

Le modèle de gouvernance d'entreprise sera-t-il américain ?

*Document préparatoire à la séance du 7 janvier 2003
En Temps Réel – séminaire « Gouvernance du capitalisme »*

Préparation : Nicolas Véron (nv@ecif.info)

Présent en France depuis le début des années quatre-vingt-dix, le débat sur la gouvernance d'entreprise est fortement imprégné par les références du capitalisme actionnarial anglo-américain, et le terme même de « gouvernance » est une traduction maladroite de l'anglais (*corporate governance*).

Depuis la faillite d'Enron en décembre 2001 et les multiples scandales révélés depuis lors, ce thème a connu une actualité nouvelle. Le présent document vise à identifier certaines des questions posées dans ce débat, en préparation de la séance du 7 janvier 2002 du séminaire « Gouvernance du capitalisme » d'En Temps Réel qui accueillera MM. Laurent Cohen-Tanugi et Pierre-Marie Boury, associés au sein du cabinet d'avocats internationaux Cleary, Gotlieb, Steen & Hamilton.

La gouvernance d'entreprise est l'ensemble des règles permettant aux actionnaires de s'assurer que les entreprises dont ils détiennent des parts sont dirigées en conformité avec leurs propres intérêts, particulièrement dans le cas de groupes complexes cotés en bourse. Partout dans le monde, ces règles s'organisent autour d'un schéma à trois étages : les actionnaires réunis en assemblée générale délèguent leur pouvoir de contrôle à un conseil d'administration (ou de surveillance), qui lui-même supervise l'action opérationnelle de la direction générale de l'entreprise.

Le débat sur la *Corporate Governance* aux Etats-Unis

La découverte de scandales comptables massifs dans des entreprises telles que Enron, Worldcom, Adelphia, Tyco, etc, a brutalement révélé les défaillances d'un système de surveillance des directions générales jusque-là souvent considéré comme le plus performant au monde. Il en est résulté un débat très vif pendant toute l'année 2002, et plusieurs décisions d'ores et déjà entrées en application.

Tout d'abord, il convient de délimiter le champ de ce débat. Certains éléments très importants, bien que liés au thème de la *corporate governance*, en sont toutefois distincts : il en va notamment ainsi pour la normalisation comptable (comptabilisation des stock-options ou des montages déconsolidants, démarche de l'UE en faveur de l'IASB), la profession de l'Audit (disparition d'Andersen, création du *Public Company Accounting Oversight Board*) ou les banques d'affaires et analystes financiers (amendes versées par les grandes banques de Wall Street, discussions en vue de garantir l'indépendance de la recherche Actions) ainsi que les agences de notation financière. En revanche, le débat sur la gouvernance d'entreprise inclut le fonctionnement des organes sociaux (assemblée générale, conseils d'administration ou de surveillance, organisation de la direction générale) ainsi que l'information dont ces organes rendent compte vis-à-vis du public, c'est-à-dire principalement des marchés financiers.

Dans le champ ainsi défini, la pratique américaine laissait jusqu'ici une large place à l'autorégulation, avec la diffusion progressive de « bonnes pratiques » notamment en matière d'indépendance des administrateurs¹. Par ailleurs, certaines dispositions existaient dans le droit des sociétés, avec des variations selon les Etats fédérés, dont relève cette législation.

La loi du 31 juillet 2002 dite *Sarbanes-Oxley Act* est inédite, en ce que pour la première fois ce champ de réglementation relève du domaine législatif fédéral. Concrètement, les nouveautés apportées par ce texte sont relativement circonscrites : obligation pour les présidents et les directeurs financiers de certifier personnellement les comptes ; interdiction de nommer des administrateurs non indépendants au comité d'audit du conseil d'administration ; encadrement des avantages particuliers des dirigeants (perte de l'intéressement en cas de diffusion d'informations inexacts, interdiction des emprunts auprès de l'entreprise, possibilité donnée à la SEC d'interdire tout mandat social pour les dirigeants soupçonnés de fraude).

¹ Pour mémoire, un administrateur est dit « non-exécutif » lorsqu'il n'a pas de fonction de direction opérationnelle au sein de l'entreprise ; il est dit « indépendant » lorsqu'il n'a pas de lien avec l'entreprise pouvant significativement affecter sa liberté de jugement. Par exemple, un administrateur représentant un actionnaire ou un créancier important de l'entreprise est « non-exécutif » mais pas « indépendant ».

