce que nous enseigne le catholicisme, l'Encyclique Caritas in Veritate (« L'Amour dans la Vérité ») décrit les objectifs et conditions économiques pour servir le bien commun. Les principes qui

y sont énoncés s'appuient sur la justice commutative – égalité des valeurs échangées – et la justice distributive – juste rapport entre contribution et production.

Cette Encyclique souligne que « *sans formes internes de solidarité et de confiance réciproque, le marché ne peut pleinement remplir sa fonction économique* ». Ainsi, le modèle libéral de croissance et de création de richesse devrait intégrer une composante sociale indissociable de la recherche du profit pour atteindre sa finalité. Ainsi, la Renaissance qui s'annonce devrait placer l'homme au cœur des nouveaux modes d'organisation sociale et économique.

Lors du Forum « Economie et Spiritualité », organisé en septembre 2011 par l'Institut Karma Ling, centre d'étude et de pratique bouddhiste basé près de Chambéry, Edgar Morin, sociologue, a exprimé l'idée d'un nouveau paradigme, humaniste et holistique, devant être fondé sur l'interdépendance et l'altruisme. « *La crise que nous vivons sur le plan économique n'est qu'un aspect de la crise de l'humanité qui n'arrive pas encore à devenir humanité* ».

De manière unanime, la société civile, les acteurs économiques les plus vulnérables, les observateurs externes encouragent l'instauration d'une nouvelle éthique des affaires qui doit s'imposer non pas au détriment de ces dernières mais au contraire pour les rendre viables et pérennes sur le long terme. Ce vœu ne pourra se transformer en acte que si la prise de risque, le courage et très probablement une forme de renoncement qui lui sont attachés, sont pleinement assumés.

A l'heure où transparence, traçabilité et information sont devenues les maître-mots des temps modernes des affaires - introduisant ainsi une ambiguïté quant aux valeurs qui prévalaient auparavant (dissimulation, hypocrisie et mensonge ?), on observe que trop souvent, ces valeurs ne s'incarnent pas dans les enjeux stratégiques de l'entreprise, les outils de pilotage opérationnel et les politiques d'investissement et demeurent seulement des modes incantatoires.

Il est légitime de s'interroger sur ce qui est fait de l'éthique : l'éthique serait-elle devenue un terme banalisé « passe-partout » pour se racheter une conscience, porté fièrement par le monde des affaires ? Pour être approuvé par les entreprises, le développement durable a souvent été présenté comme un outil de gestion des risques. L'éthique en serait-elle devenue un autre ?

La responsabilité et la conscience font inévitablement écho à la question du croisement entre intérêts individuels et intérêt collectif, qui constituent les déterminants d'une décision, d'un choix. Comment mieux favoriser la convergence d'intérêts et l'affectio societatis ? Comment réconcilier les motivations des dirigeants et l'intérêt du groupe ?

Tout d'abord, il est important de rappeler que la crise de l'autorité constatée au sein des entreprises aujourd'hui est liée à un plus grand partage du pouvoir dans le gouvernement des entreprises - fragmentation du pouvoir, montée en puissance des parties prenantes internes et externes qui exigent de la direction des comptes.

La remise en cause des vieux principes moraux et le regard des jeunes générations porteuses d'autres valeurs nourrissent également ce phénomène.

Les affaires ne peuvent être éthiques ; seuls les hommes et leurs comportements peuvent l'être. Une dimension de ce nouveau modèle de création de valeur plus équilibré et vertueux est la microfinance, formidable innovation de Muhammed Yunus, économiste bangladais, Prix Nobel de la Paix en 2006, qui vise à offrir des services financiers à des populations exclues des systèmes financiers traditionnels.

Sans revenus et sans propriété, ces populations ne présentent pas les garanties formelles exigées par les institutions financières et banques conventionnelles. La microfinance s'est construit sur ce pari incroyable et a fait la preuve de l'efficacité de son modèle économique depuis plus de 30 ans en s'appuyant sur trois principes fondamentaux : proximité spatiale, connaissance des besoins du client et confiance. C'est certainement ce troisième pilier, qui s'exprime tout au long de la relation avec le client - de l'analyse des cash flows à l'accompagnement du micro-entrepreneur dans la mise en place de son projet - qui constitue la clé du succès et c'est aussi cet élément qui fait défaut dans les relations entre les agents économiques et le système financier.

L'un des grands objectifs de la microfinance réside également dans « l'empowerment », terme devenu récurrent

depuis une décennie, à la fois dans le discours des hommes politiques, des bailleurs de fonds et des acteurs de la microfinance. Ce terme complexe et multidimensionnel, qui consiste à la responsabilisation de l'individu, a donné naissance à un nombre important d'indicateurs de la performance sociale.

Les effets de « l'empowerment » sont toujours bénéfiques que ce soit dans le cas d'un chômeur longue durée, d'une femme désireuse de lancer sa propre activité en zone rurale dans un pays émergent ou encore d'un salarié évoluant au sein d'une entreprise dotée d'une culture lui permettant d'être force de proposition et de gérer et piloter des projets.

Sur ce dernier point, l'évolution des organigrammes vers des hiérarchies rétrécies et plates voit l'émergence d'un style de management et d'autorité éloigné du style directif autocratique : les salariés attendent du leader qu'ils soient à la fois proches d'eux, stratège en restant centré sur l'homme, visionnaire et qui incarnent des valeurs auxquelles les salariés adhèrent. Une fois encore, les managements participatifs, relationnels ou par délégation s'appuient sur la confiance et visent in fine une responsabilisation et autonomie accrue.

Dans cette période d'errance éthique, nombreux sont les ouvrages, conférences et formations, sous l'impulsion de coachs d'entreprise, consultants en conduite du changement ou anciens banquiers d'affaires reconvertis en conseillers, qui fleurissent sur ces thèmes porteurs : management vertueux et vertus judéo-chrétiennes, stratégie gagnante et leadership, fondamentaux de la finance responsable, la philosophie pour diriger mieux...

Ainsi, chaque dirigeant, décideur ou leader d'opinion muni de sa boîte à outils « éthiques » serait en mesure de concevoir et produire un « art » plus vertueux pour gérer, rémunérer, vendre, acheter ou bien encore négocier en étant pleinement conscient de l'utilité sociale de ses actes.

Les apports des régulateurs au travers d'un socle de règles visant à limiter les excès, les nouveaux regards des penseurs sur un projet de société réformée, les politiques volontaristes et engagées des gouvernants, le soin des dirigeants d'entreprises de mieux satisfaire leurs parties prenantes, le caractère innovant des gestions de portefeuille, et le bon sens de tout un chacun offriront, nous l'espérons tous, les clés d'une gouvernance plus éthique et d'un juste équilibre entre captation de valeur et utilité sociale.

