



Le Cercle  
des économistes

Cahier n°2, mai 2003

**LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE  
N'EST PAS DU SEUL RESSORT  
DU CONSEIL D'ADMINISTRATION**

Sous la direction de :  
Bertrand Jacquillat

avec Jean-Marie Chevalier, Elie Cohen,  
Jacques Mistral et Olivier Pastré

et les réactions de :

Michel Aglietta, Jean-Paul Betbéze, Anton Brender, Christian  
de Boissieu, Michel Didier, Jean-Dominique Lafay, Jean-  
Hervé Lorenzi, Catherine Lubochinsky, Jean-Paul Pollin,  
Dominique Roux, Christian Saint-Etienne, Daniel Vitry.

[www.lecercledeseconomistes.asso.fr](http://www.lecercledeseconomistes.asso.fr)

**Les cahiers**



## SOMMAIRE

<b>Gouvernement d'entreprise : définition et contours</b>	<b>Page 6</b>
Le conseil d'administration	Page 9
<b>Les métiers de l'information financière</b>	<b>Page 21</b>
Les normes comptables	Page 21
Les auditeurs	Page 27
Les banques d'affaires	Page 28
Les agences de notation	Page 31
Les analystes financiers	Page 33
Les investisseurs institutionnels	Page 37
Les autorités de régulation	Page 39
<b>Conclusions</b>	<b>Page 40</b>
<b>Réactions</b>	<b>Pages 44 à 73</b>
Michel Aglietta, Jean-Paul Betbéze, Jean-Hervé Lorenzi et Christian de Boissieu , Anton Brender, Michel Didier, Jean-Dominique Lafay, Catherine Lubochinsky, Jean-Paul Pollin, Dominique Roux , Christian Saint-Etienne et Daniel Vitry.	

# INTRODUCTION

Le gouvernement d'entreprise fait l'objet depuis longtemps de débats sur son champ de compétences. A-t-il pour mission la défense des intérêts des seuls actionnaires ou bien doit-il se soucier de toutes les parties prenantes de l'entreprise ? C'est par ce débat, qui a refait surface avec les scandales récents et les faillites d'un certain nombre d'entre elles, que s'ouvrent ces cahiers.

Le Conseil d'administration étant au cœur du gouvernement d'entreprise, quelle que soit l'étendue donnée à ce concept, ces cahiers se poursuivent par des réflexions et des propositions sur le fonctionnement des Conseils d'administration, en mettant l'éclairage sur certains aspects particuliers tels que les modalités de rémunération et d'intéressement des dirigeants, et sur l'articulation entre les Conseils d'administration et les Assemblées Générales d'actionnaires. Cette problématique de la gouvernance d'entreprise a donné lieu à plusieurs rapports qui ont scandé sa très progressive mise en oeuvre, notamment, pour ce qui est de la France, avec les rapports Vienot I et II et le rapport Bouton pour les entreprises privées, et le rapport de la Serre pour les entreprises publiques.

Mais ni le fonctionnement du Conseil d'administration et des organes sociaux de l'entreprise, ni la politique de rémunération des dirigeants ne suffisent à assurer la convergence des intérêts des dirigeants et des actionnaires, laquelle est au cœur de la problématique du gouvernement d'entreprise. D'autres mécanismes concourent au gouvernement d'entreprise, comme le marché du contrôle (OPA/OPE), la structure de l'actionnariat, la politique financière, ou encore le suivi et le contrôle opérés par les institutions financières et le marché financier.

Il existe en effet des mécanismes institutionnels, qui par le contrôle et la surveillance qu'ils exercent sur les sociétés, contribuent à la bonne gouvernance d'entreprise : les banquiers commerciaux et d'affaires, les agences de notation, les investisseurs institutionnels, ainsi que les professionnels du chiffre, les organisations comptables nationales et internationales, les analystes financiers, les auditeurs et commissaires aux comptes, qui favorisent ou devraient favoriser la transparence de l'information économique et financière des entreprises, faciliter le suivi et le contrôle de leurs décisions, et de la manière dont elles utilisent leurs actifs, etc...

C'est la raison pour laquelle les cahiers mettent l'accent sur ces aspects et professions, dont l'impact sur la gouvernance d'entreprise est moins connu, et que la loi sur la sécurité financière de 2003 n'a fait qu'effleurer.

La planète économique et financière a perdu tout repère : explosion de l'endettement, comptabilités truquées, stock options indécentes, salariés sacrifiés, banques d'affaires mélangeant les genres, graves dysfonctionnements dans la chaîne d'élaboration de l'information comptable et financière, avec des auditeurs et des analystes financiers indécents, remise en cause de la composition et des modes de fonctionnement des conseils d'administration...

Bref, il y a un grave déficit de confiance dans les institutions du capitalisme. Les réflexions de ce cahier, avec les propositions de sa conclusion, et les réactions des membres du Cercle des Economistes, ont pour ambition de contribuer à restaurer cette confiance.

# GOVERNEMENT D'ENTREPRISE :

## DEFINITION ET CONTOURS

Au sens strict du terme, le gouvernement d'entreprise est un concept spécifique et bien délimité. Il s'agit des moyens mis en œuvre pour s'assurer que les décisions de l'entreprise, ses actifs et les comportements de ses dirigeants et salariés vont bien dans le sens des objectifs de l'entreprise, tels qu'ils ont été définis par les actionnaires.

Cette insistance sur les actionnaires («*stockholders*» ou «*shareholders*») et non sur les «*stakeholders*», c'est à dire les parties prenantes à l'entreprise (les salariés, les clients, les fournisseurs, etc ...) n'est pas fortuite, même si les objectifs de maximisation de la valeur actionnariale qu'on leur a prêté ont été dévoyés.

### ***Le débat «stakeholders -shareholders»***

La raison pour laquelle la définition classique du gouvernement d'entreprise se réfère aux actionnaires et non à l'ensemble des parties prenantes, c'est d'abord parce que les sociétés anonymes sont la propriété des actionnaires et qu'elles sont ou ont été créées pour satisfaire leurs objectifs, et notamment leurs objectifs financiers. Accepter une telle définition du gouvernement d'entreprise ne diminue pas pour autant l'importance qu'ont les diverses parties prenantes dans le succès d'une entreprise à atteindre les objectifs qui lui ont été fixés, ou la nécessité de les traiter de manière éthique. Mais cette définition fait bien la distinction entre les fins et les moyens.

La théorie financière apporte à ce débat «*stockholders-stakeholders*» une réponse qui tient en trois propositions qui s'enchaînent :

- Les contrats qui lient l'entreprise à toutes ses parties prenantes sont fatalement incomplets. C'est-à-dire qu'il n'est pas possible d'écrire tous les droits et obligations des différents acteurs dans l'ensemble des configurations (de marchés de conjoncture. . . ) imaginables ou non du futur. C'est pourquoi il faut confier à l'un des acteurs le soin de prendre les décisions qui ne peuvent être prédéfinies et faire l'objet d'engagements contractuels.

- Ce droit doit être conféré à celui (ou ceux) des acteurs qui dispose(nt) de la plus forte incitation à maximiser la valeur de la firme, donc l'efficacité. En fait, cela revient à donner le droit de décision à l'acteur dont le pouvoir de négociation est le plus fragile, parce que cet avantage compense la faiblesse de sa position. On comprend bien que les parties prenantes dont la situation est parfaitement garantie ont peu d'incitations à maximiser la valeur de l'entreprise.

- Ce sont les apporteurs de capitaux qui sont a priori dans le rapport de forces le plus défavorable. Et ce sont eux qui méritent d'être protégés par l'attribution de droits de contrôle. En effet, les droits et les devoirs des autres parties prenantes de l'entreprise, qu'il s'agisse des salariés, des clients, des fournisseurs..., sont clairement définis par des contrats et ceux-ci peuvent aisément interrompre leur "investissement" au sein de l'entreprise. A l'inverse, le capital financier se transforme en équipements spécifiques qui impliquent des coûts de désengagement élevés, ceci d'autant plus que l'équipement en question est plus spécialisé : il n'existe pas de marché d'occasion pour des investissements spécifiques conçus pour une entreprise particulière. Dans ces conditions les apporteurs de capitaux ne disposent plus de pouvoir de négociation, une fois leur investissement effectué. Pour qu'ils acceptent de financer l'entreprise, pour qu'ils permettent à ces financements de se matérialiser dans des équipements peu liquides, parce que spécifiques, il faut par conséquent leur attribuer les droits de contrôle sur l'entreprise, avec pour conséquence le droit de s'approprier le surplus créé.

Aussi, le besoin de gouvernement d'entreprise provient du fait que les avantages de la société anonyme à laquelle il s'applique ne sont typiquement atteints qu'au prix d'une séparation entre la propriété et le contrôle opérationnel.

Lorsque la propriété et le contrôle sont séparés et notamment lorsque la propriété est largement disséminée auprès d'un grand nombre d'actionnaires, le risque existe que les dirigeants dirigent l'entreprise dans leur propre intérêt. Aussi, il faut bien que des mécanismes soient mis en place pour faire en sorte que les décisions d'entreprise, les actifs de l'entreprise, les dirigeants et salariés de l'entreprise aillent dans le sens de l'objet de l'entreprise tel qu'il a été défini par les actionnaires.

Le concept clé mais insuffisant du gouvernement d'entreprise est celui de la responsabilité de rendre compte – ce qui signifie que les individus et les institutions sont responsables et doivent rendre compte de ce qu'elles font.

Deux catégories sont particulièrement impliquées dans ce processus : les membres du conseil vis à vis des actionnaires d'une part et les employés et salariés vis à vis de l'entreprise d'autre part. Un bon modèle de gouvernement d'entreprise doit être compatible avec ces deux processus et fournir des mécanismes pour qu'ils fonctionnent bien.

La définition de la gouvernance ne se limite donc pas à un problème de délégation de pouvoir des actionnaires aux dirigeants. Celle-ci concerne plus généralement l'ensemble des méthodes qui permettent à la firme de mobiliser ses différents acteurs de leur donner les incitations nécessaires pour qu'ils se saisissent des opportunités de croissance et de productivité, dans l'objectif d'une plus grande efficacité, d'une maximisation du surplus créé.

Mais comme les employés et salariés doivent rendre compte aux membres du Conseil salariés de l'entreprise, la responsabilité des administrateurs de rendre compte aux actionnaires est de la première importance. La vieille controverse doctrinale du gouvernement d'entreprise *stakeholders / shareholders* a refait surface dans le débat public et universitaire notamment à cause de la mode manageriale de maximisation de la valeur actionnariale mise en avant par bon nombre d'entreprises dans les années quatre vingt dix et qui ont mené aux excès que l'on connaît et aux faillites retentissantes d'un certain nombre d'entre elles.

### ***La maximisation de la valeur actionnariale***

Eriger comme objectif pour une entreprise la maximisation de la valeur actionnariale pose au moins deux problèmes, en dehors de celui de sa raison d'être évoquée précédemment, celui de son efficacité économique et celui de son éthique.

Maximiser la valeur actionnariale, c'est d'abord reconnaître que les capitaux propres apportés par les actionnaires ont un coût pour l'entreprise, même si celui-ci ne figure pas (pour le moment en tout cas) dans la comptabilité comme une charge au compte d'exploitation, à l'inverse des intérêts de la dette, autre source de financement à long terme. Les actionnaires apportent des capitaux en échange de l'espoir d'en obtenir une certaine rémunération. Cette rémunération est double, c'est à la fois le rendement en dividende et la plus value en capital. Annualisée, cette double composante représente le taux annuel de rentabilité exigé par les actionnaires qui correspond au coût du capital en fonds propres de l'entreprise. Ce taux, en théorie financière, est fonction d'un certain nombre de facteurs, et notamment du risque et de la liquidité. Il sera d'autant plus élevé que le premier est plus élevé et la seconde plus faible.

C'est la tâche du Conseil d'Administration de s'assurer que les dirigeants fassent en sorte que l'entreprise puisse délivrer ce taux de rentabilité aux actionnaires. Maximiser la valeur actionnariale, c'est d'abord s'efforcer d'atteindre cet objectif. Beaucoup d'entreprises ont développé en leur sein des systèmes de contrôle, d'évaluation et d'incitation pour faciliter la réalisation d'un tel objectif. Ce principe de maximisation de la valeur actionnariale a été dévoyé lorsqu'il s'est agi non seulement d'atteindre mais aussi de dépasser cet objectif.

Cela n'a pas beaucoup de sens économique à moins que l'entreprise bénéficie d'une rente durable que les investisseurs n'imaginaient pas au moment d'investir, car cela implique que l'entreprise année après année dégage des flux de trésorerie, des bénéfices supérieurs à ceux qui étaient escomptés. En théorie financière, cela n'a pas beaucoup de sens non plus, car cela supposerait une irrationalité durable des investisseurs.

Sur le plan éthique, l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale est une autre manière d'envisager la définition du gouvernement d'entreprise. Le gouvernement d'entreprise pour qui ? Pour les actionnaires ou pour toutes les parties prenantes à l'entreprise ? C'est encore faire une confusion entre la fin et les moyens. Sauf que la fin – les intérêts des actionnaires – ne peut être dissociée des moyens – la satisfaction de tous les facteurs de production qui concourent à l'intérêt social de l'entreprise. Heureusement, et malgré l'opposition médiatique actionnaires / plans sociaux, les études empiriques à notre disposition montrent que cette opposition n'est qu'apparente. En règle générale, ce sont les entreprises qui satisfont le mieux les diverses parties prenantes qui délivrent sur le long terme les meilleures performances économiques et financières, et satisfont donc le mieux leurs actionnaires. Il serait donc vain et faux d'opposer les intérêts des actionnaires de ceux de autres parties prenantes de l'entreprise.

## **LE CONSEIL D'ADMINISTRATION**

Il n'est pas question de rentrer dans le détail des mesures à prendre pour rendre effectif «de facto» le pouvoir que le conseil d'administration détient «de jure». De même, n'est-il pas question de rentrer dans les polémiques, généralement stériles, sur la supposée incompetence des administrateurs indépendants ou sur l'inefficacité organisationnelle des comités d'audit. Il n'en demeure pas moins que le conseil d'administration constitue le principal lieu du pouvoir dans l'entreprise. A ce titre, il ne doit exercer que ses pouvoirs (laissant à l'A.G. et aux dirigeants de l'entreprise jouer le rôle qui est le leur), mais tous ses pouvoirs. C'est en redonnant au conseil le rôle qui est statutairement le sien qu'une solution à la personnalisation excessive et aux conflits d'intérêts omniprésents pourra être trouvée.

Lorsqu'on s'interroge sur la structure des pouvoirs au sein de l'entreprise et sur la forme d'organisation de la gouvernance d'entreprise, on commence par regarder la composition du conseil d'administration et des comités qui lui sont associés. Le rôle clef du conseil et de ces comités est important à trois niveaux complémentaires : le conseil en tant qu'interface entre les actionnaires et le pouvoir des dirigeants, le conseil en tant que lieu privilégié dans le processus social d'allocation des ressources et enfin le conseil comme instance d'arbitrage dans la formulation des objectifs de l'entreprise.

## ***Le Conseil en tant qu'interface entre les actionnaires et le pouvoir des dirigeants***

Dans leur ouvrage fondateur - et étonnamment moderne - sur «la grande entreprise et la propriété privée», paru en 1932, Berle et Means, ont été parmi les premiers à souligner le rôle important du conseil d'administration dans le processus complexe de détention et d'exercice du pouvoir. La problématique de Berle et Means est axée sur la relation qui existe entre la propriété du capital et la détention du pouvoir. Ce que les auteurs veulent mettre en évidence en étudiant les deux cents plus grandes entreprises industrielles américaines, c'est la relation de contrôle qui existe entre les dirigeants et les managers. Ils définissent cette relation de la façon suivante : «Etant donné que les activités d'une société sont supervisées par son conseil d'administration, on peut dire qu'une société est contrôlée par la personne ou par le groupe qui a le pouvoir d'élire le conseil d'administration (ou la majorité de celui-ci), soit qu'il contrôle, directement ou indirectement, la majorité des votes, soit qu'il exerce un pouvoir de pression pour imposer son choix»

Au début du capitalisme moderne, dans la deuxième partie du XIXe siècle aux Etats-Unis, les capitaines d'industrie possédaient le capital et exerçaient le pouvoir ; le capital était l'unique source du pouvoir exercé à travers le contrôle absolu ou le contrôle majoritaire des entreprises. Berle et Means prétendent que ce n'est plus le cas au XX siècle: la dilution des capitaux familiaux et l'introduction en bourse tendent à atomiser le capital action qui perd le contrôle du pouvoir, celui-ci étant transféré aux dirigeants, nouveaux détenteurs du pouvoir. Les dirigeants ont conquis le pouvoir sans posséder le capital.

Le capitalisme managérial s'est effectivement développé après la seconde guerre mondiale, avec sa variante française du capitalisme technocratique où les conseils d'administration reflétaient, et reflètent encore parfois, y compris dans certaines sociétés privatisées, l'emprise encore forte de l'Etat. Depuis quelques années, on a le sentiment que les entreprises en situation de contrôle managérial ou technocratique ont tendance à souffrir d'une concentration croissante de leurs actions entre les mains des fonds de pensions internationaux qui leur imposent des critères d'évaluation dictés par les marchés financiers dans une perspective de rentabilité à court terme. De ce fait, on constate, semble-il, un certain retour du capitalisme patrimonial qui donne aux dirigeants, mandatés par des actionnaires de référence, une latitude plus grande pour définir des objectifs stratégiques de long terme. En France, l'évolution récente des entreprises patrimoniales est particulièrement intéressante (Michelin, PSA, L'Oréal, Bouygues, Lagardère, Pernod Ricard, LVMH). Le rôle du conseil d'administration, dans le processus du gouvernement d'entreprise paraît ainsi étroitement relié à la structure de répartition du capital action, au type de contrôle et à l'exercice de celui-ci.

Aux deux extrêmes on trouve, d'une part, un capital concentré entre les mains d'un individu, d'un groupe d'individus ou d'une famille qui, sans même avoir besoin de réunir le conseil, est en mesure d'imposer les décisions qui paraissent conformes à ses intérêts.

A l'autre extrême on trouve un capital dilué, un conseil sans réelle représentation d'actionnaires de référence et dont les décisions seraient fortement influencées par les variations du cours des titres sur les marchés financiers et le pouvoir d'appréciation personnelle des dirigeants en place.

### ***Le Conseil et les comités dans le processus social d'allocation des ressources***

Parmi les nombreuses définitions données au gouvernement d'entreprise, il est utile de rappeler celle qui l'identifie comme «un processus social qui détermine comment les entreprises allouent leurs ressources». Il est clair que le conseil d'administration et les comités qui lui sont associés sont au coeur de ce dispositif d'allocation des ressources. En effet, les principales décisions concernant les investissements importants, les fusions-acquisitions, l'arrêté des comptes, la distribution des dividendes, les nominations importantes et la structure des rémunérations, remontent au conseil d'administration qui peut exercer sur ces opérations un contrôle plus ou moins efficace.

La question, qui est de savoir si le conseil est effectivement en mesure de le faire, renvoie aux développements théoriques et appliqués qui ont été faits à partir de la théorie de l'agence. Nous sommes en présence d'une série de délégations de mandats en cascade: les administrateurs sont mandatés par les actionnaires et ils mandatent à leur tour les dirigeants. Derrière ces mandats, il y a beaucoup d'asymétrie d'information et de hasard moral. L'information pertinente ne remonte pas toujours jusqu'au conseil; elle est parfois filtrée à un niveau intermédiaire. Tout ceci peut être encore compliqué par des comportements opportunistes tels que ceux décrits par la théorie de l'enracinement : certains dirigeants peuvent développer des stratégies pour conserver leur place dans l'organisation et évincer d'éventuels concurrents. Si le contrôle du conseil n'est pas efficace, certains dirigeants peuvent ainsi détourner certaines ressources de l'entreprise pour conforter leur position et les avantages matériels ou moraux y afférents.

Il faut alors se tourner vers les outils proposés par plusieurs théories complémentaires - théories de l'agence, des contrats, des coûts de transaction, des incitations - pour accroître l'efficacité du contrôle opéré par le conseil et les comités sur le processus d'allocation des ressources. On peut relever quatre éléments essentiels: l'organisation du conseil, la compétence, l'indépendance et la motivation des administrateurs.

*L'organisation du conseil* est caractérisée par le nombre d'administrateurs, la fréquence et la durée des réunions et les modalités de transmission des informations pour la préparation des réunions. Ces éléments sont de peu d'importance lorsque l'actionnaire majoritaire est lui même le PDG de l'entreprise mais, dès que les relations d'agence sont un peu plus complexes, les modalités d'organisation du conseil conditionnent en partie la qualité du contrôle.

*La compétence des administrateurs*, mais aussi la diversité des compétences réunies au sein d'un conseil bien composé sont des éléments dont on peut espérer qu'ils encouragent une certaine exigence vis à vis des informations qui doivent être fournies et un bon traitement de celle-ci.

*L'indépendance des administrateurs* ne peut pas concerner l'ensemble du conseil mais il paraît souhaitable qu'un certain nombre d'administrateurs soient à la fois nommés pour leurs compétences reconnues et aussi pour leur indépendance par rapport aux intérêts des dirigeants et des actionnaires. Même dans les cas où la propriété du capital est concentrée, la présence de telles personnes peut être considérée comme une forme intéressante de contre-pouvoir aux vues parfois étroites de l'actionnariat borné, ou aux dangers d'enracinement et aux signaux de court terme envoyés par le marché.

*La motivation des administrateurs* est enfin un élément de l'efficacité du contrôle. La motivation peut être financière ou morale. Morale et financière pour les administrateurs indépendants, rémunérés à leur juste valeur, financière pour les administrateurs actionnaires ou pour ceux qui sont mandatés par des actionnaires importants de façon précise et efficace.

Mais comme le fait observer Sonnenfeld, spécialiste des Conseils d'administration et du gouvernement d'entreprise, les sociétés américaines qui ont fait récemment l'objet de grands scandales aboutissant à leur faillite, avaient toutes des Conseils d'administration dont la composition et le fonctionnement répondaient parfaitement aux standards et critères de bonne gouvernance d'entreprise (nombre de conseils par an, participation des administrateurs au capital, compétences, âge moyen, indépendance, taille, comités,...). Avec lui, il faut reconnaître que le respect des procédures est certes nécessaire, mais n'est pas suffisant. C'est poursuivre un mauvais combat que de vouloir être trop tâillon sur le respect formel des procédures de fonctionnement du Conseil d'administration, si en même temps on ne porte pas une attention suffisante aux méthodes de travail du Conseil en tant que groupe dont les membres ont confiance et respect les uns vis à vis des autres, partagent les mêmes informations, et peuvent ainsi se « challenger » entre eux et vis à vis des dirigeants.

