

Une « autorité de Place » pour le gouvernement d'entreprise ?

Document de travail / 4 novembre 2002

Le présent document a été établi dans le cadre du sous-groupe de travail « nature de la règle », à la demande du rapporteur et pour alimenter la réflexion collective. A ce titre, il ne constitue en aucun cas une proposition finalisée mais vise plutôt à préciser le cadre de la discussion.

1. Le *statu quo* n'est pas une option

Les scandales aux Etats-Unis ont placé le gouvernement d'entreprise sur le devant de la scène. Aux Etats-Unis, chacun reconnaît que, dans plusieurs scandales récents, ni les auditeurs, ni les conseils d'administration n'ont correctement joué leur rôle. Naturellement, la faute initiale, chez Enron, WorldCom et d'autres, semble revenir aux directions générales qui auraient sciemment caché des éléments clés de la situation financière voire passé des écritures comptables fictives. Mais, même si les directions générales portent la responsabilité la plus lourde, de graves dysfonctionnement dans les mécanismes essentiels de contrôle ne constituent pas une situation acceptable.

En ce qui concerne l'audit et la certification de l'information financière, la réponse a été législative et réglementaire, à travers la loi Sarbanes-Oxley votée « *to protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities law* » (c'est son titre officiel), et à travers l'action menée – avec les difficultés que l'on sait – par la SEC et le « *Public Company Accounting Oversight Board* » (PCAOB) en cours de constitution. Comme on le sait, les normes comptables font l'objet d'un processus distinct, également soumis en principe à l'autorité de la SEC.

En revanche, en ce qui concerne spécifiquement le gouvernement d'entreprise, la réponse américaine n'a pas été principalement législative mais a été menée par les « *Self Regulating Organisations* » (SROs) que sont le New York Stock Exchange (NYSE), le NASDAQ et la *National Association of Security Dealers* (NASD), qui ont pris les devants pour imposer des règles plus exigeantes dont le non-respect peut désormais entraîner l'interdiction d'accès à la cote. Ces règles ont été élaborées en parallèle au débat Sarbanes-Oxley au Congrès, et la promulgation de la nouvelle loi et des nouvelles règles de cotation a été quasiment simultanée.

Par rapport à ce mouvement, **la France apparaît objectivement en retard en ce qui concerne tant les règles que la pratique.** Sur les règles de gouvernement d'entreprise, le mouvement a été initié en Europe par le rapport Cadbury de décembre 1992, qui reste par certains aspects plus exigeant que les rapports publiés bien plus tard en France, à savoir Viénot I (1995), Viénot II (1999), et Bouton (2002). Sur la pratique, on citera notamment le classement européen rendu public récemment par le cabinet Deminor Rating : si quelques entreprises françaises, comme Suez, se distinguent par leurs bonnes pratiques, beaucoup en revanche se retrouvent tout en bas du tableau (étude réalisée en 2002 pour Deutsche Bank DWS). Enfin, quelques cas récents spectaculaires, notamment Vivendi Universal et France Telecom, ont montré des failles préoccupantes dans le contrôle exercé par les conseils d'administration de très grands groupes français.

On notera à cet égard **les paradoxes de la Commission Bouton**, dont le rôle était de rétablir la confiance en montrant l'attachement de la place aux principes du gouvernement d'entreprise : cette commission était à peu près exclusivement composée d'émetteurs, alors que le gouvernement d'entreprise a en principe pour objectif de protéger les investisseurs contre les éventuels problèmes dits d'« agence » (c'est-à-dire contre les écarts du comportement des directions générales par rapport aux intérêts des actionnaires) ; par ailleurs, elle était présidée par le président de la Société Générale, dont la position dans la très médiatique évolution de Vivendi Universal a pu poser la question d'éventuels conflits d'intérêt, notamment entre son rôle de banquier et sa représentation au CA.

Enfin il convient de ne pas oublier **le rôle essentiel de l'autorité publique de régulation**, COB/CMF en France et SEC aux Etats-Unis. Cet acteur, en dépit des malheurs de M. Pitt, voit son rôle fortement renforcé, ce qui met mécaniquement en valeur son caractère d'autorité publique (qu'on avait pu finir par oublier tant les régulateurs avaient fait d'efforts pour « s'imbiber de la culture de marché »). Certes, la COB a en général des marchés une connaissance plus fine que le législateur, mais elle n'en est pas moins pour autant une branche de l'Etat, et apparaîtra de plus en plus comme telle.