**Vanessa MENDEZ**

*Directeur des Relations Institutionnelles, PlaNIS responsAbility,*

*Filiale commune de responsAbility Social Investments AG, société de gestion leader en matière d'impact investing, et du groupe PlaNet Finance, organisation de solidarité internationale de lutte contre la pauvreté via le développement de la microfinance.*

[vanessa.mendez@responsability.com](mailto:vanessa.mendez@responsability.com)

### POINT DE VUE DE JURISTE

#### L'AFFAIRE ZACHARIAS : DERAPAGE JUDICIAIRE ?

Le fait, pour le président d'une société florissante, à qui celle-ci doit largement sa prospérité, de se faire allouer une rémunération très élevée, alors même que le principe et le montant de cette rémunération ont reçu l'aval des organes sociaux, peut-il être considéré comme contraire à l'intérêt social, et donc pénalement répréhensible sous la qualification d'abus de biens ou d'abus de pouvoirs ? Le manque de transparence du processus décisionnel, contraire aux codes d'éthique et aux principes de bonne gouvernance suffirait-il seul désormais à caractériser, plus qu'une faute de gestion, un acte contraire à l'intérêt social

justifiant les foudres de la loi pénale, alors que notre arsenal législatif offre d'autres possibilités, de nature civile, pour sanctionner un dirigeant avide et autocrate ? L'arrêt rendu, au terme d'un processus judiciaire chaotique, par la Cour d'appel de Versailles, le 19 mai 2011, a, de façon non encore définitive, répondu par l'affirmative à ces questions en condamnant Antoine Zacharias pour abus de pouvoirs à une amende de 375 000 euros, peine pécuniaire maximum prévue pour ce délit. Parce que cette affaire est au cœur de problématiques de gouvernance et que ses avatars ont semé la perplexité au sein des conseils d'administration, il paraît utile, avec le recul de quelques mois, et en attendant l'arbitrage de la Cour de cassation, de clarifier, sur un plan juridique, les raisons de ses discordances. Dans un contexte fortement médiatisé, les juges de la Cour d'appel de Versailles se sont fait juges de la Gouvernance de l'entreprise en définissant eux-mêmes l'intérêt social en fonction des règles éthiques qu'ils estiment juste d'imposer... L'exigence de vertu du mandataire social prend ainsi une place que le législateur n'avait pas prévu de lui donner et, surtout, attribue aux juges un rôle qu'il serait malsain de consacrer. Dans cette affaire, la recherche d'exemplarité semble avoir occulté l'analyse juridique.

La justice pénale est humaine. C'est sa plus grande qualité...et aussi son plus grand défaut.

La décision rendue le 19 mai 2011 par la Cour d'appel de Versailles à propos de la rémunération d'Antoine Zacharias illustre particulièrement l'aléa, et donc l'insécurité, qui peuvent naître de la justice humaine.

Mon propos n'est pas de juger la pertinence morale de cette décision, qui vient en réponse à une indignation publique et à l'évolution des principes de gouvernance des entreprises.

Mon point de vue est ici celui d'un juriste

Les juges, aussi respectables que soient leurs convictions personnelles, se doivent d'appliquer la loi, dont ils tiennent leur pouvoir et leur légitimité, sans en trahir l'esprit.

Il ne leur revient pas de l'adapter librement, encore moins d'en modifier le sens, même s'il s'agit de réprimer un comportement nuisible ou immoral.

Mais la loi pénale a beau être d'interprétation restrictive, elle s'inspire, pour appréhender l'infinie créativité et malignité des comportements humains, de principes de conduite généraux, évite donc de décrire de façon trop détaillée les comportements qu'elle réprime, et en conséquence laisse au juge une certaine latitude dans l'usage qu'il en fait.

A ce dernier revient ainsi, pour la défense de l'intérêt général, la mission délicate de régler en permanence, au cas par cas et dans les strictes limites permises, le curseur de la répression, en fonction des évolutions de la société, des moyens technologiques et de la sensibilité de l'opinion publique. Lorsqu'il juge des acteurs économiques, il ne peut en outre faire abstraction de l'impact de ses décisions sur les marchés, la compétitivité des entreprises, l'attractivité du territoire national... Bref, il lui appartient, afin de défendre au mieux l'intérêt collectif, d'user avec intelligence et indépendance de la liberté d'appréciation que lui consent la loi. Une infraction pénale, plus que toute autre, illustre la difficulté de l'exercice : l'abus des biens sociaux ou, pour être plus précis, le fait, pour un mandataire social, à des fins personnelles, d'user des biens ou du crédit de sa société, ou encore des pouvoirs qui s'attachent à son mandat, d'une façon qu'il sait contraire aux intérêts de la société.

Ces comportements déviants, réunis dans un même article, souvent confondus par les juges, sont définis d'une façon si large que les textes qui les répriment ont souvent été qualifiés de « fourre-tout » juridique.

L'application qui en est faite par les tribunaux a fréquemment été critiquée, en ce qu'elle a conduit à sanctionner des agissements frauduleux dont des textes spécifiques n'autorisaient pas la répression. Le recours à l'incrimination d'abus de biens sociaux pour atteindre des faits de corruption, par exemple, afin de contourner des difficultés insurmontables relatives à l'administration de la

preuve et à la prescription de ces faits, a constitué par le passé l'illustration la plus marquante de ce détournement.

Bien que défendus par nombre de juristes au nom de l'efficacité répressive, de tels artifices juridiques procèdent, il faut bien l'admettre, d'un dévoiement de l'esprit de la loi.

En effet, la nature des intérêts protégés par le délit de corruption et d'abus de biens sociaux sont différents : intérêt général s'agissant de la corruption, intérêt social dans le cas de l'abus de biens.

C'est d'ailleurs parce qu'ils étaient conscients de cette difficulté que les juges, pour donner à leur décision une apparente orthodoxie juridique, ont énoncé que le recours à un moyen illicite pour défendre les intérêts de la société, versement d'un pot de vin pour obtenir un avantage fiscal par exemple, était nécessairement contraire à l'intérêt social. La décision de la Cour d'appel de Versailles du 19 mai 2011, ayant condamné Antoine Zacharias au titre des rémunérations qui lui ont été allouées par Vinci, relance le débat. Bien qu'inspiré par de toutes autres considérations, à savoir le désir de répondre à l'émotion suscitée, en pleine crise économique, par l'annonce des rémunérations pharaoniques attribuées à un dirigeant d'entreprise, cet arrêt repose la question du bon usage de l'incrimination d'abus de biens sociaux. Ici, la critique qui peut être adressée aux juges n'est pas d'avoir usé de cette qualification pour réprimer des faits dont la sanction est prévue par un autre article du code, mais de lui faire dire ce qu'elle ne dit pas pour permettre la condamnation d'un comportement que le législateur n'avait pas prévu de sanctionner pénalement. Il procède de la même tentation des juges à étendre jusqu'à la rupture la notion d'intérêt social.