### ***Le conseil et les comités en tant qu'instances d'arbitrage***

Dans l'optique de la science des organisations, l'entreprise est aujourd'hui considérée comme une organisation - parfois appelée coalition - composée de différentes parties prenantes, appelées communément les *stakeholders*. On peut ainsi recomposer en de multiples groupes et sous-groupes l'ensemble des membres de la coalition. Chacun de ces groupes a des intérêts qui lui sont propres et qui peuvent évidemment être opposés à ceux des autres. Au sein même des actionnaires, il peut y avoir des sous-ensembles dont les objectifs divergent. Pour chaque groupe, les objectifs dépendent de la structure de son portefeuille, des montants détenus, du taux de préférence pour le présent, de l'aversion au risque etc. A partir d'une telle analyse, la fonction objectif de l'entreprise ne peut être que le résultat d'un processus complexe de révélation des préférences, de négociations, *trade offs* et compromis. Il y a dans ce processus itératif un mélange d'éléments

implicites et explicites, formels et informels. Il est généralement admis que la stratégie d'une entreprise sera d'autant plus couronnée de succès qu'elle reposera sur des objectifs clairement explicités qui, tout en tenant compte des intérêts de chacun, font l'objet d'un consensus minimum sur la recherche du profit et de la croissance.

Le conseil et les comités, le comité d'audit et le comité des rémunérations, occupent une place majeure dans la mise en place d'un bon gouvernement d'entreprise. Le conseil est la courroie de transmission principale entre les actionnaires et l'entreprise. Le conseil et les comités jouent le rôle de contre-pouvoirs. On retrouve dans ce mode de fonctionnement les notions de *checks and balances*. Ces contre-pouvoirs sont d'autant plus nécessaires que les entreprises fonctionnent aujourd'hui dans un environnement économique international qui est marqué par de très grandes complexités, de nombreuses incertitudes et une omniprésence des risques. Il ne faut pas toutefois que la multiplication des contre-pouvoirs ralentissent les décisions.

Le gouvernement d'entreprise met en cause l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise, qu'ils s'agissent des principaux clients, des principaux fournisseurs ou des salariés. Aucun des «ayant droit» de l'entreprise ne peut s'exonérer d'une part de responsabilité dans le gouvernement de celle-ci. C'est sûrement la catégorie des salariés qui pose le plus de problème. Et ce à un double niveau. D'abord parce que les salariés, au travers du développement des différentes formes d'actionnariat salarial de même qu'au travers de la multiplication des RES puis des LMBO («*Leverage Management BuyOut*»), sont le plus souvent, eux aussi, actionnaires. Ensuite parce que leur participation au gouvernement d'entreprise ne doit en aucun cas rentrer en contradiction avec la nécessaire dualité entre salariés et dirigeants. Ceci incite à mener à bien une réflexion tant sur l'information des salariés (qui doit être améliorée) que sur leur participation aux instances représentatives de l'entreprise. Si, dans ce domaine, nous ne sommes pas favorables à la représentation systématique des salariés au conseil d'administration (notamment pour des raisons de confidentialité), leur participation à certains Comités du conseil (et notamment aux Comités de nominations et de rémunérations) nous semble devoir être encouragée.

Les pistes de réflexion qui viennent d'être esquissées concernant le conseil d'administration, doivent s'appliquer «pari passu» à l'Assemblée Générale des actionnaires, instance suprême de pouvoir dans l'entreprise. Celle-ci joue trop souvent, à ce jour, un rôle de simple chambre d'enregistrement sans véritable débat ni sans véritable exercice du pouvoir actionnarial. Si nous avons davantage insisté ici sur le rôle du conseil, c'est que celui-ci joue (ou, au moins, devrait jouer) le rôle de véritable pouvoir exécutif dans l'entreprise. Ceci ne doit pas faire oublier pour autant la nécessaire réforme des AG, qui doit avoir pour principale inspiration le renforcement de la transparence et de la responsabilisation.

En matière de transparence, rappelons que la COB, plus d'un an après le scandale Enron, vient de rappeler à l'ordre près de la moitié des entreprises du CAC 40 ayant déjà publiés leur comptes 2002, ceux-ci ayant eu recours à des notions «à caractère non strictement comptable et sans définition précise». D'immenses progrès restent donc à réaliser dans ce domaine.

Mais le véritable enjeu nous semble être celui de la responsabilisation. Sans actionnaires responsables, il ne peut être de gouvernement d'entreprise efficace. Dans ce domaine, certains actionnaires manquent de moyens pour être véritablement responsables et d'autres, ce qui est plus grave, de volonté. Deux chantiers de réformes sont donc à ouvrir de toute urgence.

En premier lieu, il convient que les petits actionnaires puissent mieux jouer leur rôle. Dans ce domaine, les réformes passent par la possibilité, selon des modalités qui restent à préciser, de prise en charge (au moins partielle, au moins temporaire) des frais qu'occasionnent toute action en justice contre une entreprise qui a commis des fautes préjudiciables aux actionnaires. Le système de « class action » américain n'est probablement pas adaptable en l'état au contexte européen mais peut servir de base à la réflexion dans ce domaine. Par ailleurs, il convient de mieux organiser, au travers d'associations notamment, la représentation des petits actionnaires.

Les investisseurs institutionnels doivent, quand à eux, assumer pleinement leur rôle d'actionnaires significatifs et professionnels. Quand on détient collectivement près de 40 % du capital des entreprises du CAC 40 et que l'on dispose des moyens professionnels pour porter un jugement objectif sur la gestion de ces entreprises, on ne peut se contenter d'adopter la politique de la « chaise vide » ou du « vote avec les pieds ». S'il est parfaitement compréhensible que les institutionnels ne souhaitent pas siéger au conseil d'administration des entreprises dont ils sont actionnaires, il faut, au moins, qu'ils exercent leur pouvoir en AG. Le système des pouvoirs en blanc en AG est, de ce point de vue, particulièrement pernicieux. Il faut, soit supprimer purement et simplement ce système, soit obliger les actionnaires institutionnels à voter en AG ou, au moins, à justifier au cas par cas leur choix de ne pas le faire. Répétons le une fois encore : si les actionnaires, petits ou grands, n'assument pas leurs responsabilités d'actionnaire, c'est le fondement même de l'économie de marché qui est remise en cause.

Ces réflexions sur les différentes missions du Conseil d'administration, la nature de ses pouvoirs et leur articulation avec ceux des dirigeants et de l'Assemblée Générale conduisent à une proposition, actuellement débattue en Grande Bretagne au sein de la Commission Higgs de réflexion sur le gouvernement d'entreprise. Dans les structures de pouvoir d'entreprise où le principal dirigeant cumule les fonctions de Président du Conseil de Surveillance et de Président du Directoire, ce qui est le cas en France, nous recommandons que les administrateurs extérieurs nomment en leur sein un administrateur particulier qui remplirait plusieurs fonctions au sein du Conseil. Président du Comité des rémunérations, il serait chargé de superviser les travaux d'évaluation périodique des dirigeants ; il aurait un rôle d'information, de proposition et d'animation, et serait chargé de régler d'éventuels conflits entre les dirigeants et les administrateurs. Dans la mesure où la remise des pouvoirs en blanc au Président du conseil d'administration serait interdite, il serait habilité à les recevoir. L'existence d'un tel administrateur compenserait les inconvénients de l'unicité du rôle de PDG dans la plupart des sociétés françaises.

## ***Prendre en compte la disparité des cas de défaillance du management***

La mise en place de dispositifs pertinents de prévention des défaillances du management requiert une analyse lucide de leurs causes, des situations et des multiples facteurs qui en favorisent l'occurrence. Une action visant à détecter précocement ou, mieux encore, à prévenir ces manquements ne peut donc être efficace que si elle s'appuie sur une claire perception de la diversité de leurs conditions, de leurs manifestations concrètes, de leur contexte et de leurs enjeux.

Pourtant, la multiplication des «affaires» mettant en cause les dérapages du management et notamment les dysfonctionnements observés aux différents niveaux de la chaîne informationnelle entraînent une certaine confusion. En inspirant un étonnement et une indignation, d'ailleurs compréhensibles et souvent légitimes, elles encouragent une dénonciation indifférenciée de ces affaires facilement confondues sous le signe générique du «scandale». Elles conduisent à englober, dans une critique sans nuance, des situations dans lesquelles des dirigeants se trouvent pris en défaut pour des raisons pourtant disparates. Il ne faut donc pas s'étonner si les différences qui persistent entre des défaillances de nature profondément hétérogène tendent trop souvent à être estompées ou occultées.

Bien sûr, la responsabilité des dirigeants est toujours engagée lorsqu'un choc majeur affecte l'entreprise qu'ils conduisent. Quel que soit le contexte, il leur revient inévitablement d'en assumer l'impact en mettant en œuvre une gestion de crise et de plus en plus souvent - d'en assumer personnellement des implications morales et pécuniaires. Mais on ne peut mettre sur le même plan la révélation d'une erreur de prévision budgétaire qui entraîne une déception inévitable lors de la divulgation des résultats effectifs et celle d'une appréciation trop optimiste des possibilités d'absorption du marché qui conduit à constituer des surcapacités durables. De même, des maladresses de communication, des erreurs de valorisation portant sur des actifs soumis à une forte volatilité, une fraude fondée sur la dissimulation intentionnelle de risques importants et une tromperie reposant sur la surestimation délibérée de certains produits d'exploitation ne peuvent être abordées dans des termes identiques.

Dans ces conditions, la tentation de la dénonciation indifférenciée induit nécessairement des *erreurs de diagnostic* car elle conduit à des confusions qui portent sur la caractérisation et sur l'identification des causes mêmes des défaillances. Si on souhaite établir une analyse pertinente des conditions et des enchaînements qui favorisent les échecs ou les fautes des dirigeants et notamment leurs dérapages en matière de production et de diffusion d'informations de gestion, il s'avère en effet nécessaire de tenir compte de la spécificité des situations observées et d'établir une gradation des défaillances qu'elles traduisent. Cette échelle devrait permettre de distribuer les différents cas en fonction de trois critères.

- *un critère d'intentionnalité* conduirait à établir une distinction entre des dérapages qui mettent en jeu un ensemble d'actions délibérées et ceux qui relèvent d'une dégradation subie, échappant plus ou moins largement à l'action délibérée des dirigeants.

- *un critère de transparence* permettrait de distinguer les cas dans lesquels les dirigeants s'enferment dans un effort récurrent de dissimulation de situations dégradées et ceux dans lesquels la révélation de difficultés s'effectue dans des conditions raisonnables de rapidité et de clarté.
- *un critère de maîtrise* devrait permettre de traduire la capacité de contrôle dont les dirigeants disposent sur les situations difficiles qu'ils peuvent être conduits à affronter.

La combinaison de ces trois critères conduit à qualifier les dérapages observés sur une échelle dont les qualifications extrêmes pourraient être caractérisées en termes précis. Ces qualifications fourniraient alors une référence pour l'appréciation de la plupart des cas observés empiriquement et qui traduisent le plus souvent des caractères intermédiaires.

*Les cas les plus graves* portent sur des situations dans lesquelles des projets volontaires portés par les dirigeants et concernant des actions pourtant maîtrisables, compte tenu de l'état de l'art dans les métiers exercés, produisent des effets désastreux, mais sont durablement dissimulés aux ayants droit légitimes de l'entreprise.

À *l'autre extrémité du spectre*, les difficultés rencontrées peuvent être liées à la dégradation de facteurs incontrôlables ou à des enchaînements sur lesquels les dirigeants ne peuvent exercer une véritable maîtrise ; les informations relatives à la crise rencontrée sont révélées aux destinataires légitimes des informations de gestion concernant l'entreprise aussitôt que leur consistance se précise.

La clarification d'une telle échelle des défaillances permettrait également de tenir compte de la nature exacte des dérapages redoutés ou observés lors de la mise en place de moyens efficaces de prévention qui doit être fondée aussi bien sur des outils et des procédures adaptés de contrôle et de régulation que sur des moyens de sanction ou sur l'intervention d'autorités de régulation et de corps de contrôle internes ou externes.

## **La rémunération des dirigeants et les stock options**

Trop d'abus ont été commis avec cette forme de rémunération, dont on pensait qu'elle résoudreait le problème fondamental de la convergence des intérêts des actionnaires et des dirigeants. On croyait avoir trouvé la pierre philosophale avec les stock options. Mais celles-ci ont eu de considérables effets pervers, d'autant plus qu'elles étaient mal calibrées.

Pour atténuer les éventuels conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires identifiés par Berle et Means popularisant les inquiétudes formulées par Schumpeter, une parade a été trouvée : utilisée d'abord aux Etats Unis au début des années 1980, elle s'est ensuite amplifiée et étendue à l'ensemble des économies capitalistes. Elle consiste à offrir aux cadres dirigeants et à une frange de salariés de plus en plus large des rémunérations incitatives fondées sur les performances de l'entreprise, mesurées selon le critère de la valorisation boursière.

Ces rémunérations incitatives peuvent prendre plusieurs formes, dont celle des stock options devenue malheureusement tout à fait prépondérante à la fin des années 1990.

Les stock options accordés par les assemblées générales d'actionnaires aux dirigeants représentent la possibilité, mais non l'obligation, pour ceux-ci d'acquérir des actions de la société dans des conditions avantageuses et à un horizon de temps donné. Dans la mesure où elles seront exercées quelques années plus tard, elles contribueront à accroître le nombre d'actions émises et à « diluer » le bénéfice par action. L'idée sous jacente est que cette augmentation du nombre des actions (le dénominateur pour le calcul du bénéfice par action) sera plus que compensée par l'accroissement des bénéfices en raison du caractère incitatif de cette forme de rémunération. Ainsi, tous les actionnaires s'y retrouvent, qu'ils soient ou non salariés de la société.

Aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires (la valorisation boursière de l'entreprise) n'était il pas le moyen de faire mentir Schumpeter, Berle, Means et autres Cassandre ?

L'idée était judicieuse, mais elle est aujourd'hui remise en cause pour plusieurs raisons :

- indexer les rémunérations des dirigeants sur les performances boursières des entreprises n'est un bon mécanisme incitatif que dans la mesure où les dirigeants (et les employés) sont les créateurs de cette valeur actionnariale. Or à un terme correspondant à l'horizon stratégique et personnel de la plupart des dirigeants, les performances boursières sont, pour une part qui peut être significative, déterminées par des facteurs exogènes à leur sphère d'influence, et notamment l'évolution des taux d'intérêt à court terme et à long terme, et des primes de risque et de liquidité ;

- par ailleurs, les variations de valeur sur une certaine période dépendent aussi, outre ces facteurs exogènes, de variations d'anticipations sur les flux d'un grand nombre d'exercices futurs plutôt que sur leur réalité pendant ladite période.

- Mais la réalité des flux à court terme n'est pas sans influence sur la perception par les investisseurs des flux futurs, d'où la tentation de les influencer par le biais des analystes financiers et des comptables ;

- au contraire d'un mécanisme incitatif linéaire comme les actions, les stock options présentent un effet cliquet. Ce n'est que si le cours de l'action dépasse le prix d'exercice que les détenteurs sont bénéficiaires. La tentation est grande de tout mettre en œuvre pour que le cours de bourse dépasse le prix d'exercice pendant la durée des plans ;

- les options sont une forme asymétrique de rémunération incitative («pile on gagne, face on ne perd rien»), qui peut pousser les dirigeants à prendre des risques excessifs.

Pour toutes ces raisons, les stock options ne devraient constituer qu'une part minoritaire de la rémunération incitative et variable des dirigeants. D'autres formes de rémunération incitative, telles que tout simplement la distribution d'actions et produits assimilés, devraient être davantage utilisées.

En tout état de cause, les stock options devraient être mieux calibrées et ne devraient récompenser que la création de valeur actionnariale spécifique, hors tout élément exogène. Une première idée dans cette direction consiste à n'attribuer de stock options que dans la mesure où les performances économiques de l'entreprise ont été au moins égales à celles d'un échantillon analogique d'autres entreprises exerçant des activités voisines ou appartenant au même secteur. Cette idée va dans le bon sens sauf qu'aucune entreprise n'étant semblable à une autre, cette comparaison analogique a ses limites. Il existe heureusement des outils spécifiques de mesure de la création de richesse d'une entreprise. Il n'y a de création de richesse que si la rentabilité dégagée sur les capitaux employés est supérieure au coût moyen des capitaux employés. La création de richesse au cours d'un exercice ou d'une certaine période de temps est le produit de cette différence par le montant des capitaux employés par l'entreprise. L'attribution de stock options et leur montant devrait être indexée sur cette création de richesse.

Pour éviter l'effet cliquet et la tentation de tout mettre en œuvre pour que le cours de bourse dépasse le prix d'exercice pendant la durée des plans, il suffit d'instituer une période de plusieurs années pendant lesquelles les bénéficiaires de stock options qui les auraient levé devraient garder leurs actions.

Quoi qu'il en soit, il faut bien se rendre compte des limites des pouvoirs de surveillance et de contrôle des Conseils d'administration. Il existera toujours une asymétrie d'information et donc de pouvoir entre les administrateurs et les dirigeants d'une entreprise. Prenons l'exemple d'une grande entreprise du CAC 40 dont le Conseil d'administration composé d'une quinzaine d'administrateurs, se réunit six fois par an pour une durée d'environ cinq heures, avec un temps de préparation équivalent à la durée du Conseil.

Le Conseil d'administration consacre donc environ 500 heures par an à ses travaux, soit en ajoutant les travaux des comités environ 1000 heures par an, face à un ou plusieurs mandataires sociaux bénéficiant du travail et des efforts d'une cinquantaine des principaux dirigeants, soit plus de 100 000 heures par an... Comme le concède Bill Ford, président de la firme éponyme : « Le Conseil qui se réunit deux fois par mois, ne peut pas

raisonnablement guider l'entreprise, ses processus de décision et sa culture".

D'autres mécanismes et institutions exerçant des métiers ayant un fort contenu d'information financière peuvent contribuer à une meilleure surveillance et un meilleur contrôle des dirigeants avec une pluralité d'angles d'approche, et donc à une meilleure gouvernance d'entreprise.

# LES METIERS DE L'INFORMATION FINANCIERE

## **LES NORMES COMPTABLES**

Les scandales financiers apparus aux Etats-Unis après la débâcle d'Enron ont mis les systèmes comptables sur la sellette. La comptabilité ne passe pas pour être une discipline joyeuse mais elle avait la réputation d'être sérieuse. C'est peu dire que cette image a été écornée.

Evidemment, les défaillances comptables que l'on a observées – le gonflement des profits et le camouflage des dettes pour l'essentiel – ne se sont pas produites dans le vide. Elles ont été à la fois le reflet et l'instrument d'un gouvernement d'entreprise dérégulé. Il n'est pas surprenant que les standards comptables et la façon dont ils sont élaborés et mis en œuvre aient été soumis à de vives critiques.

L'instauration d'un organe public de supervision des professions comptables (le PCAOB) est l'un des éléments essentiels de la loi *Sarbanes-Oxley* par laquelle le Congrès des Etats-Unis a cherché à rétablir la confiance fortement ébranlée des marchés financiers.

Ce serait néanmoins une vision étroite et erronée des choses que de réduire les bouleversements en cours et à venir des systèmes comptables à la correction des malfaisances récentes. Les motifs les plus puissants de changement tiennent à l'innovation technologique et à la globalisation. C'est ce que l'on commence par examiner.

Dans ce contexte, la normalisation comptable est devenue un enjeu économique et international fondamental. Deux systèmes – américain et « international » - coexistent aujourd'hui. Sont-ils en concurrence ? Vont-ils converger ? Plus fondamentalement, les standards comptables étant d'une redoutable complexité, leur élaboration est entre les mains d'hyper spécialistes tentés de se soustraire à tout contrôle : y-a-t-il là un risque nouveau pour la gouvernance des entreprises ? L'Europe ne s'est-elle pas prématurément dessaisie de leviers importants pour façonner son avenir économique ?

### ***La comptabilité face à de nouveaux défis***

L'information est au cœur de la finance moderne : face à un avenir incertain, prêteurs et investisseurs ont le besoin impératif d'évaluer la sécurité de leurs prêts ou la qualité de leurs investissements. Une fois le prêt ou l'investissement réalisés, il reste à vérifier que les ressources engagées le sont conformément aux plans et que les promesses de remboursement ou de rendement seront tenues.

L'information financière est la clé des relations entre l'entreprise et ses apporteurs de capitaux, banques et marchés. Les évolutions économiques du dernier quart de siècle ont sorti la comptabilité de l'existence obscure où la reléguait ses fonctions anciennes principalement réglementaires et fiscales. Loin d'être une doctrine figée, la comptabilité doit de ce fait s'adapter au tournant du siècle à trois défis :

- Dès lors qu'elle devient l'instrument de communication principal sur l'activité et les performances présentes – et futures - de l'entreprise, la comptabilité doit d'abord pouvoir, plus que dans le passé, être rapprochée des indicateurs de gestion, extra-comptables et à périodicité plus courte, qui servent directement à mesurer l'activité, les résultats et leurs perspectives (voir encadré);

- L'innovation technologique, en second lieu, bouleverse les conditions réelles et financières de l'activité, les concepts anciens sont inadaptés pour retracer des éléments immatériels qui prennent une place croissante dans la vie de l'entreprise ou pour décrire et synthétiser les nouveaux instruments financiers auxquels elle peut faire appel ;

- L'existence de marchés de capitaux en voie de globalisation met en question l'existence des systèmes comptables nationaux ; la transposition de données comptables d'un système dans un autre est coûteuse ; la comparaison de ces systèmes invite à s'interroger sur leurs qualités et défauts respectifs et met à l'ordre du jour la question d'un standard comptable international.

### **LE REPORTING TRIMESTRIEL ET LA QUALITE DE L'INFORMATION**

Le reporting trimestriel est l'une des réponses aux attentes du marché et c'est un assez bon révélateur de ce que l'on peut attendre de la comptabilité ... et de ce qu'il est préférable de ne pas en attendre. A première vue, les comptes trimestriels sont une bonne discipline pour l'entreprise qui est « mise sous pression » pour rendre compte de son activité à un rythme rapide et régulier en suivant les conventions en vigueur. Mais trois critiques viennent vite à l'esprit. La rapidité de fabrication des comptes, d'abord, nuit immanquablement à leur qualité ; la précipitation dans la fabrication des chiffres peut se révéler trompeuse pour le marché. En second lieu, l'obsession du résultat trimestriel transforme sournoisement l'idée de reporting et devient une fin en soi, c'est le moment où il devient tentant de jouer sur les chiffres en inventant des concepts nouveaux («pro-forma» par exemple). La répétition continuelle de l'exercice comptable, enfin, affecte l'attention portée aux comptes annuels dont la substance économique est plus riche, ce qui atténue l'importance accordée à la stratégie – dont dépend pourtant la création de valeur à moyen terme – en nourrissant le «court-termisme».

Ces évolutions ont ouvert un champ de questions auxquelles les outils comptables traditionnels n'étaient pas en mesure de répondre. C'est ce décalage

par rapport à la réalité économique qui a constitué le terreau des comportements fautifs ou délictueux des directions financières dans les scandales récents. Il est intéressant de bien comprendre cet ébranlement des conventions comptables en distinguant l'aspect pathologique et les forces sous-jacentes.