Simultanément, les deux principales places de cotations américaines (NYSE² et Nasdaq) ont adopté des codes de règles renforçant sensiblement les obligations de *corporate governance* : majorité d'administrateurs indépendants dans les Conseils d'administration (sauf lorsqu'il existe un actionnaire de contrôle) ; exclusion des administrateurs non indépendants des comités d'audit, de rémunération et de nomination ; obligation de réunions fréquentes des membres non-exécutifs du Conseil hors présence du management ; resserrement des critères d'indépendance des administrateurs ; obligation de créer un département d'audit interne lorsque ce n'est pas déjà le cas ; soumission à l'assemblée générale des actionnaires de tous les plans de stock-options, etc.

A la suite de ces deux importantes initiatives de réglementation (législative fédérale dans le cas de Sarbanes-Oxley, de place dans le cas des règles de cotation NYSE-Nasdaq), de nombreuses questions restent ouvertes. On citera notamment le débat récurrent sur la séparation entre le rôle de président du conseil d'administration (*Chairman*) et de directeur général de l'entreprise (*Chief Executive*), généralisée au Royaume-Uni mais peu répandue outre-Atlantique³. Plus profondément, deux questions de fond traversent actuellement le débat américain :

- Quelle place faut-il donner à la règle impérative par rapport à la diffusion spontanée de bonnes pratiques sous la sanction des marchés ? Ce dernier mode est traditionnellement privilégié aux Etats-Unis, mais les scandales de l'année écoulée ont ébranlé beaucoup de certitudes.
- Comment la SEC peut-elle s'adapter aux nouveaux défis révélés par les mêmes scandales ? La SEC (Securities and Exchanges Commission, l'autorité de régulation des marchés boursiers américains) traverse une crise très profonde qui a atteint son paroxysme avec la démission du président Harvey Pitt début novembre. Or, elle joue dans le système institutionnel américain un rôle pivot de protection des investisseurs, qui n'a pas véritablement d'équivalent en Europe⁴.

Les spécificités de la gouvernance d'entreprise en Europe

L'Europe, c'est bien connu, n'est pas les Etats-Unis. Pourtant, le débat sur la gouvernance d'entreprise reste le plus souvent dominé par des concepts importés d'outre-Atlantique, faute le plus souvent d'une réflexion appropriée sur les différences qui existent en Europe et qui motiveraient le cas échéant des approches différentes. Aussi, les quelques interrogations qui suivent ont-elles pour objectif d'éclairer le débat, sans prétendre à l'exhaustivité.

Comme précédemment, ce débat est ici volontairement limité à la gouvernance d'entreprise proprement dite, c'est-à-dire en excluant les questions liées à la normalisation comptable, à l'exercice de la profession de l'audit (ou commissariat aux comptes), et aux intermédiaires des marchés financiers tels que les banques d'investissement, les analystes actions, les agences de notation financière ou la presse économique.

La nature de la règle de gouvernance d'entreprise

Un consensus semble se dégager depuis dix ans sur la nécessité de règles de référence en matière de gouvernance d'entreprise : le pionnier en la matière a été le Royaume-Uni, avec la publication en 1992 du rapport Cadbury intitulé *The Financial Aspects of Corporate Governance*⁵. Cet effort a été ultérieurement copié par de nombreux pays⁶ dont la France, avec les rapports « Viénot I » (1995⁷), « Viénot II » (1999⁸) et « Bouton » (2002⁹). Tous ces codes reprennent, avec de multiples variations, des dispositions portant notamment sur le fonctionnement effectif des conseils d'administration et de leurs comités spécialisés, sur l'indépendance des administrateurs, et sur les mécanismes de rémunération et de responsabilisation des dirigeants opérationnels.