Les faits qui sont à l'origine de cette procédure sortent, à l'évidence, du cadre habituel d'application du délit d'abus de biens à la rémunération d'un mandataire social, qui suppose que son montant soit gravement préjudiciable à la société, parce que disproportionné à la situation financière de celle-ci, et/ou parce que ne pouvant tirer sa justification du travail fourni. Ce qui est en cause ici, c'est le désir impérieux, et ouvertement revendiqué, d'un dirigeant autocrate de tirer profit à titre personnel, de la réussite éclatante de sa société dont le mérite, nul ne le conteste, lui revient largement.

Pour y parvenir, on comprend qu'il a exprimé le souhait d'un déplafonnement de sa rémunération, et l'adoption d'un nouveau mode de calcul qui, à court terme, ne pouvait qu'entraîner une spectaculaire variation à la hausse de celle-ci, compte tenu de l'excellence des résultats prévisibles, alors qu'il avait décidé de prendre rapidement sa retraite, et

que le calcul de celle-ci, comme de son indemnité de départ, allait en être très significativement et favorablement impacté. Il ne semble pas douteux qu'il ait joué de son influence pour obtenir des décideurs un système de rémunération conforme à ses vœux. Du comité des rémunérations et du conseil d'administration tout d'abord, dont aucun des membres n'a exprimé son opposition aux chiffres faramineux auxquels aboutissait ce nouveau système de calcul, puis de l'assemblée générale, tout aussi bienveillante

### **Mauvaise gouvernance ? Faute de gestion ? Ou comportement passible des foudres de la loi pénale ?**

Un résultat tangible en tout cas: des chiffres qui, en valeur absolue, donnent le vertige et ont suscité une réaction morale et idéologique d'indignation...

L'émotion suscitée par ces chiffres a envahi les prétoires, déchaînant les passions chez les magistrats, au point de conduire, à chaque étape de la procédure, à des appréciations si fortement contrastées qu'elles ont donné de la Justice une vision chaotique, peu rassurante pour les justiciables. Alors qu'en première instance, le Tribunal correctionnel de Nanterre avait, dans son jugement du 26 mars 2010, répondu par la relaxe au réquisitoire vengeur du Procureur, la Cour d'appel, saisie sur appel de celui-ci, a condamné le prévenu en dépit des réquisitions de l'avocat général tendant à sa relaxe....Le fait que ce dernier, usant de la liberté de parole que la loi donne à tout représentant du ministère public lorsqu'il requiert à l'audience, ait pris le contre-pied de la position exposée par écrit, par son collègue du parquet dans la requête d'appel, ajoute encore au trouble que génère le traitement judiciaire de cette affaire..

Cette cacophonie naît de ce que la conception que l'on a de l'objet social dans notre pays a fortement évolué, déterminée par ses sous-jacents idéologiques, sociologiques et économiques, induisant des standards de gouvernance de plus en plus exigeants...

La tentation devient grande, alors, pour les juges de sanctionner le non respect de règles éthiques, principes de *soft law* non imposés par la loi, comme s'il s'agissait d'infractions pénales.

Jusqu'ici, lorsque la rémunération d'un dirigeant a justifié une condamnation sous la qualification d'abus de biens sociaux, c'était toujours parce qu'elle était jugée excessive au regard de la situation économique de la société et/ou de la disproportion avec les services rendus. Il s'agissait d'éléments simples à appréhender et mesurables, permettant de caractériser une appropriation frauduleuse, contraire à l'intérêt social.

Ces critères n'étaient en rien réunis dans ce dossier, puisque nul n'a contesté qu'Antoine Zacharias avait rendu de très éminents services à la société Vinci, tous le considérant comme l'artisan de la prospérité de cette entreprise.

En première instance, le Parquet, afin de contourner cette difficulté, a fait preuve d'innovation en soutenant que les faits reprochés au prévenu, qu'il avait tout d'abord qualifiés d'abus de biens sociaux étaient en réalité constitutifs d'un abus de pouvoirs, les décisions prises, tant par le comité des rémunérations, le conseil d'administration et l'assemblée générale ayant été manipulées par Antoine Zacharias. Il en concluait que les conséquences financières de cet abus de pouvoir caractérisaient l'abus de biens sociaux, tout en

laissant les décideurs, membres du comité des rémunérations et du conseil d'administration, à l'abri de toute poursuite.

Le jugement du Tribunal de Nanterre a réfuté cette analyse, en répliquant qu'un abus de pouvoirs, même s'il a des conséquences financières, ne constitue pas nécessairement un abus de biens sociaux en l'absence d'éléments mettant en évidence une atteinte à l'intérêt social de Vinci, que celle-ci ne dénonce d'ailleurs pas, et que « *le juge pénal n'est pas juge de la gouvernance* ».

Le Parquet ayant interjeté appel de cette décision, la Cour d'appel de Versailles a admis que la rémunération octroyée par décision du conseil d'administration de Vinci à son Président, avalisée par l'assemblée des actionnaires, ne peut être considérée comme excessive, ni au regard de l'apport de ce dirigeant, ni en considération de la capacité financière de la société Vinci, notoirement florissante, et donc, sans l'écrire explicitement, que les éléments constitutifs de l'abus de biens n'étaient pas juridiquement réunis, faute d'atteinte à l'intérêt social.

### **Mais, quittant le terrain du droit, la Cour a ensuite rejoint celui de la morale.**

Par un tour de « passe-passe » magistral qui relève de la prestidigitation, l'arrêt énonce que l'abus de biens sociaux et l'abus de pouvoirs, procédant du même usage abusif du statut de dirigeant à des fins personnelles et contraire à l'intérêt social, et étant réprimés par les mêmes peines, sont au fond tellement semblables que l'on peut bien requalifier les faits en abus de pouvoirs.

Exit donc l'abus de biens sociaux...

Ce qui a permis aux juges de se concentrer exclusivement sur le processus décisionnel ayant abouti aux avantages financiers incriminés, en retenant les éléments accréditant les interventions très volontaristes du prévenu sur le remplacement des membres du comité des rémunérations, et en soulignant le manque de débat au sein du conseil d'administration, et le défaut général de transparence sur les éléments ayant déterminé la décision.