### ***Ebranlement et renouveau des conventions comptables***

Rien de plus simple apparemment qu'un compte d'exploitation – d'un côté les recettes, de l'autre les charges – et peu de difficulté pour comprendre un bilan – à gauche l'actif, à droite le passif. En fait, même les concepts apparemment les plus simples – le chiffre d'affaires (Ahold), l'endettement (Enron) – ne traduisent pas des réalités « objectives ». Les conventions nécessaires pour « passer » ces écritures sont extraordinairement nombreuses et complexes. La comptabilité est un langage et sa formalisation fige une représentation du monde ; tout s'est passé, dans la décennie 90, comme s'il fallait décrire un monde qui change sans que le vocabulaire se soit enrichi de termes comme Internet, Portable ou Sida. Trois exemples illustrent ces difficultés nouvelles.

- Éléments immatériels : *Worldcom* est coupable de fraude monumentale pour avoir dégagé des profits inexistantes ; l'origine comptable de la manipulation tient à ce que des dépenses liées à l'acquisition de nouveaux clients ont été traitées comme des investissements. Indépendamment de ce cas où la tromperie est manifeste, la question que soulève cette pratique est celle des charges engagées par des firmes Internet pour la constitution d'un portefeuille de clients qui fera partie, si l'entreprise réussit, de ses actifs. Investissement ou charge d'exploitation ? Pour répondre, il faut connaître le futur, le succès de l'entreprise ; si celui-ci se confirme, le fait d'avoir porté initialement en charges l'acquisition des clients constitue une traduction trompeuse dont la contrepartie sera des flux de *cash flow* très importants dans la période ultérieure ; l'information donnée au marché, inspirée par la prudence, se révélera à posteriori trompeuse. Dans une économie où les « actifs intangibles » comme celui qu'on vient de prendre pour exemple jouent un rôle croissant, les concepts traditionnels de revenus et de profit sont entourés d'une grande marge d'incertitude.

- Évaluation du bilan : c'est l'un des sujets les plus difficiles (cf. infra). Évaluer les actifs à leur coût historique, comme on le faisait traditionnellement, constitue une référence apparemment objective mais totalement trompeuse. Qu'il s'agisse d'un bien matériel ou d'un titre financier, l'idée de « mieux » mesurer la contribution de cet actif à la richesse de l'entreprise s'impose assez naturellement. C'est ce que l'on appelle la « *fair value* », celle-ci sera d'autant plus correctement mesurée qu'il existe un marché profond auquel on puisse se référer pour procéder à cette évaluation. C'est en inventant des transactions quasi fictives avec des filiales cachées qu'*Enron* est parvenu à gonfler la valeur de certains de ses actifs peu productifs.

- Engagements hors bilan : c'est un sujet qui a été mis en pleine lumière par la débâcle d'*Enron* parce que l'utilisation par cette entreprise de véhicules dénommés « *Special purpose entities* » a été frauduleuse.

A priori, la réponse est simple : si une société porte une dette, il faut qu'elle figure au bilan. Encore faut-il que les comptables puissent interpréter de manière cohérente les implications financières des transactions concernées.

Au-delà du respect ou non des règles édictées par la SEC en l'espèce, le sujet est exceptionnellement complexe parce que l'on regroupe sous ce vocable une très grande variété d'arrangements financiers répondant à une grande variété de besoins, fortement structurés, difficiles à interpréter et dont il est très difficile de fixer la description dans un modèle unique réglant sans ambiguïté la question de la consolidation de tels engagements.

Les normes comptables sont nécessaires pour garantir la sincérité des écritures et la comparabilité d'une entreprise à l'autre. Ces exemples rapides montrent l'insuffisance des normes anciennes – ce qui a créé un terrain particulièrement propice aux manipulations - et la nécessité d'un renouveau qui était au demeurant largement engagé. La comptabilité n'est pas une science, les conventions comptables doivent viser à l'objectivité, ce qui concerne à la fois leur production et leur mise en œuvre. Il existe, à l'échelle mondiale, deux façons de chercher à atteindre cette objectivité.

### ***Concurrence ou convergence des systèmes***

La comptabilité constituant une infrastructure vitale du développement d'une économie capitaliste, il n'est pas surprenant que les principes adoptés dans les différentes économies reflètent dans une large mesure l'opposition traditionnelle entre capitalisme «rhénan» - où la normalisation est encadrée par l'Etat - et capitalisme «anglo-saxon» qui laisse plus de place à l'auto régulation : il n'existe par exemple pas aux Etats-Unis comme en Grande Bretagne, de procédure d'homologation publique des normes comptables comme c'est le cas en France ou en Allemagne. Le fondement de ces systèmes est également différent et l'on peut :

- établir un certain nombre de principes ; c'est le cas généralement en Europe où les auditeurs, au nom de ces principes, peuvent inviter l'entreprise à corriger ses évaluations comptables ; les manipulations de l'actif mentionnées plus haut pour Enron n'auraient pas été acceptées par un commissaire aux comptes français ;

- dresser une liste exhaustive des «règles» : c'est le système américain, les USGaap forment un ouvrage respectable de 140.000 pages, répondant à la plupart des problèmes d'interprétation mais entre lesquelles, l'expérience l'a démontré, un financier créatif trouve toujours la faille.

La scène comptable mondiale jusque là fragmentée en une mosaïque de réglementations nationales a été bouleversée dans les années 70 par l'émergence d'un projet de «normes internationales». Initialement apparu comme un travail d'experts, son impact a été considérablement amplifié après que l'Union européenne a adopté en 2000 un plan d'action pour les services financiers ouvrant la voie à une reconnaissance, en Europe, des normes en question.

Cette orientation, validée par le Conseil des Ministres a été adoptée par le Parlement européen en mars 2002 et rend désormais obligatoire en 2005 l'application de ces normes dites *IAS/IFRS*.

La question de la concurrence ou de la convergence des systèmes comptables est donc posée depuis 18 mois en des termes nouveaux : les US *Gaap* ont été fortement critiqués aux Etats-Unis à la suite des scandales récents, l'adoption d'un système fondé sur des principes est, depuis, plus favorablement jugé. Un rapprochement entre les normalisateurs américain (*FASB*) et international (*IASB*) est en cours depuis l'été dernier.

Les objectifs affichés par l'*IASB* sont à priori indiscutables. Il s'agit de mettre au point un référentiel qui rassemble le meilleur des normes mondiales, de les rationaliser, et de les compléter. Ce travail est mené dans une perspective de convergence avec les normes américaines de manière à garantir la comparabilité des données d'entreprise quel que soit leur pays d'origine. Cette uniformisation des règles comptables améliorerait sans doute le fonctionnement des marchés financiers et par conséquent l'allocation du capital.

A l'inverse, l'idée d'un seul standard mondial peut se heurter à plusieurs objections de principe : cela écarte l'adaptation des normes à des circonstances nationales ou régionales différentes ; un système unique reposera sur des compromis dont rien ne garantit qu'ils soient les plus sensés ; un système monolithique sera moins innovateur alors qu'on a vu la nécessité d'une évolution continue et rapide de ces systèmes pour s'adapter aux changements économiques ; enfin, des différences se manifesteront inmanquablement au stade de la mise en œuvre, réduisant d'autant les bénéfices attendus.

Pour mieux peser les termes de cette alternative, il est utile d'examiner plus précisément la stratégie de l'*IASB*.

### ***L'auto régulation de la profession comptable***

L'*IASB* joue désormais un rôle prépondérant en matière de normalisation comptable internationale. Il en a la volonté, la compétence, les moyens. Il s'est aussi constitué en organe professionnel totalement indépendant, selon un schéma qui n'a d'équivalent dans aucune autre profession. L'*IASB* s'est placé une fois pour toutes à distance de toute intervention des gouvernements. Il s'est également doté d'un organe de financement, *IASC Foundation*, tout en veillant à ce que les *trustees* qui gèrent cette dernière n'ait aucune influence sur l'organe de normalisation proprement dit.

Cette exigence d'indépendance vis-à-vis des Etats autant que des entreprises tient évidemment à l'extrême technicité des sujets traités et aux tentations rampantes de manipulation. Mais, poussée à ce point extrême, l'auto régulation d'une profession aussi cruciale pour la vie des entreprises ne peut manquer de soulever quelques questions. Après tout, la comptabilité n'est pas la physique théorique ! Elle n'en a pas le caractère scientifique et les conventions qu'elle élabore sont au cœur de la vie financière, économique et finalement sociale.

Un exemple crucial permet de mesurer l'enjeu, celui de la « *fair value* » qui constitue l'un des axiomes philosophiques essentiels de l'IASB. Evidemment, personne – et en particulier pas un économiste – ne peut être hostile à cette idée dans son principe. Mais son application dogmatique engage une chaîne de conséquences redoutables. Si la « *fair value* » est la valeur de marché instantanée, on traduit le point de vue de l'opérateur de marché ; mais ce faisant, on trahit les besoins de la communauté des utilisateurs pour qui la valeur d'une entreprise ne se réduit pas à cette sorte de valeur instantanée. On peut donc raisonnablement contester l'idée suivant laquelle la valeur de marché donnerait en toutes circonstances une image « exacte et fidèle » à l'investisseur qui, fond de pension ou épargnant, recherche la performance récurrente et non le gain spéculatif.

Mais il faut aller plus loin. Car la transformation de l'instrument de mesure ne manquera pas d'entraîner des conséquences sur la réalité elle-même : les comportements, et donc la vie économique, en seraient affectés en profondeur. Ce que reflète la « *fair value* », c'est comme on vient de le voir, une économie financière; le corrélat, c'est une volatilité accrue des résultats (intégrant instantanément et intégralement les variations de valeur d'actifs) ; il en découlerait inévitablement la nécessité pour l'entreprise de réagir avec plus de flexibilité ; le résultat en serait finalement une économie plus fortement cyclique, imposant en particulier des ajustements plus rapides sur le marché du travail.

Comme on l'a souligné, l'argument intellectuel en faveur de la « *fair value* » est, au départ, solide ; ce qui est troublant, c'est son application axiomatique par une communauté d'experts soustraite à tout contrôle sans que les finalités - autres que la pureté technique - aient été débattues ni même explicitées. La production des normes comptables est trop sérieuse pour être confiée aux seuls experts.

L'engagement européen, et en particulier français, en faveur de l'adoption des normes comptables IAS correspond à une claire volonté d'améliorer la comparabilité des comptes, d'aboutir à un référentiel commun ; ce sont des outils, des étapes pour progresser vers un grand marché financier européen et pour l'application de normes homogènes en matière de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées. On ne saurait donc sous-estimer l'enjeu.

Mais cette orientation ne doit pas conduire à l'adoption de normes dont l'application se révèle inadaptée, comme c'est le cas aujourd'hui pour les normes relatives aux instruments financiers (IAS 39 et 32), ou dont la conception même se heurte à des objections de fond, comme c'est le cas des avant projets de normes dites « *performance reporting* ».

Les événements récents invitent à s'interroger sur le pilotage de cette entreprise de normalisation. L'industrie bancaire, en particulier, a soulevé de nombreuses et fortes objections techniques aux projets de normes sur les instruments financiers et les assureurs ont également fait valoir le caractère inadapté de ces orientations pour l'assurance-vie. Ces secteurs ont fait valoir que ces normes étaient incohérentes par rapport à la nature des risques portés au bilan et à la façon dont ces risques étaient gérés. Plus fondamentalement, ils ont mis en cause le caractère formel des consultations auxquelles procède l'IAS, sans que les critiques et contre-propositions soient prises en compte.

Ayant pris de l'ampleur pendant l'automne dernier, ces objections ont conduit en novembre au report des discussions programmées au niveau européen, pour l'adoption d'un «paquet» de normes IAS. Au-delà de l'aspect tactique, ce report peut être l'occasion d'un réexamen de la gouvernance du système dont on vient de voir que, faute de toute intervention extérieure, il pouvait dériver en ayant des conséquences dommageables pour la communauté des utilisateurs et, à la limite, négatives sur le modèle de développement économique que l'Europe entend poursuivre. Ces problèmes de gouvernance sur lesquels il est encore temps de revenir portent sur plusieurs points :

- la philosophie même de l'exercice comptable qui ne peut se réduire à un axiome de *fair value* ;

- le rythme des changements, accéléré dans la période récente, et devenant peu compatible avec le besoin de sécurité et de transparence prioritaires pour les marchés ;

- la composition de l'IASB auquel, indépendamment de la sous-représentation de l'Union européenne, trop peu de représentants de la communauté des utilisateurs sont associés ;

- le mécanisme de consultation qui, au-delà d'une prise en considération formelle, devrait accepter de prendre en compte certaines des propositions extérieures à l'IASB ;

La création d'un organe d'orientation et de pilotage évitant de se trouver dans la situation où le choix de l'Union européenne est réduit à l'alternative adhésion en bloc ou rejet, s'impose.

Il est clair que la crise que traverse aujourd'hui le gouvernement d'entreprise n'aurait pu avoir une telle ampleur sans la complicité au moins passive des différentes professions qui composent l'environnement financier de l'entreprise. Croire que le gouvernement d'entreprise s'arrête aux frontières juridiques de celle-ci relève d'une méconnaissance totale des circuits d'information et des modes de décision de l'entreprise moderne.

Améliorer le gouvernement d'entreprise nécessite une redéfinition du rôle joué par certains acteurs économiques en relation avec l'entreprise, au premier rang desquels figurent, bien sûr, les commissaires aux comptes.

## **LES AUDITEURS**

Aux Etats-Unis, le prolongement légal du scandale Enron se retrouve dans la loi *Sarbanes-Oxley* de Juillet 2002 qui a créé le *Public Company Accounting Oversight Board*, organisme privé chargé, sous le contrôle de la SEC, de la supervision des cabinets d'audit. Afin de défendre l'indépendance des fonctions d'auditeur, il est désormais interdit à ceux-ci de fournir à un client d'autres prestations que celles de révision des comptes, cette règle s'exerçant sous le contrôle du comité d'audit de l'entreprise.

La loi *Sarbanes-Oxley* limite par ailleurs le mandat des auditeurs à cinq ans et prévoit l'alourdissement des sanctions en cas de fraude ou de destruction de documents comptables.

Il devient urgent que des mesures équivalentes soient adoptées en Europe (comme le propose la Loi sur la Sécurité Financière en France) et en Asie. Mais plus importante sans doute est la question de l'insuffisance de cette réforme : en effet, celle-ci ne répond pas à un certain nombre de questions essentielles. Qui sélectionne les auditeurs ? Faut-il un ou plusieurs auditeurs ? L'audit doit-il se limiter aux documents comptables ? Qui rémunère cette fonction ? Last but not least, qui supervise les auditeurs dans les pays encore soumis à l'autorégulation ?

Afin d'aider au choix des auditeurs, la création de systèmes de rating professionnels pourrait être envisagée, s'appuyant notamment sur une mesure de la pertinence de leurs visas au regard de l'évolution ultérieure des risques dans les entreprises auditées.

La question cruciale de l'accès aux sources d'information, non seulement comptables, mais économiques et financières, soulève, pour sa part, le problème du droit d'accès, hors hiérarchie, des auditeurs à l'ensemble des acteurs de l'entreprise. Ce droit d'accès paraît, de bon sens, devoir être octroyé : n'est-ce pas l'intérêt de l'entreprise et de ses actionnaires que d'avoir la vision la plus complète des véritables comptes de l'entreprise ?

Le mode de rémunération des auditeurs est également un des aspects essentiels de leur indépendance, le système actuel les faisant évidemment dépendre de l'entreprise cliente. Si nous voulons une profession d'audit propre et qui puisse continuer à s'assurer d'un recrutement de qualité suffisante, commençons par revaloriser le tarif de ses prestations par rapport aux services de conseil.

Enfin, concernant la question du pantouflage des auditeurs chez leurs clients, l'unique solution consiste dans sa prohibition pendant une durée à définir, d'au minimum trois ans après la fin de la mission d'audit dans l'entreprise considérée.

## **LES BANQUES D'AFFAIRES**

Les années 90 ont consacré l'avènement de gigantesques fusions, dont un grand nombre ont très mal tourné. A qui la faute ? Aux banques conseil qui à chaque fois, ont promis un avenir radieux sur la base d'hypothèses irréalistes, parfois même absurdes ? Ou aux patrons qui, envahis d'ivresse boursière ou médiatique, ont délibérément étouffé leurs doutes face à des Conseils d'Administration peu regardants ?

Il est difficile en tout état de cause de ne pas remarquer le rôle particulièrement actif qu'ont joué les banques d'affaires. Au mieux, elles ont joué le rôle de grand facilitateur, au pire, celui de pousse au crime.

Les banques d'affaires sont incontournables d'un point de vue réglementaire dès qu'une opération passe par les marchés financiers : nul ne peut déposer d'offre publique ou ramasser un bloc de titres sans passer par un intermédiaire agréé qui garantit aux opérateurs l'exécution. Et puis elles ont développé toute une gamme de services : de l'idée même du mariage à la consommation des noces, une vision extérieure du secteur d'activité par rapport à celle du management ; une évaluation sur la base de simulations en fonction d'un certain nombre de scénarios ; une aide à la négociation entre les parties et à la communication de l'opération auprès des marchés financiers ; une capacité de placement et de conviction auprès des investisseurs institutionnels ; une ingénierie financière ad hoc pour sauver les ratios, etc.

Cette stratégie du «one stop shopping» ne va pas sans d'importants conflits d'intérêts patents. Certes, la situation est différente selon que la banque d'affaires se situe du côté du vendeur, ou du côté de l'acheteur (où il y a davantage de conflits d'intérêts). Mais en tout état de cause, de plus en plus d'opérations, surtout les opérations hors marché, se passent de l'intermédiation d'une banque d'affaires. Par ailleurs, les rémunérations des banques d'affaires tendent à baisser de manière significative, sous l'effet de leur mise en concurrence.

Sur l'aspect le plus équivoque, et le plus porteur de conflit d'intérêt, une tendance s'est faite jour de l'appréciation de la valeur d'une opération par des analystes financiers indépendants des banques, ou à une expertise indépendante ou attestation d'équité par laquelle cette dernière atteste de l'équité du prix de certaines transactions. Ceci serait particulièrement utile dans les introductions en bourse ou les prises de contrôle, opérations dans lesquelles tant d'abus ont été commis au détriment des investisseurs institutionnels et individuels.

Les banques d'affaires ont une part de responsabilité importante dans les dysfonctionnements récents du gouvernement d'entreprise. La solution à ces problèmes réside pour une large part dans le renforcement, voire, dans certains cas, dans la restauration pure et simple des fameuses «murailles de Chine» mises à mal durant les «années folles». Cela n'implique pas nécessairement le rétablissement d'une forme de Glass Steagal Act, qui, pendant des décennies, a conduit, aux Etats Unis, à séparer de manière très stricte les métiers de banque commerciale et de banque d'affaires. Cette loi correspondait, en effet, à une configuration de l'industrie bancaire américaine au lendemain de la crise de 1929 (35000 banques à l'époque) qui n'a plus de réalité aujourd'hui.

Reste le problème des murailles de Chine à l'intérieur des banques d'affaires elles-mêmes, et en particulier entre banquiers d'affaires et opérateurs de

salle de marché. Les banquiers d'affaires collectent auprès de leurs entreprises clientes un maximum d'informations, que ce soit dans les activités de fusions-acquisitions ou dans le montage d'opérations financières plus ou moins sophistiquées.

Les opérateurs de marché desdites banques sont naturellement demandeurs de ce type d'informations, pour, dans le «pire» des cas, les répercuter à leurs clients institutionnels et, dans le «meilleur», réserver à ces clients des titres avant les autres. Les traders peuvent également les utiliser pour protéger leurs positions de *market making*. Les solutions à ce problème se situent à plusieurs niveaux : séparation complète des équipes de M&A et d'opérations primaires du reste des équipes de salle de marché, et notamment des vendeurs et des traders ; interdiction de favoriser ses propres clients lors des introductions en bourse ; procédures publiques de syndication et de placement des émissions nouvelles,...

La banque universelle pose un autre problème de conflit d'intérêts lorsqu'elle opère pour compte propre en utilisant sa base de capital excédentaire. Car, depuis le durcissement du ratio Cooke, les banques et autres institutions financières sont tenues de conserver d'importants fonds propres pour garantir leurs engagements à l'égard de leurs clients. La tentation était grande de les engager sur les marchés ou de faire du capital-risque pour profiter de la bulle Internet. A qui donne-t-on la priorité pour ces opérations : aux livres de la banque ou aux clients extérieurs ? Plus grave, une banque (et en particulier en France, en Allemagne et en Suisse) qui détient une participation au capital d'un de ses grands clients industriels ou institutionnels, ne sera-t-elle pas tentée de lui accorder un traitement de faveur ou de le soutenir de manière abusive en cas de difficultés. La solution à ce type de conflit consiste à limiter autant que faire se peut les prises d'intérêts directs ou indirects chez les clients (via notamment un renforcement des règles de division des risques) et à exiger que les fonds propres des banques soient gérés par des équipes autonomes, avec des objectifs et des mandats précis et contrôlables.

Il n'en est pas moins vrai que le modèle de la «banque universelle» (malgré la demande pressante d'une clientèle dont les besoins sont de plus en plus globaux et malgré les promesses de ce modèle en matière de synergies entre métiers) recèle des risques évidents d'«effets dominos» entre activités et, surtout, reste porteur de trop nombreux conflits d'intérêt potentiels. Il paraît en effet évident, avec le recul, que la masse de renseignements obtenus par une banque commerciale sur ses clients ne devrait en aucun cas filtrer dans les autres départements de la banque.

Les banques ont fait, dans un passé récent, de gros efforts dans ces différents domaines. Mais de nombreuses failles existent encore. Pour combler celles-ci, il convient d'énoncer clairement où s'établit la «ligne jaune». Mais, surtout, l'application de ces règles doit être contrôlée par les autorités de régulation, en considérant que cela fait pleinement partie de la «sécurité de place».

## LES AGENCES DE NOTATION

Dans la chaîne d'opérations qui conduisent à la production, à la diffusion et à la valorisation des informations de gestion, les agences de notation auraient pu et auraient sans doute dû jouer un rôle déterminant pour la mise en œuvre de pratiques éclairées de gouvernement d'entreprise. Pourtant, il faut bien reconnaître que leur intervention relève encore largement de l'occasion manquée tant l'écart est vaste entre les attentes qu'elles suscitent et leur contribution effective à l'amélioration de l'efficacité des marchés et aux décisions des investisseurs.

Dans son principe, l'intervention de ces agences devrait fournir, sous la forme d'une notation synthétique, une information relative au risque de défaut attaché à chaque titre traité sur le marché financier. La note attribuée à une émission en particulier est censée tenir compte aussi bien des caractères spécifiques de l'émetteur que des propriétés singulières de cet actif. Concentrant une expertise analytique pointue, des moyens d'investigation efficaces, des bases de données étoffées et des méthodologies validées par une pratique confirmée de la recherche financière appliquée, les agences trouvent leur légitimité dans leur aptitude à fournir une indication précieuse tant pour les investisseurs professionnels appelés à gérer des portefeuilles que pour un vaste public à la recherche de signaux lisibles sur la qualité des signataires qui leur sont proposées.