² New York Stock Exchange

³ Pour un état récent de ce débat, on se reportera utilement à l'article suivant publié par la Wharton School de l'Université de Pennsylvanie : <http://knowledge.wharton.upenn.edu/articles.cfm?catid=2&articleid=694&homepage=yes>

⁴ Sur les enjeux auxquels est actuellement confrontée la SEC, un article synthétique de J. Bradford DeLong (Université de Californie, Berkeley) : http://www.j-bradford-delong.net/movable_type/archives/001082.html

⁵ Texte disponible sur le site de la Banque Mondiale : <http://www.worldbank.org/html/fpd/privatesector/cg/docs/cadbury.pdf>

⁶ Liste dressée par L'European Corporate Governance Institute, un réseau de recherche spécialisé :

http://www.ecgi.org/codes/all_codes.htm

⁷ <http://www.worldbank.org/html/fpd/privatesector/cg/docs/vienot1-fr.pdf>

⁸ <http://www.worldbank.org/html/fpd/privatesector/cg/docs/vienot2-fr.pdf>

⁹ http://www.medef.fr/fr/A/Adoc/A2002/A_09-23-02_rapport-bouton.pdf

Toutefois, cette uniformité apparente des démarches cache en réalité des différences importantes selon les pays. Le premier problème qui se pose est celui de la représentativité des commissions qui élaborent ces codes : la commission Bouton, par exemple, était presque exclusivement constituée de dirigeant de sociétés cotées, avec un seul représentant de la profession comptable, René Ricol, et aucun représentant des investisseurs.

Une autre question importante concerne la nature de la règle en matière de gouvernance d'entreprise. En France, la tentation d'inclure cette règle dans le champ législatif est forte, comme l'a illustré récemment la loi dite « nouvelles régulations économiques » de 2001, et comme l'illustrera peut-être à nouveau la loi dite de « sécurité financière » qui sera soumise au Parlement en 2003. Or cette attribution ne va pas de soi, compte tenu de la très grande diversité de situations d'entreprise – notamment, en matière de structures d'actionnariat – qui rendent quelque peu discutables l'idée de sanctionner par la loi un modèle de gouvernance uniforme.

- *La règle commune en matière de gouvernement d'entreprise doit-elle être déterminée par la loi, par l'action d'une autorité administrative indépendante, ou par l'autorégulation des acteurs privés ?*
- *En fonction des réponses à la précédente question, cette règle doit-elle en priorité être déterminée au niveau national ou européen ?*
- *Comment assurer une représentation correcte des investisseurs dans les démarches de proposition qui relèvent des acteurs privés ?*

Le débat sur la dissociation des fonctions de contrôle et de gestion

Comme mentionné plus haut à propos des Etats-Unis, deux modèles de répartition des pouvoirs s'affrontent en Europe : un modèle de « cumul », où la même personne occupe les positions de président du conseil d'administration et de dirigeant opérationnel de l'entreprise ; et un modèle de « dissociation », où la fonction de président du conseil est séparée de celle du principal dirigeant, celui-ci étant désigné selon les pays comme président du directoire (Allemagne, France dans les sociétés à conseil de surveillance), directeur général (France, dans certaines sociétés à conseil d'administration), *Chief Executive* (Royaume-Uni) ou administrateur délégué (Italie, Belgique, Suisse).

La dissociation des fonctions est la règle au Royaume-Uni et dans la plupart des autres pays du nord de l'Europe. En France, comme aux Etats-Unis, le cumul constitue le modèle le plus répandu (environ quatre cinquièmes des sociétés du CAC 40) mais deux formules existent pour la dissociation : soit une société à conseil d'administration avec séparation des fonctions de président et de directeur général (exemple du Crédit Lyonnais), soit une société à directoire et conseil de surveillance (exemples : Casino, PPR)¹⁰. Dans le premier cas, le dirigeant opérationnel fait en général partie du Conseil ; dans le second, il en est exclu (par définition, le directoire et le conseil de surveillance n'ont pas de membres communs), et doit exercer le pouvoir sur un mode collégial avec les autres membres du Directoire.

- *Faut-il encourager, ou généraliser, la dissociation des fonctions pour une meilleure gouvernance d'entreprise ? Si oui, doit-on favoriser la forme de la société à conseil de surveillance ou à conseil d'administration ?*

Le rôle des banques

Les banques jouent un rôle d'intermédiaires financiers nettement plus important en Europe qu'aux Etats-Unis, même si la désintermédiation financière et le rôle des marchés obligataires tendent également à se développer sur le vieux continent. En France, en Espagne, en Italie, aux Pays-Bas, en Allemagne, en Scandinavie, les grandes banques nationales jouent un rôle clé dans le financement de l'économie et l'accès des entreprises aux capitaux. Cette réalité pose spécifiquement la question de leur représentation dans le processus de gouvernance d'entreprise.