La Cour, sans davantage s'interroger sur la responsabilité personnelle des administrateurs, leur pouvoir propre, leur absence d'opposition aux décisions critiquées et sur le caractère collégial de celles-ci, en a déduit qu'Antoine Zacharias avait privé ces organes de leur indépendance, en en faisant « les instruments de son propre intérêt ».

Elle se contente de relever qu'il s'agit là d'« *actes contraires et déviants par rapport au pouvoir légal qui lui avait été confié* », qu'ils « *allaient en outre à l'encontre des recommandations relatives à l'éthique des dirigeants d'entreprises* », qu'ils « *ont eu des conséquences sur les charges financières et sur l'image de la société Vinci* » ; et que, par voie de conséquence, ils doivent justifier une condamnation pénale pour abus de pouvoirs.

Bref, dès lors qu'un dirigeant se conduit d'une façon pouvant être considérée comme non éthique, et que cette mauvaise conduite a occasionné une charge pour l'entreprise, il serait surabondant de s'interroger sur l'existence, ou non, d'une atteinte à l'intérêt social, élément constitutif de l'infraction pourtant imposé par le législateur pour caractériser l'illégalité du comportement incriminé.

L'exigence de vertu du mandataire social prend ainsi une place que le législateur n'avait pas prévu de lui donner et attribue aux juges un rôle qu'il serait malsain de consacrer.

Qu'Antoine Zacharias ait, à l'approche de son départ, privilégié son intérêt personnel sur celui de son entreprise est avéré. Qu'il s'agisse là d'un comportement critiquable sur le plan de l'éthique ne l'est pas moins.

Mais est-ce suffisant pour considérer que cet arbitrage, qui a été avalisé par les organes sociaux, qui n'a en rien mis en péril la société Vinci et qui trouve au contraire son fondement dans le formidable développement qu'elle a connu sous sa direction, était nécessairement contraire à l'intérêt social ?

Est-ce suffisant pour, en conséquence, en faire une affaire pénale ?

La révocation ad nutum n'est-elle pas plus adaptée pour régler ce type de comportement ? L'action civile n'est-elle pas faite pour évaluer et réparer le préjudice subi par la société en cas de faute de gestion imputable à son dirigeant ?

La décision prise par la Cour d'appel de Versailles est dangereuse, car porteuse de dérives évidentes et d'insécurité juridique. Elle autorise le juge pénal à se faire le juge de la gouvernance de l'entreprise en définissant lui-même l'intérêt social en fonction des règles éthiques qu'il estime juste d'imposer.

Les magistrats ne sont pas les mieux placés pour apprécier l'équilibre des pouvoirs entre les différents organes de la société, comprendre celui qui permet la meilleure protection des intérêts sociaux.

Le regard qu'ils semblent, en l'espèce, avoir porté sur le rôle des administrateurs, « instruments » de l'intérêt personnel du Président, est très révélateur à cet égard.

**La vraie question que pose ce dossier est pourtant celle de la responsabilité et de l'indépendance des administrateurs.**

Car la leçon la plus troublante que nous livre cette histoire n'est pas l'avidité d'un homme, hélas commune. C'est le fait que certains des administrateurs, qui prétendent aujourd'hui avoir été opposés au dé plafonnement de la rémunération

d'Antoine Zacharias, qui affirment avoir, pour cette raison, été désavoués et remplacés par celui-ci comme de simples pions dans leurs fonctions au sein du comité de rémunérations, aient ensuite continué à exercer leurs pouvoirs d'administrateurs, touché leur jetons de présence et, avec une belle unanimité, avalisé des décisions qu'ils réprouvaient.

**Dans cette affaire, la recherche d'exemplarité semble avoir occulté l'analyse juridique.**

Pourvu que la Cour de Cassation, saisie d'un pourvoi, trouve enfin dans cette affaire l'occasion de préciser les contours de l'atteinte à l'intérêt social et les lignes de partage entre l'abus des biens, l'abus de pouvoirs et la faute de gestion. Bref, de mettre un terme à la confusion qui semble s'instaurer entre l'éthique et le droit.

Car, même si, sous l'impulsion de diverses recommandations, s'imposent progressivement une plus grande transparence et une amélioration de la qualité de l'information sur le mode de calcul de la rémunération des dirigeants, si le nombre des comités des rémunérations présidés par un administrateur indépendant augmente sans cesse, si une plus grande attention est portée à la prévention des conflits d'intérêts, personne n'a la naïveté de croire que l'autorégulation, bien que probablement le moins mauvais des systèmes en cette matière, suffira pas à empêcher les abus.

Or, à chaque fois qu'ils se produiront et seront portés en justice, il reste essentiel, dans un Etat de droit, que le juge qui en sera saisi reste strictement dans le rôle que lui assigne la loi et, sans méconnaître les principes éthiques qui s'imposent aux entreprises, évite de s'ériger en arbitre de la gouvernance.

Il en va de la sécurité juridique des entreprises, paramètre d'importance croissante dans l'appréciation de l'attractivité économique d'un pays...

**Anne-José FULGERAS**

Conseiller Spécial auprès du Secrétariat Général, Natixis

[anne-jose.fulgeras@natixis.com](mailto:anne-jose.fulgeras@natixis.com)

[www.natixis.com](http://www.natixis.com)

### POINT DE VUE INVESEUR

## LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS EUROPEENS ONT DES VISIONS DIVERGENTES DE L'INVESTISSEMENT RESPONSABLE MAIS PARTAGENT UNE ATTENTION CROISSANTE AUX RISQUES ESG

Paris, le 28 novembre 2011 : Pour la seconde fois, Novethic publie les résultats de son enquête annuelle «Perceptions et pratiques d'intégration ESG (Environnementaux, Sociaux et Gouvernance) des investisseurs institutionnels européens», avec le soutien de BNP Paribas Investment Partners. En 2011, plus de 250 investisseurs institutionnels ont été interrogés dans 11 pays sur l'intégration de critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG) dans la gestion d'actifs. Les réponses de ces acteurs qui gèrent conjointement 4540 milliards d'euros d'actifs montrent une appropriation progressive de la notion de risques ESG, même si la définition de ce que doit être l'investissement responsable reste très différente d'un pays à l'autre.