L'importance accordée à ce mode d'appréciation synthétique du risque attaché aux émissions a été consacrée par deux types de dispositions institutionnelles. Elle explique d'abord l'obligation habituellement faite aux émetteurs désireux de voir leurs titres admis sur les marchés organisés de se soumettre à une procédure de notation assurée par une agence dûment référencée. Elle justifie par ailleurs des contraintes d'emplois imposées aux gestionnaires d'actifs ; dans de nombreux cas, ceux-ci sont en effet contraints d'allouer les fonds qui leur sont confiés en choisissant seulement des titres ayant fait l'objet d'une notation réalisée par une agence reconnue et ayant conduit à l'attribution d'une note qui reflète une appréciation favorable du risque attaché. Ces contraintes traduisent clairement le rôle de place reconnu aux agences et leur confèrent quasiment un statut d'intérêt général.

Pourtant, une évaluation des effets réels produits sur le fonctionnement des marchés par l'intervention des professionnels de la notation conduit à des constats relativement décevants.

En premier lieu, la notation devrait fournir *un indicateur avancé* des risques attachés aux actifs concernés. Elle devrait donc produire un effet d'anticipation et, dans certains cas, d'alerte. Or, au lieu d'éclairer les décisions en fournissant les éléments qui fondent une anticipation éclairée, les agences sont fréquemment prises en défaut dans des situations d'ailleurs symétriques. Dans certains cas, elles s'avèrent incapables d'anticiper une dégradation des signatures ; dans des cas opposés, elles pénalisent injustement des émetteurs en surestimant les risques

auxquelles ils se trouvent exposés. Ainsi, elles se révèlent trop souvent incapables de démontrer une lucidité supérieure à celle de la plupart des acteurs professionnels.

Une démonstration récurrente de cette inaptitude à anticiper manifestée par les agences est fournie par les révisions de notation auxquelles elles se livrent périodiquement et, singulièrement, les annonces de décisions de dégradation de la note attribuée à certains émetteurs. Au lieu de précéder la révélation de difficultés qui assaillent un émetteur et de fournir ainsi un signal avancé, ces révisions se bornent souvent à accompagner et, plus souvent encore, à suivre des évolutions manifestes de la situation et des risques. Au lieu de guider les acteurs et de contribuer au lissage des évolutions du marché, les révisions s'inscrivent dans un mouvement mimétique et peuvent aggraver des phénomènes de surajustement toujours préoccupants.

Il est clair qu'on trouvera aisément dans l'actualité récente des exemples de violents décrochages des cours de bourse des actions des sociétés dont la notation aura été dégradée. Mais ces cas isolés ne constituent pas une régularité empirique et donc une vérité scientifique. Les études empiriques dont on dispose nous racontent une histoire – un enchaînement d'évènements – différente. En gros, la réaction des cours boursiers est en avance sur les changements de notation, autrement dit, on constate en moyenne une hausse spécifique des cours des actions des sociétés dont la notation est améliorée bien avant que celle-ci ne soit rendue officielle et une baisse spécifique des cours des actions dont la notation est dégradée bien avant que celle-ci ne soit publique.

Cette propension au mimétisme est par ailleurs aggravée par un deuxième facteur qui concerne les structures mêmes de la profession. L'activité de notation est en effet dominée par deux voire trois agences d'envergure mondiale (Moody's et Standard and Poor's et dans une moindre mesure Fitch) défiées par quelques autres intervenants qui demeurent plus spécialisés ou plus localisés. Cette concentration trouve une justification qui ne peut être méconnue. Dans la mesure où les agences de notation jouent un rôle de place et contribuent à la formation des standards du marché, la focalisation de leur activité sur quelques institutions de référence à très forte visibilité n'est pas dépourvue de rationalité. Mais cette structure oligopolistique du marché de la notation accentue les risques de conformisme et justifie une réouverture périodique et limitée du jeu.

Enfin, la question de la transparence des méthodologies mises en œuvre doit également être posée. Afin d'éviter l'opportunisme des émetteurs qui pourraient chercher à présenter leurs comptes et les informations de gestion qu'elles diffusent pour « coller » à leurs normes et pour s'adapter à leur modèles d'analyse, les agences se montrent très discrètes sur leurs options méthodologiques. Mais, outre le fait qu'elle entretient une suspicion sur l'opacité voire l'arbitraire des méthodes professionnelles de notation, cette volonté de discrétion concourt à l'éviction d'un débat nécessaire sur les démarches et les indicateurs pertinents pour l'analyse du risque et des performances.

## **LES ANALYSTES FINANCIERS**

L'organisation de la profession des analystes financiers les expose à des conflits d'intérêts redoutables, qui représentent un danger pour la bonne gouvernance d'entreprise. En effet, ces conflits d'intérêts peuvent avoir au moins quatre conséquences néfastes sur le fonctionnement et le gouvernement des entreprises. Ils poussent à une présentation biaisée des comptes des entreprises. Il déforment la relation normale qui doit exister entre les directions générales et financières des entreprises et les analystes financiers ; ils poussent les entreprises à des opérations de fusion-acquisition qui peuvent être néfastes voire dangereuses ; ils provoquent un risque de distorsion des prix des actions sur les marchés.

Les analystes financiers appartiennent pour la plupart à des bureaux d'études au sein des départements «Capital Markets» des banques d'investissement. Leurs « clients » au sein de ces organisations sont les vendeurs d'actions auprès des investisseurs institutionnels et individuels d'une part, et les banquiers qui conseillent les émetteurs à la fois sur le marché primaire et sur le marché secondaire des titres d'autre part. D'où un premier conflit d'intérêt.

En effet, les vendeurs d'actions (désignés par les termes anglais «sell side» ou «sales») doivent avoir des histoires à raconter à la centaine d'investisseurs institutionnels (gérants de Sicav, sociétés de gestion, compagnies d'assurance, ...) auxquels ils téléphonent chaque jour pour leur vendre les idées qui leur sont présentées par les analystes lors des «morning meetings». Ces conseils généreront des ordres d'achat ou de vente et donc des commissions sur lesquelles les rémunérations des analystes sont peu ou prou indexées. En la matière, les vendeurs renouent à démarcher les investisseurs potentiels avec les recommandations négatives d'un collègue analyste.

Quant à ceux qui, au sein de ces banques, sont chargés de conseiller les émetteurs, les analystes travaillent pour eux à l'occasion d'introductions en bourse, d'augmentations de capital, de fusions-acquisitions et de toute autre opération sur titre qui nécessite un travail d'analyse financière et d'évaluation. Or les entreprises qu'ils étudient sont parfois, sinon souvent, les meilleures clientes des banques qui les emploient. Comme le rappelait l'ancien président d'une grande banque d'affaires « Les conflits d'intérêts sont inhérents à la nature même de l'activité des banques d'affaires. Mais, pour ce qui est des analystes financiers, leur rôle aussi bien auprès de leurs collègues vendeurs de titres qu'auprès de leurs collègues banques d'affaires les poussent à un biais très fortement optimiste ».

Le passé récent est riche d'exemples de conflits d'intérêt des analystes au sein des banques d'affaires, déjà formulés dans l'ouvrage de Terry Smith, après qu'il eut été licencié en 1991 comme chef analyste des valeurs britanniques de chez UBS Philips and Drew parce qu'il avait fait des recommandations négatives auprès des investisseurs sur des sociétés clientes du département Corporate Finance de la banque.

Le rôle et la fonction des analystes financiers a ainsi été progressivement dénaturée, de sorte que leurs comportements sont à la source de nombreuses dérives du gouvernement d'entreprise.

L'accord intervenu récemment entre les grandes banques d'investissement américaines et le *General Attorney* de l'Etat de New York contient certaines dispositions destinées à atténuer ces conflits d'intérêt, en procurant aux analystes une plus grande protection contre les pressions qui s'exercent sur eux (présence d'un médiateur, conseil d'orientation indépendant auprès du bureau d'études), et en déconnectant leur rémunération des commissions générées dans les opérations où ils sont impliqués.

A ce dispositif, on peut ajouter certaines mesures recommandées par des organismes de régulation ou déjà mises en place par quelques banques : par exemple, l'obligation d'indiquer dans chaque étude publiée, si elle a été communiquée à l'entreprise et de mentionner tous les facteurs susceptibles d'avoir entravé l'indépendance de son auteur ; la présentation symétrique des recommandations d'achat et de vente, positives et négatives ; la fourniture dans chaque étude de clés de lecture, notamment en ce qui concerne les relations d'affaires entre la banque et l'entreprise.

Cependant toutes ces précautions n'auront que peu d'impact sur les pratiques à moins que ne soit repensé l'environnement et le système même dans lesquels s'inscrit l'analyse financière.

Certaines propositions visent à favoriser une recherche indépendante à la fois du Corporate Finance et des services de transactions proposés par la banque sur le marché secondaire aux investisseurs individuels et institutionnels. C'était le sens des recommandations de Paul Myners en 2001 dans un rapport commandité par le gouvernement britannique. Les clients qui veulent obtenir et lire des études financières sur les sociétés, les secteurs et les marchés devraient les payer directement. Pour ce faire, les départements d'analyse financière des banques d'investissement devraient être juridiquement distincts de leur maison mère et rentabiliser leur travail en vendant leur recherche à celle-ci comme à des tiers.

### ***L'économique des rémunérations***

Il faut être conscient du fait que si les résultats de l'activité recherche sont gratuits pour les clients des banques, les départements «Recherche et Analyse Financière» coûtent très cher aux banques elles-mêmes : il s'agit donc de les rentabiliser via les courtages et commissions sur transactions générées par l'activité recherche/sales, et par les commissions générées sur les opérations financières.

Par ailleurs, la part des commissions sur transactions a beaucoup baissé depuis 20 ans, car les coûts de transactions représentent un facteur décisif des performances des investisseurs institutionnels; en revanche, les commissions sont encore élevées sur les opérations de conseil. La balance des incitations financières a définitivement penché du côté de cette activité, au détriment de la première.

En matière de gestion, la chaîne simplifiée va du client qui apporte des fonds à gérer à un gérant (asset manager). Celui-ci facture au client des frais de gestion annuels de l'ordre de 1% des fonds qu'il a sous gestion. Ce 1% fois les sommes sous gestion représente son chiffre d'affaires appelé produit net bancaire. Face à ces produits, il encourt diverses charges, dont en principe des frais de documentation, d'abonnement à des bases de données et d'analyse financière. En effet, sur quelles bases prendrait-il ses décisions d'investissement si ce n'est sur la base de l'étude des marchés, des classes d'actifs et de sociétés, domaines d'études privilégiés de la profession des analystes financiers ?

Ces analystes financiers, le gérant peut les avoir en interne (analyste buy-side) mais ce n'est que très rarement le cas. Il peut se procurer l'analyse financière dont il a besoin à l'extérieur. Alors que l'analyse financière est en première approximation un de ses facteurs de production essentiels, il refuse bien souvent de la payer. Mais il a besoin de cette recherche. Alors, il se fait payer la recherche, dont il estime avoir besoin même si elle est fortement biaisée, comme on l'a vu, par les intermédiaires auprès desquels ils passent les ordres en bourse. Qui paye en définitive ? Le client sous forme de courtage, mais il ne le voit pas et il ne le sait pas car ce coût n'apparaît que sous la forme d'une légère baisse de son taux de rentabilité annuel. Le client paye donc le gérant deux fois, une fois en direct par les frais de gestion, une autre fois sous forme de frais de transactions plus élevés et donc sous forme de baisse du taux de rentabilité de ses fonds sous gestion.

### ***L'économie des marchés financiers et de l'analyse financière***

On sait depuis plus de trente ans que l'utilité économique et sociale des analystes est de rendre les marchés financiers plus efficaces. C'est parce que les analystes sont censés scruter, analyser, évaluer, etc... qu'ils rendent les prix boursiers aussi proches que possible de leur valeur fondamentale, à condition que leur analyse financière soit indépendante. Mais les analystes financiers sont devenus peu ou prou des commerçants, dont l'objectif est de maximiser les volumes de transaction sur le marché secondaire auprès des investisseurs ou d'assurer le succès d'opérations financières initiées par leur banquier employeur. La recherche du bon prix est ainsi devenue un objectif accessoire.

Faire du commerce, c'est entretenir l'illusion, c'est suivre les modes, c'est s'engouffrer dans les conventions. Graham et Dodd doivent se retourner dans leurs tombes en voyant ce que sont devenus les analystes financiers par rapport à ce qu'ils devraient être.

Est-ce qu'il est bien utile de disposer en permanence d'une cinquantaine d'études financières allant de quelques pages à plusieurs dizaines de pages, concernant une société comme LVMH par exemple ?

Encore une fois, les marchés sont relativement efficaces et la contribution marginale de la nième analyse financière pour l'établissement de la vérité, c'est à dire le bon prix de LVMH, est nulle.

Que devrait produire une analyse financière indépendante concernant une société ?

- les hypothèses implicites que fait le marché du niveau de cours où se situe la valeur quant aux facteurs de valorisation clé d'une société : flux futurs, risque, liquidité, prime de risque et prime de liquidité. Tous ces éléments sont plus ou moins difficiles à évaluer, notamment les flux futurs. Par contre, il est relativement aisé d'inverser le raisonnement et de trouver un jeu de flux compatibles avec les cours, compte tenu des autres éléments ;

- évaluer sous la forme de scénarios probables la compatibilité de ces hypothèses avec le bon sens.

Par exemple en mars 2000, au plus haut de la bulle, le cours de la société Lafarge traduisait une croissance nominale anticipée de ses flux de 2% l'an. Pour ce qui était d'Altran, les taux de croissance des flux devaient être compris entre 30% et 40% par an pendant 15 ans, et encore une progression à deux chiffres un certain nombre d'années au delà de 2015. Traduction physique compte tenu de l'activité de la société, celle ci aurait du recruter en 2010 une part significative des ingénieurs des écoles et universités européennes !! Est-ce bien raisonnable ? Est-ce bien compliqué à établir ? Non, mais pendant ce temps là, la profession des analystes financiers avait les yeux de Chimène pour la seconde société dont elle recommandait l'achat et délaissait la première, société oh combien ennuyeuse de l'ancienne économie ! De fin mars 2000 à mi-mai 2003, la première s'est dépréciée de près de 40% et la seconde a perdu 95% de sa valeur, pendant que l'indice SBF 120 chutait de plus de 50%.

La prise en compte de ces diverses considérations entraînerait une profonde réorganisation du cadre environnemental et institutionnel de l'analyse financière. Quelles en seraient les conséquences ?

Dans son ensemble, le système serait in fine moins coûteux. D'abord à cause d'une réduction drastique du nombre d'études sur les principales sociétés, études qui sont souvent routinières, mimétiques, et redondantes, et donc d'une réduction du nombre des analystes, en tout cas de leur redéploiement.

En effet, les activités des analystes financiers seraient redéfinies et relocalisées. Dans la mesure où les analystes sont une ressource indispensable pour assurer des travaux de « due diligence » à l'occasion d'opérations sur les marchés primaire et secondaire, des équipes d'analystes seraient affectées directement et exclusivement aux départements des banques concernées par ces opérations (c'est déjà le cas dans certaines grandes banques françaises). D'autres analystes interviendraient comme supports des équipes de ventes d'actions, avec une casquette de recherche / vendeur bien affichée. D'autres enfin, les plus « entrepreneuriaux », seraient directement affectés aux équipes de fusions/acquisitions.

Enfin, les investisseurs institutionnels continueraient d'affirmer une tendance déjà bien établie consistant à renforcer en leur sein leurs équipes de recherche et d'analystes «buy side» dédiées exclusivement aux gérants maison, c'est à dire à en internaliser le coût, ou ce qui revient au même, à acheter à l'extérieur une « recherche indépendante ».

En définitive, la recherche actuelle serait éclatée et allouée aux différentes fonctions qu'elle remplit. Les objectifs des uns et des autres seraient clairement précisés et leurs rémunérations pourraient être indexées à leur réalisation en l'absence de tout conflit d'intérêt. Les analystes superstars verraient diminuer leurs salaires exorbitants que leur vaut leur capacité schizophrénique à gérer les multiples conflits d'intérêt auxquels ils sont confrontés.

Les conflits d'intérêt des analystes seraient ainsi fortement réduits, et ainsi seraient atténués les méfaits des opérations financières et comptables précédemment évoquées.

Une analyse financière indépendante est souhaitable et nécessaire à un bon gouvernement d'entreprise. Pour cela, il faut que les acteurs acceptent de la payer ou y soient contraints. C'est vers la seconde solution que s'oriente Wall Street à la suite de la prescription en matière de ce volet du gouvernement d'entreprise de la loi Sarbanes-Oxley : les grandes maisons de gestion devront verser à l'analyse financière indépendante au cours des cinq prochaines années une manne globale de 500 millions de dollars, soit 100 millions par an.

De quoi rémunérer beaucoup d'analystes financiers indépendants qui n'ont pas besoin d'être rémunérés 3 millions de dollars ou même 300 000 dollars par an pour faire ce travail d'évaluation. Elle n'est guère transposable en tant que telle à la France, voire à l'Europe, car les exagérations qui ont pu y survenir sont sans commune mesure avec les scandales majeurs constatés outre- Atlantique.

Mais la première solution (inciter les acteurs à payer l'analyse financière indépendante) est tout à fait imaginable. Il suffit de généraliser à l'ensemble des opérations de fusion / acquisition le principe de l'attestation d'équité ou de l'expertise indépendante, actuellement requise pour les opérations de retrait suivies de retrait obligatoire, et pour ce qui est des investisseurs institutionnels et des sociétés de gestion de labelliser ceux qui ont leur propre recherche interne ou qui achètent à l'extérieur de l'analyse financière indépendante.

## **LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS**

L'axiome "*one share-one vote*" (une action = une voix) paraît de moins en moins réaliste. La mutualisation de plus en plus poussée du pouvoir actionnarial conduit à des distorsions dans l'exercice de ce pouvoir. Les actionnaires ne sont pas tous égaux. Cette évidence, trop longtemps oubliée, a une double conséquence. Tout d'abord, le mode de gouvernement se doit d'être adapté, dans

chaque entreprise, aux spécificités de sa structure actionnariale. Plus important encore, la responsabilité des actionnaires croît de manière plus que proportionnelle avec la participation qu'ils détiennent au capital d'une entreprise. Ceci pose le problème, désormais central, des investisseurs institutionnels.

Les investisseurs institutionnels détiennent, aujourd'hui, le véritable pouvoir financier (leurs actifs « pesaient » 30000 milliards de dollars en 2002, soit deux fois et demi la capitalisation boursière américaine) et leur poids va aller en croissant avec le vieillissement démographique dans les pays développés. Il est clair que les investisseurs institutionnels, en tant qu'investisseurs professionnels et, à ce titre, mieux informés, portent une responsabilité spécifique dans la mise en œuvre et le contrôle de la bonne gouvernance des entreprises. Il est clair aussi que ces investisseurs ont failli à leur mission dans les scandales qui ont éclaté.

Il va vraiment falloir que ces investisseurs institutionnels réagissent, qu'il s'agisse des banques en tant que gestionnaires d'OPCVM ou des assureurs en tant que gestionnaires d'épargne à long terme. Ils ne peuvent plus se contenter du principe du « Wall Street walk » qui consiste, dès lors que l'on est en désaccord avec la gestion d'une entreprise, à vendre les titres de celle-ci. Cette attitude est trop facile et, d'une certaine manière, constitue un véritable « pousse au crime ».

Il est bien quelques « zinzins », le plus souvent anglo-saxons, qui s'autorisent un soupçon d'activisme, et qui n'hésitent pas à intervenir en assemblée générale des entreprises qu'ils détiennent en portefeuille pour essayer de faire fléchir le management ou qui décident, en le faisant savoir, de ne pas renouveler le mandat d'un de ses gérants jugé insuffisamment performants. L'effort est certes louable : essayer de se servir intelligemment de son pouvoir pour faire pression. Mais la justification de telle ou telle décision est difficile à établir, par manque notamment de supports techniques.

C'est là où une proposition de responsabilisation prend tout son sens. Les « zinzins » doivent réfléchir au « pourquoi ? » mais aussi au « comment ? » de l'interventionnisme auquel ils ne peuvent désormais plus se soustraire.

Mais, au delà de cette auto-responsabilisation, il est une mesure qui mérite, elle aussi, d'être examinée : l'interdiction des pouvoirs en blanc en assemblée générale des actionnaires, ou à tout le moins l'interdiction d'envoyer ses pouvoirs en blanc au président de la société concernée, et l'instauration de garanties au libre exercice de leurs droits de vote par les gestionnaires de portefeuille (hors de toute influence de leur employeur notamment), véritable mesure de salut public pour redonner aux assemblées générales tout leur poids et tout leur sens.

## **LES AUTORITES DE REGULATION**

Pour surmonter la crise de confiance actuelle, il ne s'agit pas de privilégier une seule approche, mais de favoriser la pluralité des démarches : réglementation, codes de bonne conduite, auto-régulation, etc.

La régulation des marchés financiers paraît, à ce jour, de plus en plus indispensable. Reste à pouvoir assurer cette régulation de manière complète et efficiente. S'il est clair que les autorités de tutelle n'ont pas su prévenir certains des dysfonctionnements de la sphère financière les plus criants, reste à définir les voies et les moyens d'une réforme dans ce domaine. A cet égard, la création d'une Autorité des Marchés Financiers (AMF), fusionnant le Conseil des Marchés Financiers et la Commission des Opérations de Bourse, va tout à fait dans le bon sens.

Cette réforme doit passer par un renforcement des moyens financiers et humains. Quand l'on sait que la SEC dispose d'à peine 3 000 personnes pour surveiller 70 systèmes de négociations, 5 000 sociétés d'investissement, 8 000 courtiers, 14 000 entreprises et, accessoirement, tous les marchés de gré à gré, on ne peut s'étonner que la supervision pêche dans ses missions, faute de moyens suffisants. Il est clair que, dans ce domaine, les critères quantitatifs ne peuvent suffire. Un effort tout particulier doit donc être consacré (au plan des salaires comme au plan des conditions de travail) à l'amélioration des conditions d'exercice du métier de régulateur.

# CONCLUSIONS

Les débats actuels sur le gouvernement d'entreprise sont fondamentalement sains, mais ils doivent être élargis et approfondis.

L'urgence est de taille : 6 000 milliards de dollars de valeur boursière sont partis en fumée en un an. Près de trois fois le PIB du Japon ! La crise actuelle n'est pas un accident fortuit et cantonné à quelques individus, à quelques entreprises ou à quelques facettes du gouvernement d'entreprise. C'est un problème systémique qui nécessite la définition d'un nouveau cadre.

Pour contribuer à la définition de ce nouveau cadre, il faut éviter de tomber dans des pièges trop faciles :

- Renoncer aux bienfaits de la libéralisation. Ne jetons pas le bébé avec l'eau du bain. Au cours des années 80 et 90, la libéralisation et la mondialisation ont donné, à l'économie en général et à l'entreprise en particulier, un dynamisme, dont il faut préserver les ressorts. La crise actuelle du gouvernement d'entreprise nécessite une réforme de grande ampleur. Mais celle-ci n'atteindra son but, qui est de restaurer la confiance et de retrouver le chemin de la croissance, que si elle sait préserver la dynamique concurrentielle.