Certains observateurs soulignent à ce titre que les intérêts des créanciers diffèrent fondamentalement de ceux des actionnaires, et en sont même souvent antagonistes. D'autres insistent sur la bonne connaissance par les

¹⁰ Les modèles historiquement présents en France et les nouveautés introduites dans la loi NRE sont développées dans l'article suivant de Pierre-Henri Conac : <http://212.35.109.200/droit21/er/2001/er20011107conacp.pdf>

créanciers des problèmes de leurs débiteurs, ce qui peut en faire des acteurs particulièrement compétents notamment en matière de contrôle de l'information financière (comités d'audit).

- *La présence de représentants des grands créanciers dans les organes du gouvernement d'entreprise porte-t-elle le risque d'un conflit d'intérêt potentiellement dommageable aux actionnaires ? Doit-elle être spécifiquement encadrée ?*

Le rôle des salariés

Les dirigeants politiques des pays d'Europe continentale mettent volontiers en avant le modèle d'économie « sociale de marché » qui caractérise celle-ci, par opposition au « capitalisme actionnarial » qui serait celui du monde anglophone.

En réalité, la représentation des salariés dans la gouvernance des entreprises est très variable selon les pays, et n'est pas exempte de paradoxes. En France notamment, les représentants élus des salariés (comité d'entreprise) disposent d'observateurs au conseil d'administration mais pas de voix délibératives, sauf dans les entreprises anciennement nationalisées (et dans celles où l'actionnariat salarié dépasse certains seuils). En Allemagne en revanche, le système de « codétermination » (*Mitbestimmung*) institué après-guerre impose une présence égale des salariés et des employeurs dans les conseils de surveillance.

Cette question, curieusement peu débattue en France depuis un an, apparaît pourtant fondamentale pour l'avenir des social-démocraties européennes.

- *Une modification de la présence des salariés dans la gouvernance des entreprises permettrait-elle d'améliorer la qualité de celle-ci ? Si oui, de quelle manière ?*

La relation entre l'Europe et les Etats-Unis.

Les règles de gouvernance des entreprises ne peuvent être débattues en Europe comme si une cloison étanche nous séparait des Etats-Unis : au contraire, un examen empirique montre que les évolutions des pratiques dans ce domaine sont essentiellement déterminées par des décisions prises outre-Atlantique ou, à tout le moins, outre-Manche. Or, comme le notait récemment Francis Mer à propos des agences de notation, « nous ne devons pas nous résigner à une situation où la SEC, seul régulateur mondial de fait en la matière, édicterait des règles s'appliquant au reste du monde »¹¹.

De fait, la loi Sarbanes-Oxley est d'application extraterritoriale, et donc les entreprises européennes cotées au NYSE ou au Nasdaq doivent en appliquer les dispositions. L'extraterritorialité de la loi Sarbanes-Oxley a été souvent dénoncée en Europe depuis juillet, mais cette controverse ne doit pas cacher la difficulté qu'ont les Européens, ensemble ou séparément, à édicter des règles alternatives qui soient considérées comme intéressantes ou crédibles par les marchés financiers.

A ce titre, on peut noter que l'acteur clé que constitue la SEC n'a pas son équivalent en Europe. Non seulement le pouvoir de la SEC s'étend à l'ensemble des Etats-Unis, mais il couvre aussi des secteurs qui échappent au contrôle des régulateurs de marché dans de nombreux pays européens, par exemple en matière de publication d'informations par les entreprises (pour laquelle les règles américaines sont généralement plus contraignantes qu'en Europe), de normalisation comptable (qui, aux Etats-Unis, dépend de la SEC) ou de contrôle de la profession de l'audit (rattaché à la SEC par la loi Sarbanes-Oxley). Face à la SEC, et en dépit de la crise que traverse actuellement celle-ci, la régulation des marchés boursiers en Europe est émiettée et dotée de pouvoirs restreints.

- *Comment renforcer l'influence de la régulation européenne face aux Etats-Unis ?*
- *Plus généralement, quelles évolutions permettraient à l'Europe ou à ses pays membres d'affirmer et de maîtriser un modèle spécifique de gouvernance d'entreprise ?*

¹¹ Discours prononcé aux « 12èmes entretiens de la COB », 21 novembre 2002. Texte : <http://www.minefi.gouv.fr/minefi/ministere/discours/index.htm>, sélectionner « Francis Mer »