Si, en moyenne, les investisseurs européens interrogés assimilent l'investissement responsable à un triptyque qui allie la sélection d'émetteurs sur des critères ESG, l'attention portée à leurs pratiques de développement durable et les exclusions éthiques, ces dernières prennent une importance très variable d'un pays à l'autre. Elles sont mises en avant

par plus de 75% des Allemands, des Hollandais, des Danois ou des Suédois et par moins de 40% des Français et des Britanniques.

L'exclusion d'entreprises ou de secteurs en raison des risques ESG qu'ils représentent arrive ensuite puisqu'elle est citée par 43% des répondants européens. Cette dimension est très

présente dans certains pays comme le Danemark (73%) ou la Finlande (75%), elle l'est beaucoup moins dans d'autres puisqu'en France, par exemple, elle n'est mentionnée que par 28% des répondants.

**Entre 2010 et 2011, deux facteurs incitatifs pour l'intégration des critères ESG ont pris de l'importance :**

- la contribution au développement durable est passée de 46% à 51%
- la maîtrise des risques de long terme a gagné 6 points pour atteindre 25 %.

Cela se traduit plus particulièrement par une reconnaissance de l'apport de l'analyse ESG à l'analyse financière. 53% des répondants déclarent qu'elle leur semble nécessaire pour tous les émetteurs afin d'élargir leur appréhension des risques et opportunités. **Pour mettre en oeuvre des politiques d'investissement responsable**, la meilleure source d'information semble être, pour les investisseurs interrogés, les agences de notation spécialisées (45% achètent leurs notes), la pratique la plus répandue est la mise en place d'une charte (42% en ont déjà une et 18% la préparent) mais ils ne sont que 25% à disposer d'analystes ESG internes.

Bien que les investisseurs européens semblent prendre conscience de certains enjeux, cela ne se traduit pas forcément en actes puisque moins d'un quart d'entre eux déclarent avoir révisé leur politique d'investissement à la suite d'événements comme l'explosion de la plate-forme de BP ou les changements de régime liés au Printemps arabe.

Dans le cas de l'explosion de la centrale de Fukushima, seuls 16% des investisseurs interrogés disent avoir revu leur exposition au secteur du nucléaire.

### Risque de réputation

L'investissement éthique, qui consiste à exclure certains secteurs pour des raisons morales ou religieuses, est très lié au sentiment que peuvent avoir les répondants d'un risque de réputation auprès de leurs clients ou bénéficiaires, c'est-à-dire celui d'être mis en cause médiatiquement ou de faire l'objet de campagnes d'ONG sur la nature de leurs investissements. Cette crainte est très répandue en Europe du Nord, beaucoup moins dans le Sud. Il est intéressant de noter malgré tout la progression fulgurante de certains sujets. Les armes controversées (mines antipersonnel ou bombes à sous-munitions) sont mises à l'index par 80% des investisseurs interrogés. Cette thématique était inexistante il y a une dizaine d'années. Les paradis fiscaux et les matières premières semblent moins problématiques mais sont quand même mentionnés par respectivement 42% et 34 % du panel. Pour éviter d'avoir en portefeuille des titres à risques à la fois pour leur réputation et aussi parce que les entreprises controversées peuvent le payer cher en termes de résultats financiers, **il faut souligner la montée en puissance d'une nouvelle pratique : l'exclusion normative**. Parmi les 40% du panel qui intègre une analyse ESG pour tous leurs placements en actions, 62% font de l'exclusion normative qui consiste à éliminer les entreprises coupables de violations avérées des grandes conventions internationales.

**Novethic**

[www.novethic.fr](http://www.novethic.fr)

Nous reprenons le communiqué de Novethic du 28 novembre 2011 avec l'aimable autorisation de sa Direction.

### POUR VOTRE INFORMATION

-Le Welcom Diner, organisé le 11/09/2011 la veille de la Conférence annuelle de l'ICGN par Deloitte, l'INSEAD et l'AFGE, a réuni à Paris dans les salons du Cercle Interallié plus de 50 participants : des investisseurs institutionnels nord-américains et européens, des universitaires, des dirigeants d'entreprise et de l'administration. Le compte rendu sera mis sur les sites des trois partenaires.

-Le Prix du Gouvernement d'Entreprise remis le 09/12/2011 par l'AFGE, a récompensé les meilleurs travaux de recherche en Master 2 « Droit Comparé des Affaires » de l'Université Lumière Lyon2.

-Les conclusions du groupe de travail de l'AMF sur les AG des sociétés cotées (1ère réunion 10/05/2011), présidé par Olivier Poupart-Lafarge, devraient être présentées à la fin décembre 2011.

### POINT DE VUE ENTREPRISE

#### UN NOUVEAU PACTE SOCIAL FONDE SUR LA CONFIANCE ET LA PERFORMANCE

Au premier abord, performance financière et responsabilité sociale semblent difficiles à concilier, comme si la poursuite de l'une devait fatalement s'effectuer au détriment de l'autre. Un fossé s'est ainsi creusé entre le « social » et le « financier » au sein de l'entreprise.

Preuve que cet antagonisme est enraciné dans les usages, les Ressources Humaines sont systématiquement assimilées à une « charge » dans le vocabulaire comptable. Quant à l'annonce d'un plan de restructuration ou de réduction de la masse salariale, elle est généralement appréciée par les marchés financiers. Dans le même temps, la défiance des salariés français à l'égard de l'entreprise s'accroît : si deux-tiers d'entre eux s'estimaient déjà « perdants » dans leur travail en 2009 (sondage TNS Sofres / Altedia1), les développements économiques récents ont engendré une véritable crise de confiance, au point qu'aujourd'hui, près

d'un quart d'entre eux songe à quitter son entreprise et seulement 50% d'entre eux disent y être fortement attachés (contre 61% en 2007).

Face à ce constat, il apparaît donc nécessaire de restaurer une relation de confiance et de mettre fin au clivage entre les dimensions sociale et financière de l'entreprise. Cette réconciliation est appelée de leurs vœux par les différentes parties prenantes de l'entreprise qui expriment de fortes attentes en matière sociale (salariés, analystes/ investisseurs, pouvoirs publics, consommateurs, sous-traitants).

La « **responsabilité sociale** » fait aujourd'hui partie intégrante du vocabulaire commun pour désigner le rôle de l'entreprise en matière sociale. Mais cette notion ne permet pas de mesurer toute la portée stratégique de l'engagement des entreprises dans ce domaine.

La notion de « **performance sociale** » peut venir en complément. Bien qu'elle suscite ci ou là quelques réserves - chez ceux qui redoutent une simple transposition à l'humain de la « froide logique comptable » - cette notion met en exergue la dimension stratégique que peut revêtir la politique sociale, ainsi que les bénéfices qu'elle peut apporter à l'entreprise.