- Désigner une ou plusieurs victimes expiatoires : les dirigeants d'entreprises, les marchés financiers ou encore tel ou tel dispositif de gestion des entreprises tel que les stocks options ou la titrisation. De même, il ne faut pas croire ou penser que le châtimement de tel ou tel (aussi nécessaire soit-il dans certains cas) puisse constituer à lui tout seul une solution. L'objectif à poursuivre est à la fois plus simple et plus complexe. Il est de mettre en œuvre toutes les réformes, et elles sont nombreuses, qui permettent de structurer un nouveau cadre de fonctionnement des entreprises. Des réformes doivent être mises en œuvre au niveau microéconomique des entreprises, au niveau des différents maillons de la chaîne de l'information économique et au niveau macro-économique de la régulation financière.

- Considérer l'encadrement législatif et réglementaire comme à exclure car trop contraignant. La loi ne peut, certes, régler tous les problèmes. L'objectif reste par ailleurs de ne pas anihiler l'esprit d'entreprendre, mais au contraire de le redynamiser. Toutefois, l'exemple américain (comme la loi Sarbanes-Oxley et ses prolongements) montre que l'encadrement réglementaire est, parfois, nécessaire pour établir de nouvelles règles de jeu.

Ces précautions méthodologiques étant prises, pour définir un nouveau corpus théorique de Gouvernement d'Entreprise, trois principes fondateurs doivent régir les réformes à venir :

- Une réforme du fonctionnement des instances représentatives de l'entreprise constitue une priorité absolue. Le rôle du Conseil et de ses comités doit être clarifié. La liberté plus que l'indépendance des administrateurs doit être renforcée. Mais les pouvoirs de vigilance et de contrôle des conseils d'administration ont leurs limites. En parallèle, une réforme de l'ensemble des métiers de la chaîne de production et de transformation des informations comptables et financières se doit d'être menée à bien. Au-delà des seuls métiers d'audit et de conseil, les métiers des agences de notation, des banques d'affaires, des gérants de capitaux et d'analyse financière doivent se livrer à un « examen de conscience » et doivent se réformer ou être réformés en profondeur.

- Les maîtres mots en matière de réformes sont l'amélioration des règles d'information et la responsabilisation. En matière d'information, certaines réformes doivent conduire à renforcer l'opacité (pour régler les problèmes de conflit d'intérêt) et d'autres doivent, au contraire, favoriser une plus grande transparence. En matière de responsabilisation, une importance toute particulière doit être accordée aux administrateurs et aux investisseurs institutionnels.

- L'Europe doit affirmer la spécificité de son modèle de Gouvernement d'Entreprise et pour cela doit accélérer la modernisation de celui-ci. Ce modèle est, à certains égards, plus protecteur que le modèle anglo-saxon. Mais surtout, il est mieux adapté à la spécificité des multiples « conventions » qui définissent l'entreprise européenne. Plutôt que de tenter d'imiter servilement les réformes en cours outre atlantique, l'objectif doit être d'affirmer l'identité européenne pour mieux en moderniser le cadre de fonctionnement. Dans ce domaine, l'Europe est en train de prendre du retard. Une remise en cause de certaines règles du jeu d'entreprise (en matière de comptabilité notamment) se doit d'être affirmé et la définition d'un nouveau corpus de règles se doit d'être accéléré afin de donner aux entreprises européennes le maximum d'atouts dans la compétition internationale qui ne pourra plus s'exercer à l'avenir comme par le passé.

Ces principes fondateurs donnent lieu à un certain nombre de propositions, parmi lesquelles :

- reconnaître que la gouvernance d'entreprise est l'un des piliers de la confiance des marchés, avec ses conséquences ;

- nommer un administrateur au sein du Conseil d'administration représentant les administrateurs non mandataires sociaux et remplissant diverses fonctions ;

- prendre conscience que la gouvernance d'entreprise n'est pas du seul ressort des conseils d'administration ; elle inclut aussi la structure de l'actionnariat, la politique financière, le marché du contrôle, la surveillance des institutions financières et du marché financier, et les institutions et professions qui interviennent dans la chaîne de production et de transformation des informations comptables et financières ;

- renforcer, en les formalisant davantage, les mécanismes de prévention des défaillances des dirigeants ;
- indexer les mécanismes d'attribution des stock options sur les performances spécifiques de l'entreprise ;
- rééquilibrer les formes de rémunération incitative des dirigeants vers les actions ;
- renforcer le point de vue européen dans l'entreprise de convergence des normes comptables au niveau mondial, sans pour autant privilégier un seul standard mondial ;
- s'opposer à la comptabilisation en fair value ;
- revaloriser le fonctionnement des assemblées générales ;
- insérer davantage les investisseurs institutionnels dans les mécanismes de gouvernance des entreprises ;
- interdire la remise des pouvoirs en blanc aux mandataires sociaux lors des assemblées générales ;
- interdire les activités de conseil dans les sociétés d'audit ;
- revaloriser les honoraires de l'audit ;
- exiger une attestation d'équité sur les termes des offres publiques pour la défense des intérêts des actionnaires des sociétés acquéreuses, et sur les cours des introductions en bourse ;
- faire appliquer les règles de muraille de Chine dans les banques d'affaires et les banques universelles par les autorités de place bancaires et des marchés financiers ;
- favoriser la pluralité et l'émergence d'agences de notation européennes ;
- rendre les méthodologies de notation moins opaques et mettre en place des procédures d'évaluation des agences de notation ;
- empêcher les conflits d'intérêt des analystes financiers dans les banques en identifiant clairement pour quels clients ils travaillent, émetteurs, investisseurs, etc. ;

- promouvoir le financement de l'analyse financière indépendante ;
- favoriser la pluralité des démarches pour surmonter la crise de confiance actuelle : réglementation, codes de bonne conduite, auto-régulation, etc. ;
- accroître les moyens des autorités de régulation ;

Deux éléments rendent le calendrier de publication des propositions de ce cahier particulièrement approprié.

A la suite des scandales financiers aux Etats-Unis, le Conseil Ecofin informel d'Ovedo a mandaté le groupe d'experts en droit des sociétés dirigés par Jaap Winter pour effectuer un bilan et des propositions relatives au gouvernement d'entreprise en Europe. A la suite d'une large consultation, le rapport a été rendu public le 4 novembre 2002. De manière générale, ce rapport recommande de s'en remettre essentiellement à l'auto-régulation des entreprises par la transparence ; ses propositions sont à la fois intéressantes et réalistes et leur mise en œuvre est supposée passer par un mécanisme souple associant les Etats membres et les acteurs de marché. C'est une voie assez prometteuse pour que se développe une véritable gouvernance d'entreprise européenne.

La France exerce cette année la Présidence du G7-G8 et a fait du retour à la confiance sur les marchés un élément important de son programme. Elle a abordé cette préoccupation en joignant deux sujets trop souvent disjoints, la gouvernance d'entreprise et la responsabilité éthique sociale et environnementale de l'entreprise. Tous les pays ne sont pas acquis à ces propositions. Le présent cahier apporte, sur le premier des deux thèmes cités, quelques justifications à cette entreprise en faisant des suggestions sur des questions que l'on sait sensibles et dont la solution bénéficierait évidemment d'une approche coordonnée au sein d'une enceinte comme le G7.

# REACTIONS

## Michel Aglietta

L'étude sur le gouvernement d'entreprise fourmille de propositions intéressantes. Les plus stimulantes concernent les dispositifs d'appui à la gouvernance plus que son cœur : les normes comptables, la prévention des conflits d'intérêts concernant les auditeurs, les analystes, les banques d'affaires, etc... Le souci des auteurs paraît être de pallier les dérapages d'un système de direction et de contrôle qui n'est pas questionné en lui-même. Prévenir les défaillances des dirigeants est le souci premier du texte. Mais à aucun moment il n'est avancé que ces défaillances pourraient bien être le sous-produit d'un système qui fait du cours boursier l'alpha et l'oméga de la régulation du capitalisme. Les déséquilibres qui sont produits par la maximisation de la valeur actionnariale, dans la version doctrinale que lui ont donné les cabinets de conseil qui ont fait la promotion de l'EVA et de la MVA, finissent par se retourner contre les actionnaires. Ce ne sont pas seulement les défaillances des dirigeants qui ont produit ces résultats.

Il en est ainsi en ce qui concerne la sous capitalisation massive des fonds de pension à prestations définies. L'augmentation illimitée des cours boursiers était une croyance collective alimentée par toutes les parties prenantes et surtout par la pression des actionnaires de toute nature qui croyaient avoir trouvé le moyen de financer des retraites confortables sans avoir besoin d'épargner. Les actionnaires approuvaient donc tout à fait l'abandon des règles de prudence parce que la mentalité collective était que le risque n'existait plus dans le nouvel âge qui avait aboli le cycle économique. On ne saurait mettre ce climat spéculatif sur le compte des défaillances des dirigeants. Bien entendu, ces derniers l'ont exploité, mais cela s'est fait avec la bénédiction des actionnaires.

On peut donc craindre que les propositions n'atteignent par leur but si les dysfonctionnements systémiques et pas seulement les dérapages comportementaux ne sont pas dénoncés. Cette impression que donne le texte est renforcée par l'exposé sans nuance de la conception théorique de l'entreprise qui ouvre le texte et qui conduit à la maximisation de la valeur actionnariale. Celle-ci est supposée découler d'une relation principal agent, parce que l'entreprise serait un nœud de contrats où les actionnaires seraient les seuls à avoir légitimement des droits de contrôle en raison du risque qu'ils encourent du fait de l'incomplétude du contrat qui les lie à l'entreprise. On va même jusqu'à dire que les actionnaires sont les propriétaires de l'entreprise.

Cette position théorique est, en effet, celle qui a nourri l'émergence de la doctrine de la valeur actionnariale dans les années 1980. Mais elle est aujourd'hui considérée comme dépassée par les théoriciens les plus actifs de la firme.

Cette théorie simple (simpliste ?) de l'agence, qui exclue les salariés de toute participation au gouvernement des entreprises, est l'extension sans précaution de la structure de l'entreprise dans laquelle le propriétaire est en même temps le dirigeant. Dans cette structure un contrat à incitations optimales peut être

défini. Le propriétaire dirige, organise et rémunère le travail de manière à maximiser son propre surplus. Les salariés abandonnent le droit de contrôler l'usage de leur propre capacité de travail contre un revenu contractuellement défini.

Il est scabreux de généraliser sans précaution ce modèle à des structures où l'actionnariat est dispersé et où, par conséquent chaque actionnaire a intérêt à agir en passager clandestin qui abandonne aux autres le fardeau du contrôle des dirigeants. Le modèle principal agent ne s'applique pas plus à des structures complexes où certains actionnaires sont extérieurs à l'entreprise et d'autres font partie d'un groupe de contrôle avec les dirigeants. Le conseil d'administration est dans ces cas une médiation entre les *insiders* et les *outsiders* qui ne peut être formalisée par une simple relation principal agent.

Plus profondément encore, l'opposition entre les parties prenantes de l'entreprise qui sont couverts par des contrats porteurs de droits prédéfinis (salariés, créanciers, clients, fournisseurs, collectivités publiques) et les actionnaires qui sont les seuls à être porteurs de droits résiduels, ne tient pas. Ce point est crucial puisqu'il est à l'origine de l'argument en faveur de la maximisation de la valeur actionnariale. Les actionnaires, seuls porteurs des risques résiduels seraient très soucieux de maximiser leur surplus net une fois que tous les partenaires contractualisés de l'entreprise ont perçu leur dû.

Cette conceptualisation a été contestée récemment par des théoriciens appartenant à l'école de Chicago elle-même, pourtant La Mecque du contractualisme. Dans une contribution récente, Luigi Zingales écrit : «*the company is a nexus of specific investments, a combination of mutually specialized assets and people that cannot be replicated by the market*». Autrement dit, l'entreprise n'est pas un objet de propriété ; c'est un système de coopération entre des actifs spécifiques. Toutes les catégories de parties prenantes (stakeholders), surtout les salariés, sont conduits à co-spécialiser une partie de leurs actifs, le capital humain avant tout, avec l'entreprise. Celle-ci ne peut se réduire à un noeud de contrats. C'est une structure collective où la complémentarité est prépondérante. Toutes les parties qui sont mutuellement spécialisées appartiennent à l'entreprise sur laquelle elles ont des droits résiduels de contrôle. Il en résulte que le contrat ne peut être la source unique du pouvoir de décision dans l'entreprise. Notamment les salariés qui ont développé un savoir générateur de quasi-rentes, et dont les clauses de leur contrat d'emploi permet de faire défection à bas coût pour eux, détiennent un pouvoir spécifique sur les activités de l'entreprise. Toutes les parties prenantes. Toutes sont des bénéficiaires potentiels des obligations fiduciaires des dirigeants. La société qui représente l'unité juridique de l'entreprise est une personne morale de plein exercice. Les actionnaires ne sont pas propriétaires de la société, ils sont propriétaires de leurs apports.

## **Jean-Paul Betbéze**

Les débats actuels sur la gouvernance d'entreprise suivent la crise boursière et les excès qu'elle a révélés. Comme toujours, après les bourrasques, il faut améliorer les architectures, mais en sachant qu'il s'agit toujours de règles et de procédures, pas de fondations. Des règles et des procédures qui doivent être revues, sachant qu'elles ne peuvent être parfaites – leurs fondations étant contradictoires.

### ***Le gouvernement d'entreprise doit gérer une contradiction***

Il faut en effet obtenir la rentabilité la plus proche de celle que veulent les actionnaires, mais sans pour autant leur dire comment procéder. Cet engagement/silence tient à la concurrence, qui le fait accepter : parler (aux actionnaires et au marché) c'est en effet rendre bien plus difficile le succès commercial, qui avance toujours masqué. Ce faisant, cet engagement/silence crée la concurrence, puisque les actions masquées des autres fabriquent l'incertitude sur le futur, dont sortiront seulement quelques gagnants. Il y a donc objectif (de rentabilité), séparation (de propriété) et incertitude (de nature). La transparence ne peut, jamais, être totale, elle ne le doit d'ailleurs pas. Elle doit en revanche trouver des relais de vérification et de contrôle des actes de l'entreprise, pour créer un pacte de confiance, dans le cadre d'un protocole d'information/communication.

Ces relais sont les actionnaires, les administrateurs, les banquiers, les systèmes fiscaux, les agences de rating, les syndicats, les analystes, les fournisseurs, les clients, les salariés, les médias... Longue liste non ordonnée, qui indique que la firme est en permanence au centre d'un système d'informations, pas toujours efficace et cohérent, mais qu'elle doit tenter d'améliorer en y faisant entendre, de mieux en mieux, sa propre voix. D'où l'idée de protocole d'information/communication, à analyser, à améliorer, à expliciter. La firme doit dire au marché comment elle lui parle, tout en lui parlant.

Ce protocole n'est évidemment pas indépendant de l'économie. La crise actuelle de gouvernance est au confluent de l'extension du capitalisme d'un côté (notamment par la globalisation, la financiarisation et le développement des fonds de pension et fonds mutuels) et de la phase post-bulle d'un autre, où une phase d'excès de confiance a conduit à des excès de toutes sortes, les uns alimentant les autres.

### ***Le gouvernement d'entreprise doit renforcer le protocole de communication***

De manière générale, il faut améliorer le protocole, en se disant qu'il s'agit de trouver des procédures qui rendent plus compliqués ou coûteux des dérives ou travers, sans rêver de les empêcher, et qui renforcent l'avantage de ceux qui suivent, *a fortiori* améliorent, les règles.

L'idée est de créer un avantage réputationnel, en accroissant la barrière à l'entrée pour tous et en augmentant son effet séparateur, entre les « bons » communicants et « les autres ».

En même temps, il faut que les règles ne soient pas supérieures dans un pays ou région à celles d'un(e) autre, avec l'idée qu'elles pourraient alors y freiner certains mouvements, donc certains avantages, sans être par ailleurs nécessairement « vendues » au marché comme lui procurant moins d'incertitudes, donc moins de risque. La transparence doit avancer d'un même pas, et le faire savoir ; et si elle va plus vite, elle ne peut le faire que si elle le fait savoir. Et valoir.

Pas d'illusion cependant : comme le risque que prend l'actionnaire est lié à son statut (il est à l'extérieur de la firme, a délégué le pouvoir de gérer) et à l'incertitude propre au système de marché (la concurrence, où se retrouvent tous les pouvoirs de gérer, avec en sus les instances de travail, de réglementation publiques et privées...), il ne peut y avoir de solution absolument meilleure que d'autres, puisqu'il s'agit de gérer des contradictions.

Le problème est donc toujours relatif. C'est celui de la lisibilité des systèmes de gouvernance, des possibilités d'amélioration qu'ils offrent – donc de leur capacité à signaler les difficultés, à offrir des propositions et à les réaliser. Le gouvernement d'entreprise est un ensemble de règles qui doit être conçu de telle sorte qu'il soit et efficace (transparent, simple, gérable, « mettable en place »...) et améliorabile (flexible). Par construction donc, il ne peut satisfaire tout le monde (puisque'il gère des contradictions) : c'est le marché qui jugera. Il faut donc *ex ante* agir en fonction de cette règle d'appréciation, en mettant en avant la flexibilité et la lisibilité de la démarche.

### ***Renforcer la transparence sur les débats comptables entre Europe et Etats-Unis : faire noter les grands systèmes***

Il faut donc faire en sorte de renforcer les effets de place d'abord, pour « vendre » la transparence locale, notamment européenne, car il y a concurrence entre les transparences. Ceci implique de renforcer la qualité des systèmes comptables et, spécifiquement, de renforcer le débat avec le système américain. La non transparence sur le sujet est en effet une faiblesse, et il faudra expliquer au plus tôt pourquoi il y a des résultats différents des deux côtés de l'Atlantique. Faute de quoi, la liquidité supérieure du côté américain, illustration des avantages cumulatifs du système, risque de mettre les firmes européennes du mauvais côté de l'asymétrie d'information.

Pour cela, il faut que les deux grands systèmes comptables soient notés par les analystes, les fonds de pension, les experts divers de marché, les universitaires... et plus encore leurs propositions d'améliorations. Et que l'on sorte ainsi de ces deux boîtes noires comparées, qui cachent en réalité (et assez mal) de purs rapports de force.

### ***Renforcer les moyens des comités d'audit : faire voter les actionnaires***

Les administrateurs – indépendants ou non, là n'est pas la question – doivent avoir les informations qu'il faut. Or, ces informations ne peuvent actuellement venir que de systèmes d'audit, propres à la firme. Il faut donc trouver un accès particulier, c'est-à-dire direct, du Comité d'audit (du Conseil d'administration) au contrôleur de gestion, et la possibilité pour ce même comité d'utiliser des services indépendants, c'est-à-dire d'avoir des moyens spécifiques. Il faut ensuite un rapport spécifique du comité d'audit à l'assemblée générale, précisant ses méthodes et moyens, et exprimant ses éventuelles remarques, au-delà de celles émises dans les réunions du Conseil. Ce rapport devrait être voté, avec les comptes.

### ***Renforcer la connaissance des objectifs de rentabilité à moyen terme des dirigeants : noter analystes, stratégestes et économistes***

Il paraît enfin important que les responsables donnent une fourchette de *RoE* sur le cycle, en indiquant où ils en sont du processus, et quelles sont les mesures à moyen terme qui permettent (éventuellement) d'améliorer la situation.

Il ne serait donc pas mauvais que les analystes s'engagent plus, dans des entités *ad hoc*, sur les choix des firmes, en fonction des propositions des dirigeants, et que les sociétés de gestion prennent davantage leurs conseils en considération.

Dans ce contexte, la transparence du travail des sociétés de gestion avec les analystes devrait être renforcée. On pourrait ainsi noter les conseils des analystes, économistes et stratégestes, de manière technique, comme on le fait pour les performances des fonds, et non pas par des concours de beauté. Ceci permettrait ensuite de demander aux sociétés de gestion pourquoi elles ont suivi tel ou tel avis – puisqu'on connaît leurs affectations de portefeuille et leurs décisions de gestion.

## Christian de Boissieu et Jean-Hervé Lorenzi<sup>1</sup>

*France Télécom* n'est pas *Vivendi Universal*, et *VU* a traversé des épreuves qui n'ont pratiquement rien en commun avec l'affaire *Enron*. Attention donc aux amalgames simplificateurs et finalement un peu démagogiques. Ceci dit, le cycle des scandales, fraudes ou petits arrangements avec la comptabilité, sans oublier les erreurs de stratégie, payées très cher depuis le début de l'explosion de la bulle Internet, n'est sans doute pas fini. Après *Ahold* le géant néerlandais de la distribution qui, visiblement, a pris quelque liberté comptable, réglementaire, éthique (c'est finalement la dimension la plus importante...) avec sa filiale américaine, à qui le tour ? L'avenir le dira, mais l'on sent bien que cette crise de confiance ouverte à l'automne 2001 aux Etats-Unis avec l'affaire *Enron* est loin d'être dissipée. Nous vivons dans un monde où, lorsqu'une entreprise annonce ses résultats, la première réaction du marché et des investisseurs est de défiance : les comptes sont-ils fiables ? Les experts de l'industrie du chiffre (commissaires aux comptes, experts comptables, analystes financiers, agences de rating, etc.) ont-ils fait correctement leur travail ? Comment améliorer le «gouvernement d'entreprise» et atténuer les conflits d'intérêts ? La liste des questions post-*Enron*, concernant aujourd'hui l'ensemble du monde, donc aussi l'Europe et la France et pas seulement les Etats-Unis, est longue. Et les réponses pas toujours évidentes à concevoir et à appliquer.

### **Les choix transversaux**

Il serait sans aucun doute artificiel de traiter séparément un certain nombre de sujets post-*Enron* intimement liés : les normes comptables, la transparence de l'information, les conflits d'intérêts, le gouvernement d'entreprise... C'est pourquoi ce texte fait des propositions qui ne se limitent pas à l'organisation et au fonctionnement de l'industrie du chiffre.

Pour surmonter la crise de confiance actuelle, plusieurs démarches sont concevables :

- L'adoption de nouveaux textes, qu'il s'agisse de lois (loi Sarbanes-Oxley de juillet 2002 aux Etats-Unis, loi de sécurité financière en cours de débat devant le Parlement français au moment de la rédaction de ces lignes, etc), de règlements, etc. C'est la voie de la réglementation.

- La définition de codes de bonne conduite, débouchant non pas sur des obligations juridiquement définies et sanctionnées (par des régulateurs, des tribunaux...) mais sur des recommandations et usages adaptés au nouveau contexte des marchés financiers. Il faut alors compter sur l'intérêt bien compris des opérateurs, éventuellement infléchi par des incitations venant du marché (grâce à la concurrence, à l'exigence de crédibilité ou au poids du «*benchmarking*») ou des pouvoirs publics pour que de telles recommandations deviennent suffisamment effectives. La démarche passant par des codes de bonne conduite peut être soit une transition vers la voie réglementaire, soit une solution durable. Par exemple, le ratio *Cooke* a d'abord été, en 1988, une recommandation du comité de Bâle avant de devenir, pour les pays européens (pris comme illustration), une directive à valeur juridique contraignante.

- L'auto-régulation, consistant à compter sur des initiatives décentralisées venant du marché, des professions, etc. pour l'*aggiornamento* des règles du jeu, la mise en œuvre de la supervision et des règles disciplinaires, le respect de la déontologie. Depuis le milieu des années 1990, certains secteurs de la finance ont développé l'auto-régulation (une partie -

---

<sup>1</sup> Ce texte reprend certaines recommandations d'un rapport préparé par les auteurs pour le Conseil d'Analyse Economique.

encore marginale - du marché OTC d'instruments dérivés recourt dans les opérations bilatérales de swaps, d'options, etc. à des règles prudentielles proches de celles disponibles sur les marchés organisés).

Le renforcement de l'éthique des affaires, qui passe moins par des textes que par des canaux touchant à l'éducation et à la formation, à la hiérarchie des valeurs et aux comportements individuels.

Sur de nombreux sujets, compte tenu de la complexité des mécanismes financiers, des études et analyses complémentaires sont souhaitables, qu'il s'agisse de la meilleure compréhension des phénomènes d'extrême volatilité, des implications de l'essor exponentiel des dérivés de crédit ou des phénomènes de surendettement, exemples de sujets pour lesquels il est envisageable que le G7 passe commande au FMI (et auprès d'autres lieux d'expertise) de rapports complémentaires.

### ***Les normes comptables***

Plutôt que de se crisper sur la convergence espérée quasi totale entre les normes US GAAP et IAS-IFRS (sur les périmètres de consolidation, les règles de valorisation, etc.), il vaudrait mieux, du côté européen, se battre sur leur compatibilité et surtout sur la mise en œuvre d'un principe de «reconnaissance mutuelle» des deux côtés de l'Atlantique (quitte à élargir l'aire de la reconnaissance mutuelle vers d'autres zones, par exemple vers le Japon). Pour arriver à cette reconnaissance mutuelle, qui permettrait par exemple aux entreprises européennes cotées d'exercer aux Etats-Unis en appliquant les normes comptables européennes, il y a du chemin à parcourir puisque, sur certains aspects et dans un contexte post-irakien encore très incertain, il s'agit de prendre le contre-pied de Sarbanes-Oxley. Le G7 est le forum approprié pour progresser dans cette voie.

En ce qui concerne l'application de la «*full fair value*», il serait dommageable de la rejeter en bloc. Qui pourrait aujourd'hui prétendre que la comptabilité aux prix historiques sert aujourd'hui les objectifs de vérité et de transparence des comptes ? On retrouve l'arbitrage potentiel entre la transparence de l'information et la stabilité des situations individuelles et des marchés. Mais en même temps un accord devrait être obtenu pour limiter le champ d'application des principes d'évaluation contenus dans les normes IAS 35 et 39. En particulier, il faut sortir du champ d'application de l'IAS 39 les activités de banque de détail et une grande partie de l'assurance. Cette recommandation porte sur les activités et les

métiers exercés, plutôt que sur les institutions, compte tenu de l'essor de la diversification (du côté des banques, des compagnies d'assurance...). Soyons conscients du fait qu'une telle vision fonctionnelle risque de faire se juxtaposer, dans un même établissement, des parties soumises à des principes comptables différents. Mais tel est sans doute le prix à payer pour aller vers plus de transparence sans rajouter de la volatilité à la volatilité déjà existante.

La négociation de la reconnaissance mutuelle comptable entre les Etats-Unis et l'Europe serait sans doute d'autant moins problématique que l'IASB serait, lui-même, plus légitime et plus transparent. Rappelons que le périmètre d'intervention de l'IASB va bien au delà de l'Europe, puisqu'il inclut aussi le Japon, l'Australie et un certain nombre de pays asiatiques. Il n'appartient pas au G7, ni au Forum de stabilité financière (FSF), de se préoccuper de la représentativité de l'IASB et de son fonctionnement. Notre point de vue est qu'il faut compter ici sur l'auto-régulation des professionnels du chiffre, avec éventuellement un petit coup de pouce (ou quelques incitations) venant de la Commission Européenne. On peut penser qu'assez rapidement, les experts-comptables et commissaires aux comptes exerçant en Europe, et les organismes qui les représentent et les régulent dans chacun des pays-membres, vont s'apercevoir qu'il est de l'intérêt de tous de conserver l'IASB, mais d'en élargir la composition et d'en améliorer la transparence et la «responsabilité» (*accountability*).

### ***L'organisation de l'industrie de l'audit***

Il revient au marché de fixer les structures dans lesquelles les comptables et les auditeurs exercent leurs activités. Les restructurations en cours, accélérées par les scandales récents, ne sont sans doute pas terminées. Les pouvoirs publics n'auront éventuellement à intervenir, face aux restructurations et en particulier aux concentrations actuelles, qui si celles-ci soulèvent, à partir d'un certain seuil, des difficultés au regard du droit de la concurrence et de la protection du consommateur (i.e., les clients des cabinets).

Maintenant que des «murailles de Chine» ont été établies, un peu partout en Europe dans le sillage de la loi Sarbanes-Oxley, entre l'audit et le conseil (mais aussi d'autres activités en situation de conflits d'intérêts), il s'agit de les faire respecter strictement, et dans la durée. Le défi ne doit pas être sous-estimé. Car la présence d'économies de gamme et le désir de certains cabinets d'élargir la chaîne de valeur pourrait spontanément conduire les firmes d'audit à recréer en interne des unités dédiées au conseil (et inversement pour les entreprises de conseil).

La création du *Public Company Accounting Oversight Board* (Sarbanes-Oxley) ou, en France, du Haut Conseil du Commissariat aux comptes (en vertu de la loi de sécurité financière), se situe à la jonction de la réglementation et de l'auto-régulation des professions comptables. Il faudra, pour fixer le curseur entre réglementation et auto-régulation, savoir faire preuve de pragmatisme. Par exemple, en France, il n'est pas évident que le dualisme Haut Conseil - CNCC (Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes) puisse fonctionner de façon harmonieuse dans la durée. Le risque de recouvrement et de concurrence entre les deux organismes ne peut pas a priori être écarté, même si le CNCC va se consacrer dans l'avenir à deux tâches essentielles, l'édiction des normes éthiques (sur recommandation de l'AMF) et le contrôle des commissaires aux comptes.

### ***Les agences de notation et les analystes financiers***

Les débats ouverts à propos des agences de notation depuis la crise asiatique de 1997 et l'affaire *Enron*, ainsi que le rôle, non pas exclusif (contrairement aux premiers schémas) mais significatif qui va leur être conféré par Bâle II nécessitent une certaine régulation du

marché de la notation.

Cette régulation ne doit pas passer par de la réglementation. Elle doit se faire par l'adoption d'un code de conduite dans le cadre du G7 (éventuellement lors du sommet de juin 2003 à Evian). L'enceinte du G7 est le forum adapté à ce type d'initiative, vu le poids des agences de notation américaines, quitte à ce que le G7 confie la mission de définir le contenu de ce code de conduite au Forum de stabilité financière (FSF). L'idée, avec le code de conduite, est d'émettre des recommandations en comptant sur l'émulation et la quête de crédibilité pour les faire respecter. Le code de conduite à destination des trois grandes agences (et incidemment des autres, plus petites et plus spécialisées) doit mettre l'accent sur les points suivants : plus de transparence de la part des agences concernant leurs méthodologies (pour dissiper l'impression d'une «boîte noire»), moins de «surréaction» dans leurs notations (à défaut de prévoir la crise asiatique ou *Enron*, fallait-il passer aussi vite d'un extrême à l'autre ?), dispositions prises pour atténuer les conflits d'intérêts potentiels entre les agences et leurs clients, etc. Le code de conduite devrait également prévoir une procédure d'évaluation des agences de notation.

Quant à la nécessité d'accroître la concurrence sur le marché du rating, elle part d'une bonne intention, réaffirmée tout récemment par la SEC (*Securities and Exchange Commission* américaine). Mais la concurrence ne se décrète pas d'un coup de baguette, surtout lorsqu'il s'agit d'un marché aussi concentré et sur lequel les barrières à l'entrée sont naturellement élevées (importance des effets de réputation et du « *track record* », poids de la procédure de certification auprès de la SEC...).

Pour renforcer l'indépendance des analystes financiers, les voies généralement évoquées -nouvelles «murailles de Chine», filialisation de la recherche...- sont sans doute nécessaires ; elles ne seront pas suffisantes. Il faudra aussi que les pouvoirs publics ou la profession prennent des initiatives pour favoriser l'émergence de firmes d'analyse financière indépendantes des banques (en particulier des banques d'investissement) et autres intermédiaires financiers. Concrètement, nous aurions besoin en France de plus de firmes style *Associés en Finance* ou *Detroyat*. C'est au marché de prendre des initiatives, mais on peut penser que le retour sur terre en matière de rémunération des analystes financiers peut aider à l'éclosion d'une recherche plus indépendante. Faut-il aller plus loin dans l'intervention publique et compter sur la future AMF pour « parrainer » de l'analyse moins dépendante ? Il ne faut pas exclure cette voie, mais ce serait, d'après nous, clairement, une solution de «*second best*». Il suffit, pour s'en convaincre, de rappeler les pérégrinations de l'intervention des pouvoirs publics lors de la création, dans les années 1980, d'une agence de rating «françai»se (*ADEF* à l'époque).

## **Le gouvernement d'entreprise**

Nous n'aborderons ici que certains aspects de la *Corporate Governance* (CG).

S'il y a un domaine où le principe de subsidiarité doit être clairement réaffirmé, c'est bien celui du gouvernement d'entreprise, intimement lié à l'histoire, à la culture et aux préférences de chaque pays. Ceci dit, vu le développement des opérations de restructuration transfrontalières et l'intégration croissante des systèmes productifs en Europe, la Commission européenne a eu raison d'adopter un certain nombre de directives pour affirmer quelques principes communs de la CG dans le marché unique, dans le respect des 35 codes de CG actuellement existants dans l'UE (donc beaucoup plus qu'un par pays-membre en moyenne). Le rapport du Groupe Winter à l'automne 2002 va sous-tendre certaines des propositions du nouveau plan d'action de 2003 (*An Action Plan for Company Law*). Sur les grands principes de la CG, il existe un code OCDE. Il faudra sans doute, le moment venu, rajouter un code UE, plus précis et plus engageant.

Tout un ensemble de questions importantes touche à la désignation et à l'indépendance des commissaires aux comptes. Sur beaucoup de dimensions de ce sujet, il ne faut pas craindre de le dire, l'Europe est en avance vis-à-vis des Etats-Unis. Dans le système américain, les commissaires aux comptes sont largement exposés au bon vouloir de la direction générale (révocables *ad nutum*, etc.). La loi Sarbanes-Oxley prévoit que le GAO (*Government Accounting Office*) devra faire rapport sur la question du renouvellement ou non des mandats de commissaires aux comptes. A l'intérieur du marché unique européen, les positions restent -légitimement diverses. Par exemple, en Italie, existe l'obligation de changement des commissaires aux comptes au bout de neuf ans.

Nous voulons évoquer ici quelques principes de base.

Les grands axes posés par la loi sur les sociétés de 1966 n'ont pas de raison, du côté français, d'être remis en cause : règle des « quatre yeux » (co-commissariat aux comptes), mandat irrévocable de six ans (renouvelable, à condition de changer d'associé de la même firme, d'après la loi de sécurité financière...). Ces mesures valent pour les entreprises faisant appel public à l'épargne. Il faut les conserver, tout en adaptant certaines (cf. la loi de sécurité financière, et l'idée d'un recouvrement partiel du mandat des deux commissaires aux comptes).

En droit français, le choix des commissaires aux comptes est entériné par l'Assemblée générale sur proposition du conseil d'administration. Le principe est bon, la pratique nettement moins. Car, dans nombre de cas, l'intervention de l'Assemblée générale reste purement formelle. Il faut donc revaloriser le rôle de l'Assemblée générale dans ce domaine.

La question des comités d'audit est à la fois cruciale et délicate à trancher. Pays à tradition souple du côté du droit des sociétés, les Etats-Unis ont utilisé la loi

Sarbanes-Oxley pour resserrer les contraintes juridiques. D'où l'obligation de comités d'audit pour les entreprises faisant appel public à l'épargne. Les rapports Viénot I et Viénot II avaient déjà recommandé la mise en place de comités des

comptes (ou d'audit). Le rapport Bouton de septembre 2002 réaffirme cette exigence. Il insiste pour que «les comités des comptes exercent pleinement leurs missions». Nous avouons nos hésitations sur cette question des comités d'audit et de leur caractère obligatoire ou facultatif. En pratique, les grandes entreprises (et pas seulement celles du CAC 40) et certaines grosses PME ont mis en place une telle structure. La loi de sécurité financière, en ne rendant pas le comité d'audit obligatoire, choisit la voie de la souplesse. Mais nombre de commissaires aux comptes sont aujourd'hui en faveur d'une formule obligatoire (du moins pour les entreprises faisant appel public à l'épargne). Il faut comparer, de façon pragmatique, l'avantage du comité d'audit - la sécurité, l'amélioration du contrôle interne...- et certains inconvénients qui peuvent découler de son existence : dilution des responsabilités dans l'entreprise, division du travail et problèmes de coordination entre comité d'audit et conseil d'administration, «éviction» partielle des actionnaires et de l'Assemblée générale... La balance coûts/avantages dépend de la forme juridique de l'entreprise, de sa taille, de son secteur d'activité, etc. A ce stade, il vaut sans doute mieux compter ici sur l'auto-régulation.

Le consensus sur la définition des administrateurs «indépendants» ou sur leur rôle exact n'est pas aujourd'hui suffisamment avancé, même au plan national (donc, sans parler des divergences intra-européennes sur ce sujet) pour que l'on puisse légiférer en la matière. Le rapport Bouton a ouvert des pistes intéressantes et a formulé un objectif ambitieux : la proportion d'administrateurs indépendants, déjà souhaitée à «au moins un tiers» dans le rapport Viénot II «devrait être rapidement portée à la moitié des membres du Conseil dans les sociétés au capital dispersé et dépourvues d'actionnaires de contrôle». Mais comme indiqué, cela exige de se mettre préalablement d'accord sur les définitions de base, en particulier la notion d'administrateur indépendant. En fait, à court terme, il faut plus compter sur la quête d'image et de crédibilité, l'émulation entre les entreprises alimentée par les comparaisons (le *benchmarking*). Des éléments qui relèvent plus de l'auto-régulation que de la réglementation formelle.

Le débat actuel sur les administrateurs indépendants et la nécessité de réduire les conflits d'intérêts ne doivent pas masquer un autre débat, plus fondamental, sur le rôle des actionnaires et des Assemblées générales. En réponse à certaines dérives ou certains scandales depuis *Enron*, il faut renforcer le poids des actionnaires, de l'Assemblée générale et mieux protéger les minoritaires. Il s'agit de développer tout ce qui facilite l'implication effective de l'actionnaire et de l'Assemblée générale dans la vie de l'entreprise. Sous cet angle, la loi NRE a eu raison d'autoriser le vote par Internet. Il faut aussi absolument contrer le caractère purement formel de beaucoup d'Assemblées générales.

## ***La nécessité de réponses européennes***

Chaque pays européen, ou presque, a concocté dans son coin sa loi Sarbanes-Oxley (ou des mesures s'en inspirant). Réaction inévitable sans doute, souhaitable par certains côtés (jeu de la subsidiarité), mais qui dégage une impression désagréable de désordre, voire de cacophonie.

La perspective deviendra différente le jour où nous aurons une SEC européenne. Car l'existence d'un régulateur financier européen de plein exercice modifiera l'approche de beaucoup de sujets post-*Enron*. A quel horizon envisager

une SEC européenne ? A bourse unique, régulateur unique, mais nous sommes encore loin d'avoir des marchés financiers parfaitement intégrés même dans la zone euro. Nous sommes sans doute en transition vers cette bourse unique européenne. Une transition marquée aujourd'hui par une concurrence vive entre les places de la zone euro (Euronext, Francfort...), mais aussi, bien sûr, vis-à-vis de la principale en dehors de la zone (Londres). Cinq ans, soit l'échéance 2008, pourrait constituer un horizon réaliste pour la mise en place, indispensable à terme, d'une SEC européenne.

D'ici là, la démarche communautaire, naturellement infléchie à partir de 2004 par l'élargissement, devra privilégier pour les intermédiaires financiers et les marchés financiers deux axes complémentaires :

- Développer le "processus *Lamfalussy*", c'est-à-dire renforcer la coordination des régulateurs nationaux par la mise en place de comités spécialisés. Ce qui est désormais qualifié de «comitologie» a déjà été mis en œuvre pour les marchés de valeurs mobilières (à la suite du rapport *Lamfalussy*), est en train de l'être pour les banques. Le processus *Lamfalussy* peut et doit servir de levier à la création d'une SEC européenne.

- Adopter un certain nombre de directives qui conditionnent les ambitions et la crédibilité de l'Europe financière. Dans le maquis des directives actuellement en débat, il faut absolument faire aboutir rapidement celle sur l'information financière et celle sur les OPA, devenue malheureusement le symbole des blocages intra-européens et de l'affrontement des sensibilités et des susceptibilités nationales. Pour consolider l'intégration des marchés financiers en Europe, il faudra aussi –on peut toujours rêver ! - faire avancer la négociation sur l'harmonisation de la fiscalité de l'épargne. Des progrès récents ont été faits, mais les différends avec certains pays tiers sont loin d'être définitivement réglés. Le nouvel accord de janvier 2003 propose des perspectives plus réalistes, c'est-à-dire plus facilement acceptables par le Luxembourg, la Belgique, l'Autriche et les pays tiers concernés. Mais rien n'est joué, et l'équilibre fragile pourrait à nouveau être remis en cause.

La rémunération des états-majors d'entreprises est au cœur du débat sur la gouvernance. Le problème est crucial. Si nous ne parvenons pas à le maîtriser, nous risquons d'assister rapidement à une véritable fracture entre ceux qui dirigent l'entreprise et ceux qui y travaillent.

L'émergence au sein des grandes sociétés par actions d'une « technostructure » de plus en plus indépendante dans son pouvoir de décision de ceux qui détiennent le capital n'est pas récente. Jamais toutefois les risques que fait courir cette indépendance au capitalisme, tel du moins qu'il s'est développé dans tous les pays occidentaux au lendemain de la seconde guerre mondiale, n'ont été plus grands. Pour une large part en effet, ce développement a reposé sur une « lutte des classes » très émoussée par un compromis central : la reconnaissance du prix également élevé de chaque vie. Quelles que soient la place d'un individu dans la société et la nature de son travail, la préservation de sa santé et de son niveau de vie après la retraite devait être assurés. D'où le développement d'une solidarité sociale assumée, en partie par l'entreprise. Encore faut-il noter que cette différenciation était largement encadrée par le niveau des diplômes –auxquels chacun devait, en principe au moins, avoir un égal accès-, limitée par des normes implicites, généralement acceptées et corrigée par une fiscalité sur le revenu extrêmement progressive. C'est ce compromis qui depuis quelques années a volé en éclats, les Etats-Unis donnant ici souvent l'exemple à l'Europe.

## Anton Brender

Depuis deux décennies maintenant, l'incapacité des actionnaires à contrôler l'évolution des rémunérations des dirigeants s'est confirmée : la diffusion des *stocks options*, à la veille d'un mouvement de hausse générale des cours lié à la baisse des taux d'intérêt, a bénéficié à nombre de cadres dirigeants dans des proportions qui n'avaient rien à voir avec leur contribution à la bonne marche de l'entreprise. La bulle boursière est venue ensuite jouer dans le même sens. En même temps, les dirigeants d'entreprise ont acquis par leur médiatisation accrue un levier de négociation considérable : le cours des actions d'une société est devenu, de plus en plus souvent, lié à la personnalité de ses dirigeants. ... Au total, la rémunération directe des états-majors s'est, dans un nombre toujours croissant de sociétés, énormément écartée de celle du gros des salariés de l'entreprise. En même temps, les taux de l'impôt sur le revenu étaient presque partout abaissés. Le dégonflement de la bulle a montré pourtant à quel point ces écarts de rémunérations étaient injustifiés.

L'idée, chère au patronat progressiste, d'une solidarité au sein de l'entreprise est sérieusement ébranlée par ces développements. Des remises en cause plus radicales encore se dessinent aujourd'hui outre-Atlantique. Elles portent cette fois non plus seulement sur les montants des rémunérations directes mais bien sur le droit même de tous les salariés d'une entreprise à une égale assurance devant les risques de la vie. De plus en plus, les dirigeants bénéficient, dans le cadre de leurs fonctions et aux frais de l'entreprise, d'une couverture médicale particulière. On parle ainsi désormais aux Etats-Unis de médecine à trois vitesses. Par ailleurs, plusieurs sociétés ont créé des fonds de pensions particuliers, mieux dotés que ceux déjà en place, pour garantir à une poignée de dirigeants une retraite plus sûre que celle du commun des salariés... Les péripéties de la récente négociation pour la survie d'*American Airlines* – les dirigeants de l'entreprise ont demandé à leurs employés des sacrifices salariaux dont ils tentaient par ailleurs de se dispenser eux-mêmes – illustrent bien cette érosion des dernières solidarités qui liaient l'ensemble de ceux qui travaillent dans l'entreprise. Si elles n'étaient pas rapidement enrayées, ces évolutions auraient une conséquence profonde : le visage des démocraties occidentales s'en trouverait rapidement changé. Aucun doute donc : «Le gouvernement d'entreprise n'est pas du seul ressort du conseil d'administration» !

## Michel Didier

La question de la bonne gouvernance des entreprises est revenue en force sur le devant de la scène avec une accumulation au cours des années récentes d'excès choquants pour l'opinion publique et inquiétants pour l'avenir de notre système économique : spéculations financières d'ampleur historique, faillites de très grandes entreprises dues à une gestion aventureuse voire frauduleuse, révélation de rémunérations astronomiques et d'indemnités de départ, moralement et économiquement difficilement justifiables. Il est surprenant de constater que ces faits ont pu se produire même dans des entreprises gouvernées et contrôlées conformément aux règles de l'art, au moins en apparence. Cette situation conduit à s'interroger sur les règles elles-mêmes et sur ce que peuvent être les fondements d'une meilleure gouvernance des entreprises. Une orientation serait de s'inspirer des démarches de normalisation et de certification des process de contrôle.

Lorsque le doyen Ripert écrivait que «la société anonyme est une bonne machine pour le système capitaliste», il prenait acte de certaines réalités nouvelles du capitalisme et du développement économique qu'il a permis. Il constatait que dans la période d'essor industriel, les gains de productivité étaient liés aux économies d'échelle et nécessitaient de larges concentrations de capitaux et une prise de risque importante. Or, l'aversion naturelle au risque des actionnaires aurait limité l'essor des investissements si le droit n'avait pas délibérément limité le risque financier des apporteurs de capitaux en cas de faillite. Le droit des affaires est toujours un compromis entre la liberté de s'organiser pour entreprendre et la règle imposée par la loi (ou autoproclamée par les professionnels) qui permet à chaque partie prenante de participer sans trop de réserve au jeu capitaliste, par exemple aux actionnaires de continuer à apporter leur argent. Il faut avoir cela à l'esprit si l'on ne veut pas maintenant basculer d'un excès dans un autre.