A l'heure actuelle, le recours pratique à la « performance sociale » est encore embryonnaire.

Pourtant, au cœur de nos modèles de croissance, il est urgent de replacer les femmes et les hommes, car cette croissance viendra d'eux. Les chiffres, l'économique, le financier sont – ils – ou resteront-ils durablement - une source d'angoisse pour les femmes et les hommes de l'entreprise ?

Ou bien peut-on croire, et travailler à ce que ces deux mondes, celui des chiffres, d'un côté ; celui des femmes et des hommes de l'autre, s'approprient, se démystifient et se renforcent mutuellement ? Bien sûr, ces deux mondes n'utilisent pas les mêmes mots, ils n'envisagent pas les mêmes horizons de temps, ils ne visent pas les mêmes publics et ils n'éprouvent pas les mêmes inquiétudes, ni les mêmes angoisses. L'un se vit comme un centre de profit ; l'autre, comme une source de coûts. Mais au fond, il s'agit dans les deux cas d'une expertise. L'une est fonctionnelle, l'autre, opérationnelle.

Les chiffres, d'un côté, les femmes et les hommes de l'autre, sont les 2 piliers fondateurs de l'entreprise, les deux jambes qui lui permettent d'avancer avec équilibre, donc avec force. **La performance financière ne peut exister que s'il y a des femmes et des hommes pour produire.** De la même façon, la performance sociale ne peut elle-même exister sans repères, sans cadre et sans outils de pilotage.

Si ces deux mondes décident non seulement de cohabiter, mais surtout d'unir leurs forces, alors l'entreprise n'en sera que plus grande, plus belle, plus puissante, elle aussi... Y compris aux yeux de la Société Civile, qui a un immense besoin de cette entreprise rééquilibrée. Car aujourd'hui, la Société Civile est fragilisée : éducation, famille, religion, Etat, tous ses repères « habituels » sont en crise...

l'entreprise est aujourd'hui l'un des derniers remparts structurants pour la collectivité....

Lancé en mars 2010 par Capitalcom en collaboration avec le Lien Public - le Mouvement « Pour un Nouveau Pacte Social Fondé sur la Confiance et la Performance » est un laboratoire d'idées et de projets tourné vers les actions concrètes, visant à repenser la relation entre le « social » et le « financier ». De façon inédite, les Directeurs des Ressources Humaines et/ou de la Communication et les Directeurs Financiers et/ou de la Communication Financière des entreprises membres du Mouvement se sont réunis de manière régulière autour d'experts du monde politique, économique et social. Nourris par la vision d'experts et les expériences des entreprises membres, les travaux du Mouvement ont vocation à ouvrir le débat avec l'ensemble des parties prenantes et à lancer de nouvelles pistes de réflexion au sein des grandes entreprises. Ainsi, le 25 octobre 2011 - 6 grands groupes : **France Télécom Orange, GDF SUEZ, General Electric, L'Oréal, Renault et SUEZ Environnement ont souhaité partager, lors d'une Grande Matinale, les fruits de leurs travaux de réflexion** - qu'ils mènent depuis plus d'un an - pour ouvrir le débat sur l'interaction entre la performance sociale et la performance financière de l'entreprise. Ensemble, ils ont élaboré un corpus de pistes de réflexion, visant à définir cette performance sociale, à l'intégrer progressivement au pilotage stratégique de l'entreprise et enfin à **donner un nouvel élan à l'engagement social de l'entreprise**. En ce qui concerne l'intégration de la performance sociale au pilotage stratégique de l'entreprise, ces pistes proposent notamment de l'intégrer à la gouvernance, en abordant la performance sociale lors des séances du Conseil d'Administration, au rythme d'une fois par semestre, en indexant une part de la rémunération variable des dirigeants et des managers sur l'atteinte des objectifs sociaux que l'entreprise s'est fixés et en favorisant les interactions entre expertises RH et Financière, à travers des rencontres plus régulières, des prises de parole communes devant les investisseurs, les partenaires sociaux, etc.

**L'objectif de ce Mouvement** est de partager et d'emmener avec lui le plus grand nombre d'entreprises - en France, en Europe et dans le monde - dans **cette démarche d'intégration de la responsabilité sociale et de la responsabilité financière**.

**Caroline de LA MARNIERRE**

Présidente et Fondatrice, Capitalcom

[cdelamarnierre@capitalcom.fr](mailto:cdelamarnierre@capitalcom.fr)

Veillez consulter le site web [www.capitalcom.fr](http://www.capitalcom.fr) pour connaître les derniers travaux de Capitalcom : Livre Blanc « La performance peut-elle être sociale ? » ; la vidéo de la Grande Matinale de réflexion du Mouvement pour un Nouveau Pacte Social...

### POINT DE VUE ENTREPRISE

#### 2011 : LES VALEURS MOYENNES S'INVESTISSENT DE PLUS EN PLUS DANS LE DEVELOPPEMENT DURABLE

Paris, le 3 octobre 2011 : le Gaia Index est devenu en l'espace de 3 ans la base de données extra financière (ou ESG pour Environnement, Social et Gouvernance) de référence dédiée aux valeurs moyennes et a contribué à mobiliser les équipes de management sur l'importance des critères ESG.

**Des émetteurs de plus en plus concernés**

Sur le panel de 230 valeurs suivies représentant 140 milliards d'euros de chiffre d'affaires et près d'un million d'emplois, nous constatons une croissance significative des taux de réponses, traduisant l'attention croissante portée par ces entreprises au développement durable. Le travail pédagogique mené auprès des émetteurs par les partenaires du Gaia Index et notamment EthiFinance, IDMidCaps et

l'association MiddleNext porte ses fruits : le taux de réponses a atteint 62% contre 46% il y a 2 ans alors que le nombre de questions a progressé de 35%. Le taux de réponses aux questions relatives à l'environnement est passé de 22% à 39% alors même que le nombre de question a progressé de 70%.