Nous ne partageons pas en particulier l'idée que la « mode managériale » de la création de valeur pour l'actionnaire a été la cause des excès et des faillites retentissantes de la période récente. L'objectif de profit est une constante permanente et positive du système capitaliste. Il faut bien être conscient du fait que nous avons traversé dans les années quatre-vingt-dix une « vague centenaire » du progrès technologique comme il y en a eu peu dans le passé, toujours accompagnées de mouvements de grande ampleur et d'excès divers. Ceux qui ont surfé sur cette vague ont commis des exploits au sens littéral du terme. Et certains se sont laissés entraîner à des excès et à des fautes. Mais le code de la route est-il mauvais parce que quelques conducteurs font des excès de vitesse ou prennent des sens interdits ?

Le premier principe du système capitaliste est la concurrence qui élimine les perdants et les mauvais joueurs. Après la bulle financière récente, le marché a commencé à jouer son rôle et à faire le tri. Les conducteurs qui ont passé la ligne jaune ont été de façon générale éliminés. Il est vrai que du point de vue de l'efficacité du système, on peut considérer que les délais sont trop longs et que la perte de confiance des actionnaires risque de tarir durablement l'alimentation des marchés boursiers, et par conséquent de conduire à une limitation durable l'investissement.

La meilleure réponse est dans l'information : obligation d'information par les sociétés, contrôle de l'information par des instances externes. L'information comptable est évidemment à la base de tout contrôle. Le fait même qu'il existe aujourd'hui deux référentiels comptables montre que la réalité n'est pas facile à comptabiliser. Il est pourtant essentiel dans une économie globalisée d'aller vers des règles globales conciliant des spécifications écrites (vision américaine) et des principes de prudence (vision européenne). Paradoxalement, alors que les excès ont été plutôt commis aux Etats-Unis, l'enjeu est peut-être plus important pour l'Europe. On peut estimer en effet que les investisseurs américains sont plus habitués aux cycles économiques que les Européens et qu'ils reviendront plus spontanément vers les marchés boursiers dès que les perspectives économiques redeviendront plus favorables.

Un rôle essentiel revient aux instances de régulation et aux professionnels, notamment ceux du chiffre. L'information en général, et l'information financière et comptable en particulier, présente certaines caractéristiques de bien public dans la mesure où elle permet au système économique dans son ensemble de mieux fonctionner. Certaines asymétries d'information doivent donc être corrigées y compris si nécessaire par des obligations et des contrôles. L'intervention publique destinée à corriger ces asymétries est justifiée car elle a des effets externes positifs.

Un rôle important revient aux instances de contrôle. On peut être surpris d'apprendre que la moitié des plus grandes entreprises cotées diffusent des informations imprécises et difficiles à interpréter sans encourir autre chose qu'une simple lettre de la Commission des Opérations de Bourse. Mais les professionnels ont aussi un rôle crucial. De ce point de vue ils ne sont pas tous dans la même situation. Il convient de distinguer entre plusieurs fonctions. Les banques (commerciales et d'affaires) sont des prestataires. Il peut être souhaitable pour bien exercer cette fonction de prestataire au bénéfice de ses clients d'établir certaines séparations internes, mais celles-ci ne semblent pas d'ordre public.

Le rôle des analystes financiers est certes ambigu, mais il semble que la notion d'analyste financier indépendant soit bien difficile à définir. Le bon concept n'est pas ici l'indépendance mais la crédibilité, qui ne fait pas en général bon ménage avec le vedettariat.

Au-delà des codes de déontologie, une réponse possible pourrait être la certification de *process* du type ISO 9 000, mais la crédibilité s'acquiert aussi avec l'expérience et le temps. On ne peut aussi qu'encourager la formation d'entreprises d'analyse financière autonomes identifiables comme telles.

Certaines professions détiennent par leur position un rôle de producteurs de biens publics. Elles en ont l'utilité et devraient en avoir les charges. C'est le cas des auditeurs et commissaires aux comptes, des agences de notation (parce qu'il s'agit d'un oligopole de fait) et on peut y ajouter de façon plus inattendue les investisseurs institutionnels. Pour les auditeurs et commissaires au compte, il ne fait aucun doute que leur fonction de certification s'exerce non seulement au bénéfice des actionnaires mais aussi de l'ensemble des parties prenantes à l'entreprise et de façon plus générale de la société civile. C'est au titre de l'information du public et des créanciers éventuels qu'existe par exemple déjà une obligation de dépôt des comptes au greffe du tribunal de commerce. Dans le cas des sociétés faisant appel à l'épargne publique, l'obligation de certification des comptes doit être elle-même contrôlable.

Pour les agences de notation, la notion de réglementation paraît inadaptée mais une norme précise *de process*, éventuellement vérifiable et contrôlable par une autorité de marché, voire assortie d'un système de certification, est envisageable.

Pour les investisseurs institutionnels, on peut s'étonner de les voir cités à ce propos mais leur rôle dans le capitalisme moderne est tel que leur comportement doit être bien connu voire encadré. Une large partie d'entre eux sont au demeurant des institutions sociales qui gèrent une épargne retraite. Ils font l'objet de réglementations prudentielles. Il serait légitime qu'ils exercent effectivement et en toute clarté, au nom de l'épargne qu'ils gèrent, tous les droits que leur confère leur rôle d'actionnaires. Cela comprend, au moins au-delà d'un certain seuil, un devoir de vote dans les assemblées et de contrôle des sociétés dans lesquelles ils investissent. Un rapport annuel à leurs mandants devrait rendre compte des décisions qu'ils ont prises.

## Jean-Dominique Lafay

Personne ne niera que, depuis au moins deux ans, le « capitalisme mondialisé » est soumis à rude épreuve. Si, comme le pensait Schumpeter, les crises servent, entre autres, à faire apparaître des faiblesses que les comptables n'ont pas su voir à temps, il est tout à fait judicieux d'essayer aujourd'hui de repenser le gouvernement d'entreprise. Au moins quatre écueils doivent cependant être évités :

– Ne pas jeter le bébé avec l'eau du bain. La dernière décennie du XXe et les premiers mois du XXIe siècle ont connu des changements considérables, avec l'introduction accélérée de nouvelles technologies, le développement exceptionnel du continent asiatique, l'élimination à rythme soutenu du système de planification dans les pays de l'ancien bloc communiste et l'intégration européenne. Que représenteront, avec le recul du temps et face aux résultats atteints, quelques scandales financiers et un effondrement boursier temporaire ?

– Faire attention à ne pas mettre en place un appareil de contrôle plus adapté à la crise que l'on vient de subir qu'aux crises futures, et tomber ainsi dans un travers souvent attribué aux militaires – celui de préparer la guerre précédente.

– Se rappeler que ce que les historiens décrivent comme les grands scandales du "capitalisme sauvage" correspond assez souvent à des affaires de corruption de fonctionnaires ou de décideurs publics (achat d'une législation favorable, d'information secrète, d'un marché public, etc.). Il est évident que ne sont ici en cause ni le système de marché ni le système étatique mais plutôt leur interpénétration.

– Penser enfin que les maux que l'on dénonce sont uniquement ceux du « système capitaliste », voire de « l'ultra-libéralisme ». Le problème de gouvernance tel qu'il est posé par les économistes concerne au moins autant la sphère publique que celle de l'entreprise privée.

J'ai choisi, pour ce commentaire d'un cahier sur le gouvernement d'entreprise très stimulant, de me limiter au quatrième point. Les questions de place disponible mises à part, ce choix a été dicté par ma tentation de lecteur de comparer presque à chaque page la situation des entreprises privées et celle des entreprises et des organisations publiques, dont le gouvernement est au moins aussi problématique, et souvent pour des raisons assez liées. De fait, la sphère de l'économie publique, y compris dans le domaine du contrôle, a connu au moins autant de défaillances, de dérapages et de scandales que la sphère de l'économie privée. Et cela quels que soient les Etats et leur niveau de développement. Il serait donc bien naïf de croire que des réglementations savantes et quelques institutions de régulation pourraient facilement tout remettre en ordre – en d'autres termes que l'Etat pourrait facilement se comporter beaucoup mieux comme contrôleur d'entreprises privées qui lui sont étrangères que comme actionnaire ou comme propriétaire d'entreprises publiques ou mixtes.

Les auteurs du «cahier» font très justement appel à la théorie des organisations pour montrer comment la «fonction d'objectif de l'entreprise [privée] est un processus complexe de révélation de préférences, de négociations, de *trade-offs* et de compromis». Mais les différents acteurs ont au moins un objectif commun en longue période, lié à l'existence de droits de propriété précis et toujours plus ou moins individualisés : celui de faire au moins aussi bien que les autres entreprises en termes de profit, afin d'éviter les prises de contrôle, la fuite des actionnaires vers d'autres horizons ou la mise en faillite. Certes, tous les acteurs concernés n'ont pas toujours la même information ni la même perception du risque et il peut effectivement en résulter de graves déséquilibres internes. Il n'en reste pas moins que les signaux émis par les variations de cours sur les marchés, par les organes de contrôle, par les experts ou par les agences de notation et de *benchmarking* ont un contenu d'information non négligeable et à bas prix (sinon gratuit).

Dans le cas du secteur public, la situation est totalement différente. Les entreprises et organisations publiques font toujours l'objet d'une appropriation temporaire (en démocratie du moins) ; leurs objectifs sont multiples et relèvent autant de l'ordre économique, que de l'ordre politique ou «bureaucratique» (aménagement du territoire, politique étrangère, politique conjoncturelle, présupposés idéologiques, électoralisme, etc.). Ces objectifs sont également très fluctuants selon les rapports de force et les horizons temporels des différents groupes qui participent aux décisions. Par ailleurs, l'information existant sur l'action du secteur public est en général beaucoup moins abondante et beaucoup plus difficile à interpréter que l'information que les entreprises privées sont contraintes de fournir à ce même secteur public. Et si l'étude comparée des secteurs publics dans les autres pays apporte souvent des compléments d'information utiles, les différences institutionnelles et culturelles sont souvent trop importantes pour que l'on puisse en tirer des conclusions robustes et tranchées.

On ne doit pas oublier non plus que les mécanismes de rémunération des dirigeants ont du mal à sortir du cadre du statut de la fonction publique et incitent peu à la minimisation des coûts. Il en résulte une gestion qui tend à redistribuer de façon très inefficace en faveur des différents groupes de «producteurs» dans l'entreprise ou l'organisation publique.

Finalement, les problèmes étudiés dans ce cahier se posent donc presque tous, et souvent de façon plus intense, dans la sphère publique. Et, si l'on parvenait un jour à mettre en œuvre toutes les réformes proposées, je conseillerais vivement de les étendre simultanément à l'ensemble des entreprises et organisations publiques. Qui pourrait nier en effet le bénéfice social qu'apporteraient une information plus transparente sur la comptabilité publique, des conseils d'administration fondés sur des normes de bonne gouvernance, des dirigeants publics plus efficacement rémunérés, des agences de contrôle et de régulation plus indépendantes et plus compétentes, etc. ?

Pour terminer, il est peut-être utile de rappeler une «contrainte de gouvernance» propre aux entreprises publiques dont on a longtemps ignoré l'existence : celle de la capacité de certaines grandes entreprises, comme EDF ou La Poste, de répondre, de part leur statut public aux évolutions de l'économie mondiale.

Les changements technologiques et politiques (notamment l'unification européenne) ont en effet profondément modifié les conditions de production et de distribution des biens et services publics. D'une part, le domaine national est devenu beaucoup trop étroit pour des entreprises souvent nationalisées pour des motifs d'économies d'échelle et de «monopole naturel». D'autre part, les caractères de non-rivalité et de non-excluabilité, justifications classiques de la fourniture par l'Etat de nombreux biens et services publics, se sont atténués et ont même parfois totalement disparu par suite de progrès techniques divers (la possibilité de cripter des émissions de télévision par exemple). Tous ces changements ont fait que l'appropriation publique, totale ou partielle, est devenue non plus un avantage de « gouvernance » mais un handicap majeur. L'Etat national propriétaire s'est notamment vu conduit à assumer des investissements, et donc des risques économiques à échelle planétaire qu'il n'était ni dans sa vocation, ni dans ses capacités, ni dans son intérêt politique bien compris d'assumer. Par ailleurs, le fait d'être publique est un fort handicap potentiel pour toute entreprise qui doit passer des accords avec le secteur privé et/ou en dehors des frontières nationales. La prévalence, réelle ou toujours possible, des motifs de politique nationale sur les motifs strictement économiques rend plus difficiles et plus coûteuses aussi bien la conclusion d'arrangements avec des acteurs privés que l'entrée sur certains marchés étrangers ; comme en témoignent les difficultés d'EDF en Italie, avec la tentative d'entrée en force dans le capital de Montedison en 2001, ou les acquisitions faites en cash plutôt qu'en actions par France Télécom en 2000, pour la seule raison que l'Etat souhaitait conserver une majorité absolue dans le capital (choix qui ont eu par la suite de graves conséquences sur l'endettement de l'entreprise).

Plus que des présupposés idéologiques, tous ces facteurs expliquent l'exceptionnel repli des Etats sur leurs «métiers de base» depuis vingt ans, quelle que soit par ailleurs l'orientation politique des gouvernements qui les dirigent. Reste à savoir où doit se stabiliser la nouvelle frontière entre privé et public et quelles doivent être, pour qu'il en soit ainsi, les nouvelles règles de gouvernance publique... Un thème suffisamment délicat et important pour figurer à l'agenda des prochains cahiers du Cercle.

## Catherine Lubochinsky

Dans ce cahier, il est rappelé trois des principales critiques faites à l'encontre des agences de notation : leur manque de transparence sur la méthode de notation, leur situation oligopolistique et les effets pro-cycliques des ajustements de notation (ajustements qui seraient également trop tardifs). Il est de plus souligné le problème de la rémunération de cette notation par les emprunteurs, alors que ce sont les investisseurs qui bénéficient de cette information. Ce dernier aspect est d'autant plus important qu'il débouche sur des problèmes de conflits d'intérêt potentiels dans un contexte d'une influence croissante des notations tant sur les comportements des acteurs financiers que sur les prix des actifs.

Le poids des agences de notation s'est en effet accru au cours des vingt dernières années du fait à la fois :

- de la désintermédiation corrélative à la marchandisation du financement des économies, qui s'est traduite par une augmentation du nombre de titres notés et surtout d'une sophistication remarquable des instruments (dette structurée, «asset backed securities»...) dont il devient de plus en plus difficile d'évaluer le risque de défaut,

- de l'internationalisation de la gestion des portefeuilles alors que les gérants ont une moindre «connaissance» de la qualité des actifs «étrangers», avec des placements dans des titres de pays émergents dont le risque de défaut est étroitement lié au risque-pays,

- et de la réglementation prudentielle avec une prise en compte accrue du risque crédit dans les calculs des fonds propres (voir les travaux du Comité de Bâle) .

Le rôle des agences de notation, qui se résume à une réduction globale des coûts de collecte de l'information, peut s'appréhender en analysant l'utilisation de la notation des titres par les différents acteurs de marchés :

- Les émetteurs cherchent à obtenir une notation de leurs titres pour plusieurs raisons. Tout d'abord, les régulateurs imposent à certaines émissions d'être notées ; ensuite, la notation d'un titre permet à l'emprunteur, grâce à la réduction de l'incertitude quant à sa capacité de remboursement, d'emprunter à un coût moindre ou tout simplement d'élargir la base de ses investisseurs (certains gérants n'étant autorisés à acquérir que des titres cotés, voire que des titres «investment grade»).

- Les investisseurs (OPCVM, companies d'assurances et fonds de pension), bien que disposant le plus souvent de leurs propres analystes financiers «buy-side», intègrent les notations des agences dans leur évaluation du risque de contrepartie (directement ou indirectement à titre comparatif) et dans leurs anticipations relatives aux cours boursiers dans la mesure où «spreads» de crédit obligataires et cours boursiers sont de plus en plus interdépendants. Les banques utilisent ces notations aussi bien dans la détermination du taux à l'émission des emprunts obligataires que dans celle du taux des crédits bancaires (notation de l'emprunteur et non des émissions elles-mêmes), dans le calcul du montant des collatéraux exigés lors de transactions de gré à gré, et bien sûr dans l'évaluation des dérivés de crédit.

- Les autorités de régulation financière non seulement limitent le recours à certaines catégories de titres (surtout les titres «speculative grade»), mais de plus requièrent l'intégration des notations dans le calcul du risque global de crédit pris en compte dans le calcul des fonds propres. Les autorités américaines sont encore plus restrictives puisque depuis 1975, la Securities and Exchange Commission a introduit le concept de «nationally recognized statistical rating organisations», NRSRO, dont les notations sont les seules reconnues en termes de régulation. Le problème est que seules quatre agences de notation ont obtenu ce statut : Standard & Pools, Moody's Investors Service, Fitch Inc. et Dominion Bond Rating Services.

Quels sont donc les problèmes qui peuvent résulter d'une telle situation ?

- Oligopole et barrière à l'entrée

Malgré l'existence de 130 à 150 agences de notation dans le monde, l'idée d'une situation oligopolistique est souvent avancée : les agences autres que les trois précitées sont en effet peu connues à l'échelle internationale... Il est d'ailleurs intéressant de noter que Fitch est une filiale à 100 % du groupe français Fimalac et qu'elle n'a pu atteindre une taille critique que grâce à de nombreuses fusions (Euronotation, Fitch, Duff& Pheps, Bankwatch). Standard & Pools et Moody's représentant à elles deux environ 80 % du marché de la notation, il leur est souvent reproché d'avoir des comportements non concurrentiels et d'abuser de leur position dominante. Le nombre optimal d'agences de notation demeure cependant un problème délicat puisque les émetteurs sollicitent en général une à deux agences seulement pour la notation de leurs émissions. Quoiqu'il en soit, la reconnaissance du statut de NRSRO par la SEC constitue sans aucun doute une barrière à l'entrée et il n'est pas exclu que les agences n'ayant pas ce statut puissent être tentées par une concurrence par les prix, voire être tentées de délivrer de meilleures notes. Les études empiriques révèlent effectivement que les notations de S&P et Moody's sont très corrélées et qu'elles sont en moyenne inférieures (moins bonnes) que celles données par les agences plus petites, mais que la notation relative est similaire. La véritable barrière à l'entrée repose plutôt sur la difficulté de se construire une réputation d'agence fiable : il n'y a aucune incitation pour un émetteur d'être noté par une petite agence nouvellement créée.

## - Conflits d'intérêt

En principe, pour qu'il n'existe pas de conflit d'intérêt entre un agent et un client, la seule source de revenu de l'agent doit provenir du client qui reçoit le conseil, dans le cas des agences de notation le client est l'investisseur qui utilise l'information sur la qualité des titres de dette. Or, pour les agences de notation, ce sont les commissions payées par les émetteurs qui constituent leur principale source de revenu. Pourtant, lorsque Moody's a été créée, en 1909, ce problème ne se posait pas puisque ses revenus provenaient de la vente de ses publications, ce qui est encore le cas pour un certain nombre d'agences (par exemple pour l'agence suédoise Credit Safe AB). Quand c'est l'émetteur qui rémunère l'agence, on imagine aisément l'influence qu'il va essayer d'exercer sur l'agence afin d'obtenir une meilleure note. Cependant, l'importance de la réputation/crédibilité des agences (en termes de compétence, transparence, efficacité) constitue une véritable « barrière » à ce type de conflit d'intérêt. De plus, les décisions finales de note sont prises par un comité et les analystes ne sont pas rémunérés en fonction des commissions versées par l'émetteur qu'ils notent. Il semble que la source du principal conflit d'intérêt provienne plutôt des nouvelles activités de conseil vers lesquelles s'orientent les agences de notation. Même si elles affirment avoir mis en place une « muraille de Chine », ces nouvelles activités soulèvent le même problème auquel ont eu à faire face les sociétés d'audit cumulant des activités de conseil. La réglementation a clairement tranché contre ce « mélange des genres » et on ne comprend pas pourquoi les agences de notation sont actuellement autorisées à le faire.

Du fait de la responsabilité quasi publique des agences de notation, de l'importance accordée par les investisseurs et autres intervenants de marché aux notes et de l'influence de ces dernières sur les marchés, une certaine régulation des agences de notation semble incontournable. C'est d'ailleurs l'un des grands thèmes d'étude en cours à la Security and Exchange Commission.

## Jean-Paul Pollin

Les auteurs de ce Cahier ont retenu sans la discuter sérieusement la conception réductrice qui sous-tend la littérature dominante (et foisonnante) sur la gouvernance de l'entreprise. On postule que l'objectif de la firme doit être la maximisation de la valeur actionnariale et l'on se demande quelles sont les formes de contrôle qui permettent de garantir au mieux le respect de cet objectif.

Cette approche du problème me semble contestable et d'un intérêt limité. Une somme considérable de travaux théoriques et empiriques (sans parler des contributions journalistiques) a été accumulée en ce domaine sans que l'on ait pu dégager de conclusions claires : il n'a toujours pas été prouvé que la taille ou la composition du conseil d'administration, les modes de rémunération des dirigeants, la structure financière de l'entreprise... exercent une réelle incidence sur la bonne gestion de l'entreprise, ses performances, sa prise de risque... Il n'est donc pas forcément très utile de continuer à discuter sur ces sujets en conservant les mêmes partis pris.

Or il faut rappeler que la maximisation de la valeur actionnariale ne se justifie pas par la volonté de privilégier un des groupes d'acteurs de l'entreprise (les apporteurs de capitaux) ou de garantir le bon fonctionnement des marchés financiers. Derrière l'intérêt particulier se dissimule l'intérêt général, comme il est d'usage dans la théorie économique libérale. Ce que prétend montrer la théorie traditionnelle de la gouvernance d'entreprise, c'est que l'utilité collective se trouve mieux assurée si l'on oriente l'entreprise en fonction de l'intérêt des apporteurs de capitaux. L'objectif de valeur actionnariale est donc l'instrument d'optimisation de l'efficacité économique d'ensemble.

Il n'est bien sûr pas question d'entrer ici dans le détail du raisonnement, exposé dans le corps du cahier. Les théories traditionnelles de la gouvernance reposent sur ce raisonnement qui est pourtant bien fragile :

- d'abord parce que les apporteurs de capitaux peuvent se protéger dans le cadre de contrats de prêts. Cela les garantit en principe contre toute expropriation par les autres parties prenantes puisqu'ils se voient consentir une rémunération fixe et le droit de liquider les actifs de l'entreprise en cas de non-remboursement. De tels contrats sont susceptibles d'intégrer des classes diverses qui offrent aux apporteurs de capitaux un réel pouvoir de négociation. C'est d'ailleurs pourquoi on considère que le contrat de dette (en particulier l'endettement contracté par l'entreprise auprès d'une banque agissant comme mandataire de ses déposants) constitue une forme de gouvernance de l'entreprise.