### ESG, socle des performances futures

L'analyse des critères ESG est jugée décisive pour mesurer la qualité de gestion des entreprises. Les investisseurs,

soucieux d'accroître la performance de leur placement sur le moyen terme, y sont donc de plus en plus attentifs. Les partenaires du Gaia Index estiment que la démarche est particulièrement intéressante pour les valeurs de croissance, à condition que les informations demandées restent pragmatiques et à la portée de ces émetteurs. L'indice Gaia Index est une sélection des 70 valeurs les mieux notées du panel Gaia Index. Les résultats au 30 septembre 2011 sont probants :

Période	Indice Gaia Index	CAC mid & Small (CMS)	CAC 40
Sur 2 ans glissants	9.8%	-5.8%	-21.4%
Sur 1 an glissant	-1.2%	-10.8%	-19.7%
En 2010	21.8%	18.0%	-3.3%
Depuis le 01/01/ 2011	-9.2%	-18.7%	-21.6%

Ces écarts de performance s'accompagnent d'une faible volatilité. Au cours des 24 derniers mois, l'indice CMS a connu 12 mois baissiers au cours desquels l'indice Gaia Index l'a surperformé à 11 reprises. Ces performances positionnent cette sélection dans le Top 15 des meilleurs fonds valeurs moyennes en France.

La première « responsabilité » sociétale d'une valeur de croissance est la création d'emplois et de richesses. Ces performances sont notamment liées à la prise en compte des critères de développement durable. Les entrepreneurs ont compris ces enjeux et s'y investissent.

### A propos de GAIA Index

Lancé en octobre 2009 par IDMidCaps et Ethifinance avec le soutien de la SFAF et de MiddleNext, le système d'information GAIA Index permet de déterminer

l'engagement des valeurs moyennes françaises dans les critères extra financiers (Environnement, Social, Gouvernance). Le panel GAIA Index 2011 est constitué de 230 sociétés cotées réparties sur trois secteurs représentatifs de l'économie française : l'industrie, les services et la distribution.

Ce panel de 230 sociétés représente 140 milliards d'euros de chiffres d'affaires, 55 milliards d'euros de transactions annuelles et près de 1 million de salariés. La méthodologie s'appuie sur 94 questions, dont 27 sur l'environnement, 24 sur le critère social et 33 sur la gouvernance.

La méthodologie de notation Gaia Index permet de classer ces 230 sociétés et d'en extraire un indice composé des 70 sociétés disposant des meilleures notations. Cet indice pondéré est calculé tous les mois.

**Ethifinance - Agence de notation extra-financière : Emmanuel de La Ville, Président [emmanuel.delaville@ethifinance.com](mailto:emmanuel.delaville@ethifinance.com)**

**IDMidCaps - Analyse financière indépendante : [gfaizean@idmidcaps.com](mailto:gfaizean@idmidcaps.com) ; Presse New Cap : [nmerigeau@newcap.fr](mailto:nmerigeau@newcap.fr)**

## AVIS D'EXPERT

### TRADING A HAUTE FREQUENCE :

#### QUELS ENJEUX POUR LA REPRESSION DES FRAUDES ?

Aujourd'hui, 90% des ordres envoyés sur le marché actions en Europe et environ 30% des transactions, sont émis par des traders à haute fréquence. Ces chiffres sont encore plus importants aux Etats-Unis. Le trading à haute fréquence sous-tend quatre types de risques : un stress excessif pour l'infrastructure de marché ; un risque de comportement imprévu d'un algorithme ou ce qu'on appelle un algorithme fou ; l'éviction des autres intervenants du marché, notamment des investisseurs particuliers. Un dernier risque est lié à la surveillance du régulateur. La vitesse et la complexité du trading à haute fréquence rend difficile une surveillance efficace pour identifier des pratiques dommageables.

Les autorités de régulation et notamment l'AMF doivent se livrer à des investigations ambitieuses pour déceler qui est à l'origine de l'ordre et rassembler des indices permettant de caractériser le comportement répréhensible assimilable à une manipulation de marché.

Depuis plus d'un an, l'AMF s'est penchée sur des problématiques liées au trading à haute fréquence. Des outils ont été construits et adaptés pour mieux analyser les carnets d'ordres avec une analyse des stratégies à court horizon. En termes de statistiques, les enquêtes relatives aux manipulations de cours constituent environ 20% des

enquêtes menées par l'AMF. Sur ces 20%, la proportion des affaires liées au trading à haute fréquence est encore moindre.

Le trading à haute fréquence conduit l'AMF à affronter plusieurs challenges importants. Il faut traiter de plus en plus de données pour pouvoir caractériser un manquement et mettre en évidence des profits indus significatifs, plusieurs giga octets, parfois des terra octets (soit 1000 giga octets). Cela représente des volumes importants pour un dossier. Les taux d'annulation et les vitesses d'annulation sont vertigineux. «On arrive aujourd'hui à des taux d'annulation

de plus de 99%. Certains ordres sont annulés moins d'une milli seconde après avoir été saisis, voire pour certains cas vingt micro secondes», commente Sophie Baranger, secrétaire générale adjointe à la direction des enquêtes et des contrôles de l'AMF. Ce volume significatif et la rapidité de la passation des ordres posent des problématiques essentielles sur le plan juridique : la possibilité d'imputer le manquement et de le caractériser.

## L'identification de l'opérateur

La détection d'une manipulation de cours découlant d'opérations de trading à haute fréquence pose tout d'abord la question de l'identification de l'acteur ou des acteurs auteur(s) des opérations douteuses. Des obstacles juridiques se posent à la création de présomptions d'imputabilité des fraudes sur les auteurs présumés. Depuis 1999, le Conseil constitutionnel prohibe les présomptions de responsabilité pénale ou quasi pénale. Des éléments de preuve pour l'identification de l'auteur présumé de la fraude sont nécessaires.

«Or, dans des techniques classiques de fraude à distance, les opérateurs qui utilisent les services informatiques vont se connecter sur des serveurs proxy situés à l'étranger, de préférence sur des territoires très peu coopératifs en matière judiciaire, pour lesquels l'obtention des adresses IP pour l'identité électronique du fraudeur sera compliquée à obtenir. Certains opérateurs peuvent opérer à partir de cyber cafés depuis lesquels ils se connectent sur des serveurs de négociation», commente Eric Dezeuze, avocat associé au sein du cabinet Bredin Prat, et professeur associé à Paris V.

Dans une récente affaire, Kraay, jugée par l'AMF cette année, impliquant une série d'actes de saisie émis depuis un local unique où opéraient vingt-deux traders sur les mêmes serveurs et sur les mêmes plateformes sur vingt-cinq titres, la notification de grief s'est limitée à une seule société de trading unipersonnelle - pour laquelle l'identification était aisée dès lors que toutes les opérations avaient été débouclées sur son compte - et à cinq titres seulement. L'ambition de l'enquête a donc été doublement limitée. «Cette affaire n'impliquait pas du trading à haute fréquence, ni du trading algorithmique, mais les techniques semblables exécutées avec la vitesse d'un index un peu agile sur une souris ordinaire», précise Jean-Claude Hassan,

président de la 2e section de la Commission des sanctions de l'AMF.