- ensuite parce qu'il n'est pas vrai que toutes les parties prenantes de l'entreprise, à l'exception des apporteurs de capitaux, aient la possibilité de contractualiser leurs relations avec l'entreprise. Ni les salariés, ni les clients, ni les fournisseurs ne peuvent négocier et formaliser complètement les conditions de leur collaboration. Parce qu'une partie de ces conditions relève de l'implicite, de la réputation, de l'habitude... Ce qui signifie qu'aucune des

- parties prenantes de l'entreprise n'est totalement protégée et les propriétaires de l'entreprise (disons les actionnaires) ont la possibilité d'affecter la position des uns et des autres. Par exemple en prenant des risques excessifs et donc en mettant en cause la pérennité de la firme.

Il n'est pas vrai non plus que salariés, clients ou fournisseurs puissent interrompre leur relation avec l'entreprise sans supporter de coût. En fait l'investissement de chaque partie prenante dans la création de valeur a quelque chose de spécifique, c'est-à-dire qui n'est pas transposable à l'extérieur de la firme. C'est en ce sens que l'on parle de capital humain spécifique pour définir le type de qualification, de compétence ou de savoir-faire qui n'a de valeur qu'à l'intérieur d'une entreprise particulière. L'investissement que réalise un fournisseur lorsqu'il collabore avec une firme cliente est également perdu lorsque la relation commerciale est rompue. On sait que les positions de sous-traitance affectent le pouvoir de négociation. De sorte que le risque d'expropriation ne concerne pas seulement les apporteurs de capitaux. Les autres parties prenantes peuvent aussi refuser de se spécialiser si elles ne disposent pas de droits de contrôle sous une forme ou sous une autre. Elles peuvent refuser d'aller au-delà d'un engagement minimal si elles sont exclues du partage du surplus. Ce point est important dans une économie où la montée de l'immatériel fait dépendre plus largement la création de valeur de l'utilisation de compétences particulières, qu'il s'agisse de capacités d'innovations ou de qualités managériales. Si les salariés à haute qualification se voient exclus de l'allocation des droits de propriété ils refuseront de s'engager dans une solution qui risque de les rendre trop dépendants. Ou ils choisiront d'aller valoriser leur compétence dans une autre firme, emportant avec eux des compétences et des savoir-faire difficilement remplaçables.

Enfin parce que l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale a démontré ses limites dans le passé récent. Il a conduit à des dysfonctionnements qui ont mis parfois en péril la pérennité de l'entreprise. On peut y voir un pur effet du court termisme des investisseurs aggravés par des mécanismes d'incitations qui ont provoqué une excessive sensibilité aux signaux erratiques de marchés. C'est peut être moins le principe de maximisation de la valeur boursière qui était en cause que la détermination de son horizon. Il existe certainement des formes de contrôle (par exemple la détention de participations majoritaires) qui permettent de s'affranchir de l'exubérance des marchés et de se projeter sur le plus long terme. Il reste qu'en situation d'asymétrie d'information la mesure des performances implique sans doute une certaine myopie. Ce qui revient à dire que la maximisation de la valeur actionnariale implique fatalement une dose de court termisme.

Au total il est donc très contestable de penser que l'attribution de droits de propriété aux seuls apporteurs de capitaux (et par conséquent la maximisation de la valeur actionnariale) constitue le meilleur principe de gouvernance, du point de vue de l'efficacité économique. La solution optimale est plutôt à rechercher dans un partage de ces droits, et du surplus, entre l'ensemble des parties prenantes, en fonction du rôle que l'on souhaite leur voir jouer. L'idée générale consiste à donner à une coalition d'acteurs les incitations nécessaires pour qu'elle se saisisse des opportunités de croissance de la productivité. C'est dire que la définition de la gouvernance ne se limite pas à un problème de délégation de pouvoir des actionnaires aux dirigeants. Cela concerne plus généralement l'ensemble des

méthodes qui permettent à la firme de mobiliser ses différents acteurs dans l'objectif d'une plus grande efficacité, d'une maximisation du surplus créée. Et il me paraît bien plus utile de s'attaquer à cette question que de continuer à disserter sur les meilleures manières d'assurer le contrôle des dirigeants par les actionnaires.

Ce principe s'applique naturellement de façon différente selon le type d'entreprise concerné (selon la taille, l'activité, la forme juridique...). On considère, par exemple, que les firmes ou les secteurs matures doivent avoir une proportion plus forte d'endettement parce que cela réduit le "cash-flow libre", et limite en conséquence le pouvoir discrétionnaire des dirigeants. Tandis que les entreprises en développement, soumises à de fortes incertitudes technologiques ou commerciales, relèvent principalement d'un financement par fonds propres. Pour que les apporteurs de capitaux soient à même d'assumer les risques, il faut qu'ils disposent d'un pouvoir suffisant sur les décisions stratégiques de l'entreprise et sur la répartition du surplus. Dans le même temps les dirigeants et les salariés à haute qualification doivent aussi être associés au partage des droits de propriété et du surplus (par l'attribution de stock-options, de rémunérations variables, la participation aux décisions...).

Mais il faut se garder d'exagérer le déterminisme technologique. Car la structure optimale de financement et l'étendue des droits conférés aux apporteurs de capitaux dépendent aussi du contenu des contrats de toute nature qui lient l'entreprise à ses parties prenantes. Or ces contrats sont eux mêmes fonction d'une multitude de facteurs qui structurent l'organisation sociale : le système juridique, les conventions, les pouvoirs des groupes de pression, le fonctionnement des marchés... De nombreux travaux ont d'ailleurs montré qu'une même technologie pouvait être mise en œuvre dans le cas d'organisations très différentes. Cette idée peut être illustrée de nombreuses façons :

- le type de garanties offertes aux apporteurs de capitaux conditionne la structure de financement. Des contrats de dettes trop imparfaits rendent préférables ou nécessaires le recours aux fonds propres et donc à une allocation des droits de propriété plus favorable au capital financier. Mais il faut souligner que la qualité des contrats de crédit n'est pas simplement fonction du cadre juridique, elle est aussi dépendante de la forme des relations établies entre les entreprises et les intermédiaires financiers. Or la richesse de ces liens s'enracine dans leur permanence, ce qui renvoie, entre autres, à la structure concurrentielle du marché bancaire : une concurrence excessive (entre banques et entre banques et marchés) empêche l'instauration de relation de long terme et fragilise les contrats.

- dans le même ordre d'idées, la protection des actionnaires minoritaires, le pouvoir qui leur est concédé influencent la structure du capital et donc l'arbitrage, entre liquidité et contrôle. En l'absence d'une protection suffisante, l'ouverture du capital est impossible du fait des risques d'expropriation par les dirigeants ou les actionnaires majoritaires : le capital se concentre alors entre les mains de détenteurs de blocs de contrôle. Or une telle solution peut avoir des conséquences importantes pour la dynamique du système économique, car la concentration du capital peut conduire à un certain immobilisme alors qu'une répartition plus dispersée favorise en principe les redéploiements d'activités.

Rien ne dit cependant quel est le sens de la causalité entre ces différents termes. Le cadre juridique n'est pas donné a priori, il est en partie endogène à l'évolution du système productif, à la composition de l'épargne (la place des fonds d'investissements, l'organisation du système de retraites...), à l'intégration financière internationale.

- plus encore la forme des relations salariales conditionne l'efficacité des modèles de gouvernance. Un système orienté par les marchés financiers, privilégiant la valeur actionnariale, s'accorde mieux avec un marché du travail fonctionnant de manière concurrentielle, et une main d'œuvre plus mobile. Tandis qu'un modèle bâti sur des relations plus stables entre les salariés et l'entreprise ne peut s'accommoder pleinement de la logique des marchés financiers. Il suppose des formes de financement qui s'inscrivent sur le long terme et offrent à la firme la flexibilité nécessaire pour faire face à la rigidité de ses engagements. Bref, cela implique un système de financement plus intermédié. Dans un tel modèle l'adaptation au changement dépend plus fortement de la volonté commune des dirigeants et de leurs salariés. Ce qui suppose qu'ils trouvent dans l'amélioration de leur qualification, de leur rémunération et de leur statut, les motivations nécessaires, pour accepter ou conduire les évolutions. D'une façon ou d'une autre cela signifie qu'ils doivent disposer d'une part suffisante des droits de contrôle sur les décisions de l'entreprise et sur le surplus résiduel.

Ici encore la causalité entre les conditions de financement, les relations salariales, les contraintes technologiques et l'organisation économique, n'est pas donnée a priori. Tout juste doit-on se convaincre de l'interdépendance entre les formes de la gouvernance et l'ensemble des contrats dans laquelle elle s'insère. Cela ne signifie pas que tous les constructions soient possibles ou équivalentes. Des travaux récents ont montré qu'il existe des complémentarités institutionnelles qui font naître des contraintes de cohérence : pour être efficace un modèle d'entreprise doit s'articuler avec un certain type de fonctionnement du marché du travail, un certain type de système financier, de politique de concurrence... Mais il n'empêche qu'il existe un petit nombre de modèles viables qui ont vocation à survivre et à coexister. Il serait donc illusoire de prétendre définir dans l'absolu un système de gouvernance idéal et plus encore de considérer que l'idéal en ce domaine est représenté par le modèle anglo-saxon. C'est pourquoi il me paraît stérile de vouloir esquisser un modèle optimal de gouvernance en se plaçant du seul point de vue de la valeur actionnariale. C'est aussi pourquoi je répète qu'il est plus intéressant de s'interroger sur le modèle d'organisation micro et macroéconomique possible et souhaitable plutôt que de se focaliser sur les règles comptables, la composition du conseil d'administration, les stock-options...

Au-delà il faut bien voir que l'efficacité du système économique dépend de la cohérence de toute une pyramide de contrats, qui résulte d'une histoire longue. Le fait de vouloir améliorer à la marge telle ou telle partie risque de déstabiliser l'ensemble. Pour cette raison, rien ne démontre que le fait d'accroître les droits de propriété des actionnaires, leur pouvoir de contrôle sur les décisions de l'entreprise, conduit à une plus grande efficacité sociale.

## **Dominique Roux**

Le gouvernement d'entreprise, comme le montre ce cahier du Cercle des économistes, couvre un domaine particulièrement vaste et complexe et il est clair que son champ d'action dépasse les seules relations entre actionnaires et dirigeants. Tous les acteurs qui entretiennent des échanges au sein des entreprises doivent être pris en compte : salariés, actionnaires, clients, fournisseurs, pouvoirs publics, etc.

On constate, par ailleurs qu'il n'existe pas de théorie générale en la matière et que le seul objectif de maximiser la richesse des actionnaires n'est plus acceptable surtout à la lumière des événements et des scandales récents.

Le gouvernement d'entreprise doit permettre tout d'abord d'éviter les détournements de contrôle en réduisant l'asymétrie informationnelle et ensuite de garantir un équilibre entre les différents pouvoirs qui se manifestent dans les firmes avec un triple objectif : la restauration ou le maintien de la légitimité de la propriété, l'installation d'une véritable citoyenneté à partir d'une répartition équitable des richesses et enfin la responsabilisation des managers tant auprès du marché que de la société.

Si les propositions envisagées par le Cercle des économistes sont tout à fait pertinentes et hautement nécessaires, il semble cependant qu'un traitement particulier doive être prévu pour les entreprises dans lesquelles l'Etat détient une participation significative. Dans de telles situations qui sont encore nombreuses, il est indispensable de mettre en place des mesures spécifiques non seulement pour insuffler la culture de la performance en abandonnant les arguments souvent fallacieux de la défense du service public mais encore pour proposer des méthodes de choix des représentants de l'Etat pour contrôler efficacement les décisions des gestionnaires. Car comme le montre G. Stigler «le souci de protéger les intérêts des citoyens et des consommateurs ne constitue souvent qu'un alibi des interventions publiques, en réalité c'est une logique de marché politique qui explique la mise en place de certaines réglementations et qui en fait protège les intérêts de ceux qui sont en place.» Le gouvernement des entreprises à capitaux publics est un sujet particulier car l'Etat, on le sait, est par essence un mauvais actionnaire et souvent un piètre gestionnaire, quelques exemples récents en apportent d'ailleurs la preuve.

Il faut donc préparer des réformes de fond d'autant plus rapidement que sous l'impulsion européenne, de nombreux secteurs comme La Poste, le gaz, l'électricité, les transports ferroviaires sont ouverts ou vont s'ouvrir à la concurrence, et les entreprises du secteur qui étaient jusqu'alors protégées par une situation de monopole proche de celle des administrations, vont d'une part se trouver au contact des marchés financiers et devront d'autre part pour la plupart d'entre elles changer de statut. C'est pourquoi, il est nécessaire de prévoir des mesures particulières jusqu'à ce que ces entreprises avec l'ouverture à la concurrence et le désengagement de l'Etat de leur capital deviennent des entreprises comme les autres.

## Christian Saint-Etienne

La crise de crédibilité des comptes et de l'honnêteté des dirigeants d'entreprises cotées en 2002 a conduit à une remise en cause des principes du gouvernement d'entreprise. En complément de ce cahier très complet sur ce sujet, je me limiterai à deux remarques :

Nous sommes évidemment face à une remise en cause partielle des règles de l'Etat de droit juridique, fiscal et comptable et des pratiques du gouvernement d'entreprise. Mais il n'y a pas de remise en cause crédible, ni de l'économie de marchés décentralisés, ni de la liberté d'entreprendre, car il n'y a pas de système alternatif pour produire efficacement et durablement des biens et services répondant à une demande solvable. S'il n'y a pas de remise en cause des fondements du capitalisme, il faut noter que l'insatisfaction ressentie actuellement vient souvent de l'incompréhension de la nature même du capitalisme. Le système capitaliste est marqué par le principe moteur de « destruction créatrice » interne au processus de production et par l'instabilité inhérente à la coordination de millions de décisions indépendantes sur des marchés libres. Le capitalisme tire son efficacité de son instabilité ! La mise en place d'un Etat de droit, qui fixe les règles de comportement des acteurs, améliore la lisibilité du système mais n'en réduit pas l'instabilité. Si les réformes des règles juridiques et comptables et les barrières (*Chinese walls*) entre les activités visaient à réduire l'instabilité, elles seraient nécessairement vouées à l'échec. Ces réformes ne peuvent viser, au mieux, qu'à améliorer la transparence du système. Or, parfois, on donne l'impression qu'on veut ou qu'on va réduire l'instabilité du système...

Le système des *stock-options*, qui était apparu en 1995-2000 comme un moyen efficace de focaliser l'attention des managers sur les résultats des entreprises, a donné l'impression d'être perverti par des *managers* « avides d'argent ». Alors que le salaire des PDG américains était de 45 fois la moyenne de leurs salariés il y a 25 ans, le ratio est passé à 500 fois en 2001. Selon une étude du *Financial Times*, les dirigeants des 25 plus grosses sociétés ayant fait faillite au cours des trois premiers trimestres de 2002 ont reçu collectivement 3,3 milliards de dollars sur la période 1999-2001 en salaires, bonus et surtout *stock-options* vendues avant que les cours desdites sociétés ne s'effondrent. Il est clair que la modification du système des *stock-options* est devenue centrale dans l'actuel processus de réforme. Non seulement les *stock-options* ne doivent récompenser que la création de valeur actionnariale spécifique ; non seulement il faut instituer une période de détention de trois ans des actions après la levée des *stock-options* ; mais il faut également instituer une proportionnalité entre les gains potentiels (calculés selon des règles standards) dérivés de l'ensemble des *stock-options* accordées et un salaire de référence donné. Le capitalisme ne doit pas favoriser l'enrichissement sans cause.

## Daniel Vitry

Trois quarts de siècle du débat ouvert par Berle et Means sur les conséquences de la séparation entre la propriété et la décision dans les grandes sociétés par actions, débat synthétisé et amplifié par l'article ouvrant ce cahier, soulignent combien nous restons sous l'emprise de la définition de la propriété que l'article 544 du Code Civil nous donne : «La propriété est le droit de jouir et disposer des choses de la manière la plus absolue, pourvu qu'on n'en fasse pas un usage prohibé par les lois ou par les règlements», complété par l'article 545 qui précise que «nul ne peut être contraint de céder sa propriété, si ce n'est pour cause d'utilité publique, et moyennant une juste et préalable indemnité».

Les propositions faites dans ce cahier du Cercle des Economistes devraient être complétées, me semble-t-il, par une réflexion sur la présence forte au conseil d'administration d'administrateurs indépendants. Quel est le problème ?

Toutes les mesures proposées sur la gouvernance d'entreprise visent à éviter qu'une partie des acteurs de la vie de l'entreprise soient lésés par des décisions malheureuses, voire spoliatrices ou même mafieuses, prises par un sous-groupe de stakeholders ou par un dirigeant. Sauf exception, il manque dans le conseil d'administration la présence de Sirius (dont on rappelle que c'est l'étoile la plus brillante du ciel, appartenant à la constellation du Grand Chien). En d'autres termes, il s'agit de la présence dans le conseil d'administrateurs totalement indépendants. Un trop petit nombre d'entreprises françaises y ont pensé. Quel est le rôle des administrateurs indépendants ? Il s'agit d'éclairer le conseil lors de la prise de décisions par un point de vue à la fois interne et externe. Interne parce que l'administrateur indépendant est dans le conseil, a accès aux mêmes sources d'information, participe à toutes les réunions et aux décisions. Mais externe parce que l'administrateur indépendant n'a pas d'intérêt particulier dans l'entreprise, n'étant ni actionnaire de l'entreprise ni salarié ou représentant une catégorie d'agents économiques détenant une créance particulière sur l'entreprise.

Si l'on se souvient de la crise immobilière désastreuse d'il y a quinze ans, on se rappelle que l'une des raisons de l'ampleur de la crise a été le comportement moutonnier du système bancaire qui a prêté des fonds considérables dans des conditions absolument déraisonnables à de pseudo professionnels dénués de toute compétence et sans scrupules. Sirius aurait pu rappeler quelques conseils d'administration à la plus élémentaire prudence.

Plus proche de nous, dans la crise liée aux NTIC, Sirius aurait pu rappeler que la certitude de pertes sur plusieurs années suivies de recettes hypothétiques ne pouvait conduire à des valorisations immédiates fabuleuses. Là aussi, il ne fallait pas être grand clerc pour prévoir la crise.

Pour que Sirius puisse exercer son rôle et ne soit pas remercié rapidement à la première objection qu'il pourrait soulever ou au premier rappel au principe de réalité qu'il pourrait faire, il faut lui assurer une réelle indépendance et une certaine stabilité.

C'est dans les entreprises publiques qu'il serait le plus facile de prévoir la présence d'administrateurs indépendants, puisqu'il s'agit essentiellement d'une décision politique. Cependant, dans les entreprises privées il n'y a pas plus d'obstacles à la présence d'administrateurs indépendants sauf un obstacle psychologique. Dans les deux cas, il faut que les actionnaires et les dirigeants de l'entreprise soient préparés à accepter que leur réflexion et leurs décisions soient soumis à la critique, c'est à dire selon Kant à «libre et public examen».

## ELEMENTS BIBLIOGRAPHIQUES

Alexandre A. et M. Paquerot, Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants, *Finance Contrôle Stratégie*, 3, juin 2000.

Benston G., M. Bromwich et R. Litan, *Following the Money – Aei Brookings*, 2003.

Berle A. et G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Chicago : Commerce Clearing House, 1932.

De Boissieu C. et J.H. Lorenzi, *Normes comptables et régulation de l'industrie du chiffre*, Rapport pour le Conseil d'analyse Economique, 2003.

Crouzet P. et N. Veron, La mondialisation en partie double, la bataille des normes comptables – *En Temps Réels*, les cahiers, avril 2002.

Davies H., In praise of international accounting standards – NASD «symposium on global accounting standards», *Harvard Law School*, 3 février 2003.

Hart O., *Firms, Contracts and Financial Structure*, New York, Oxford University Press, 1995.

Hellwig M., «Economics and Politics of Corporate Finance and Control», in X . Vives, *Corporate Governance*, Cambridge University Press, 2000.

Jensen M., «Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeovers», *American Economic Review*, 76, 1986.

La Porta R., F Lopez-de-Silvanes , A. Shleifer et R. Vishny, «Legal Determinants of External Finance», *Journal of Finance*, 52, 1997.

La Porta R., F Lopez-de-Silvanes, A. Shleifer et R Vishny, «Law and Finance», *Journal of Political Economy* , 106,1998.

La Porta R., F Lopez-de-Silvanes et A. Shleifer, «Corporate Ownership around the World», *Journal of Finance*, 54, 1999.

Litan R. et P. Wallison, *The Gaap Gap, Corporate Disclosure in the Internet Age – Aei Brookings*, 2000.

Pastré O. et M. Vigier, *Le capitalisme déboussolé*, La Découverte, Paris, 2003.

O'Sullivan M., *The Innovative Enterprise and Corporate Governance*, *Cambridge Journal of Economics*, 29, 2, 2000

Rajan R. et L. Zingales, *Saving Capitalism from the Capitalists*, Crown Business, New York 2003.

Schumpeter J., *Theory of Economic Development*, Cambridge, Harvard University Press, 1912, 1931.

Shleifer A. et R. Vishny, «A Survey of Corporate Governance», *Journal of Finance*, 52,

1997.

Smith T., *Accounting for Growth*, Londres ,Century Business, 1992.

Sonnenfeld J.A., What makes great boards great, *Harvard Business Review*,  
Septembre 2002

Tirole J., *Corporate Governance*, mimeo, Toulouse, 1997.

Vives X. (ed.), *Corporate Governance, Theoretical and Empirical Perspectives*,  
Cambridge University Press, 2002.

White L.J., Globalized Securities Markets and Accounting : How Many Standards ? AEI  
conference «Is Gaap Worth Fighting For ?» 13 Mars 2002.

Zingales L., *Corporate Governance*, in P. Newman (ed.), *The New Palgrave Dictionary  
of Economics and Law*, Vol 1, London Stockton Press, 1998.

## **Les membres du Cercle des économistes**

Michel Aglietta, Patrick Artus, Agnès Bénassy-Quéré,  
Jean-Paul Betbéze, Jean-Pierre Boisivon,  
Christian de Boissieu (Vice-Président), Anton Brender,  
Pierre Cahuc, Jean-Michel Charpin, Jean-Marie Chevalier,  
Élie Cohen, Michel Didier, Pierre Dockès, Henri Guillaume,  
Marc Guillaume, Bertrand Jacquillat, Pierre Jacquet,  
Jean-Dominique Lafay, Jean-Hervé Lorenzi (Président),  
Catherine Lubochinsky, Charles-Albert Michalet,  
Jacques Mistral, Olivier Pastré, Anne Perrot,  
Jean Pisani-Ferry, Jean-Paul Pollin, Dominique Roux,  
Christian Saint-Étienne, Christian Stoffaës (Vice-Président),  
Daniel Vitry.

Cahier n°2, mai 2003

### **LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE N'EST PAS DU SEUL RESSORT DU CONSEIL D'ADMINISTRATION**

Les Cahiers du Cercle des économistes  
32 rue Cassette, Paris 75006

Directeur de la Publication,  
Président du Cercle des économistes :  
Jean-Hervé Lorenzi  
Rédacteur en chef : Patrick Artus

ISSN en cours