## La caractérisation de la fraude

Un autre défi pour l'autorité de régulation réside dans la dissimulation de l'opération frauduleuse. Dans certains cas, l'avalanche des ordres provoqués par ces logiciels de trading à haute fréquence noie des ordres suspects dans la masse. «Le régulateur américain s'est posé la question de certaines possibilités d'accéder aux ordres qui ont pu déferler dans les ordinateurs centraux de la place de marché à l'occasion du flash krach du 6 mai 2010. La SEC a été incapable de recueillir l'intégralité des données transmises au marché provoqué par l'emballement d'un algorithme. Un fraudeur mal intentionné peut se servir des algorithmes comme véhicules de dissimulation», explique Eric Dezeuze. «Certaines données qui pourraient permettre de reconstruire le carnet d'ordre ne sont pas toujours disponibles avec la qualité souhaitée», ajoute par ailleurs Sophie Baranger.

Les plateformes ne conservent pas les données avec un degré suffisant de précision, les vitesses d'annulation étant extrêmement rapides. «Si vous avez des données conservées à la seconde, quand vous avez des ordres annulés à la micro seconde, vous ne parvenez pas à reconstituer l'ensemble du film avec une précision suffisante», observe la secrétaire générale adjointe de l'AMF.

Les moyens de certaines plateformes ne sont pas assez robustes. Certaines plateformes n'existent plus. Il n'y a donc pas d'archives. «L'échelle de temps séparant deux étapes du carnet d'ordre est devenue tellement infime qu'il est quasiment impossible de synchroniser ce qui se passe sur les différentes plateformes», constate Sophie Baranger. Dans certains cas enfin, la technologie peut en elle-même être le facteur de mise en œuvre de la fraude à travers la création d'algorithmes frauduleux. Il faudrait donc avoir accès à l'algorithme. Cependant peuvent se poser des problématiques de secret professionnel, de coopération entre autorités d'enquête et autorités judiciaires quand l'algorithme se trouve à l'étranger. Et en cas d'accès à l'algorithme, la capacité pour les analystes de repérer l'algorithme de fraude constitue une difficulté supplémentaire.

**Imen HAZGUI**

Journaliste à EasyBourse

[ihazgui@easybourse.com](mailto:ihazgui@easybourse.com) , [www.easybourse.com](http://www.easybourse.com)

Cet avis d'expert mis en ligne par EasyBourse le 29 novembre 2011 avec l'aimable autorisation de l'auteur et de la rédaction

## BULLETIN D'ADHESION A L'AFGE POUR L'ANNEE 2012

(AFGE) Association Française du Gouvernement d'Entreprise

Nom : ..... Prénom : .....

Fonction : .....

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

Adresse : ..... Télécopie : .....

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

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

## L'Institut Louis Bachelier - Centre d'Innovation Financière

### Missions :

Créé en Septembre 2008 par l'Institut Europlace de Finance (EIF) et la Fondation du Risque (FDR) avec le soutien du Ministère des Finances, l'Institut Louis Bachelier (ILB), est un centre de services et d'échanges qui a pour objet de soutenir et promouvoir internationalement la recherche et l'enseignement français en Banque/Finance/Assurance. L'ILB favorise ainsi les échanges entre professionnels, académiques et leurs institutions, coordonne de nombreuses chaires et initiatives de recherche par le biais de ses deux fondations, organise des manifestations scientifiques au rayonnement international et anime un réseau social où se retrouvent des acteurs de tout premier plan de la sphère économique et financière. La gouvernance de l'association est assurée par **André Lévy-Lang**, Président, et **Jean-Michel Beacco**, Délégué Général.

Le Bureau Scientifique est présidé par **Nicole El Karoui**, professeur à l'Université Paris VI et à l'Ecole Polytechnique. L'ILB est une structure au service des chercheurs, de leurs institutions et des professionnels.

### Réalisations :

**1. Un écosystème de 240 scientifiques** représentant 40 laboratoires de recherche issus d'institutions académiques d'horizons et de disciplines très variés.

#### 2. Des actions au service de la recherche :

- La coordination de 26 chaires et initiatives de recherche créées en lien direct avec l'industrie financière.
- Plus de 1 000 articles publiés ou en cours de publication à travers les programmes de recherche coordonnés.
- Le financement de 80 projets de recherche destinés à être publiés dans les meilleures revues spécialisées.
- L'organisation, chaque année, de plus de 80 événements scientifiques multidisciplinaires dont le Financial Risks International Forum ainsi que les Ateliers et Semestres Thématiques.

**3. L'attribution, chaque année, de trois distinctions destinées à encourager les chercheurs** à publier dans les meilleures revues internationales spécialisées :

- Prix du meilleur jeune chercheur en finance ;
- Prix du meilleur article de recherche en finance ;
- Prix du meilleur article de recherche en finance sur un sujet d'actualité.

**4. L'animation du premier réseau communautaire dédié à la recherche en Banque/Finance/Assurance**, [e-fern.org](http://e-fern.org), dans lequel se retrouvent les acteurs de tout premier plan du monde bancaire et financier. Ce réseau compte plus de 2 300 membres et réunit plus de 25 000 articles de recherche.

**5. Des partenariats ciblés avec plusieurs universités** travaillant étroitement avec les places financières mondiales historiques (Londres, Zurich, New-York, Tokyo) ou émergentes (Shanghai, Moscou, San Paolo).

L'adhésion est ouverte aux associations, aux institutions académiques (universités, grandes écoles, laboratoires de recherche...) et aux entreprises (PME, grands comptes...).

Site web: [www.institutlouisbachelier.org](http://www.institutlouisbachelier.org) ; Contact : Stéphane Buttigieg

[stephane.buttigieg@institutlouisbachelier.org](mailto:stephane.buttigieg@institutlouisbachelier.org)

### COMITE DE REDACTION

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

**Comité de rédaction** : Dr. Houssem RACHDI, professeur d'économie (Corporate Governance ; Financial and Banking Crises) ; Emilie BALARD (relecture et documentation) ; Pierre-Yves GOMEZ, Président de l'IFGE – EM Lyon (droit et gouvernance) ; Frédéric BELOT, avocat (relations internationales) ; Patrice LECLERC, (actionariat salarié) ; Aurélie SCHNEIDER, avocate (social) ; M'Barek DADDAS (relecture et documentation) ; Lavinia FOURNIER, chargée de communication AFGE ; Adam BOUAZIZ (webmaster).

**Conception et documentation** : Ibtihaj DADDAS : [mail@afge-asso.org](mailto: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*