Tous ces éléments combinés conduisent à penser que la Place de Paris sera soumise dans les mois à venir d'**une pression forte et croissante de l'opinion publique, de l'Etat et des investisseurs étrangers pour améliorer la qualité de son gouvernement d'entreprise** ; cette pression s'exercera naturellement sur les entreprises elles-mêmes, mais aussi sur la Place considérée collectivement. Si aucune réponse n'est spontanément apportée à cette pression, le résultat pourrait en être, de la part de l'Etat, un excès de législation et de réglementation, et de la part des investisseurs, une décote de Place comme celle qui s'observe actuellement, dans une certaine mesure, en Allemagne.

2. Un effort coordonné de la Place de Paris permettrait de minimiser les risques d'initiatives publiques inopportunes et de favoriser le rétablissement de la confiance.

Si un changement est considéré comme inévitable, alors mieux vaut prendre une initiative collective dès maintenant plutôt que de subir une évolution imposée de l'extérieur. Une nouvelle législation sur le gouvernement d'entreprise serait forcément plus rigide, et moins adaptée, que des règles décidées et appliquées volontairement, et de manière crédible, par la communauté financière.

Certes, l'autorégulation a fait son temps dans la profession comptable ; mais il n'en va pas forcément de même en matière de gouvernement d'entreprise, où l'autorégulation a peut-être encore de l'avenir. Mais l'autorégulation, pour être efficace, ne signifie pas carte blanche laissée à chacun.

Logiquement, seuls quatre schémas sont envisageables pour le contrôle des pratiques des entreprises en matière de gouvernement d'entreprise :

- Un contrôle « **décentralisé, autorégulé** » par des agences de notations privées qui se multiplieraient sur le modèle, par exemple, de Deminor Ratings : c'est la situation actuelle, il n'est pas sûr que cette situation puisse être pérenne (cf 1^e partie) ;
- Un contrôle « **décentralisé, régulé** », dans lequel ces agences ne pourraient exercer qu'après avoir obtenu un agrément public (délivré par exemple par la COB), comme c'est le cas aujourd'hui pour les agences de notation financière ;
- Un contrôle « **centralisé, autorégulé** », effectué par une « autorité de Place » mise en place par les acteurs du marché sans intervention de l'Etat, définissant un code de règles et vérifiant l'application de celles-ci ;
- Un contrôle « **centralisé, régulé** », où l'élaboration du code et le contrôle de son application serait effectué par une autorité publique, probablement la COB.

L'auteur de ces lignes pense que **la 3^e option mérite d'être approfondie** dans les travaux du sous-groupe. Il convient de noter pour mémoire que **c'est celle qui se rapproche le plus de la situation aux Etats-Unis**, où ce sont les SROs (le NYSE et le Nasdaq) et non l'Etat (la SEC) qui ont joué le rôle de leader pour élaborer et imposer de nouvelles règles dans le domaine du gouvernement d'entreprise.

Le code de règles (équivalent du « *Combined Code* » britannique) pourrait s'appuyer sur les travaux de la Commission Bouton, mais, **pour qu'il apparaisse légitime, il est indispensable que les autres acteurs de la Place soient associés à son élaboration et à sa validation**, à savoir **les investisseurs et les professionnels de l'audit** au côté des émetteurs déjà représentés. Une association d'experts indépendants et universitaires, des niveaux locaux à travers l'implication des Medef territoriaux, et peut-être aussi du patronat européen (UNICE et ERT), devrait être envisagée en complément de ces acteurs majeurs.

Le respect des règles nécessite la mise en place d'un mécanisme pérenne pour le contrôle des pratiques et, le cas échéant, une forme de publicité. Une sanction financière directe en cas de non-respect des règles paraît difficile à mettre en œuvre, l'autorité publique n'étant pas impliquée ; en revanche une publicité des pratiques déclarées par les entreprises est envisageable et peut être mise en place avec des coûts raisonnables. L'« autorité de place » qui serait alors constituée (à moins de confier ce rôle à Euronext) aurait pour tâche de collecter les pratiques des entreprises, d'évaluer leur conformité au Code de règles et de donner au résultat de ses recherches une publicité appropriée. Ce mécanisme, s'il était mis en place de manière appropriée, pourrait avoir un impact réel sur les pratiques.

Les avantages et les inconvénients de cette option, par rapport aux trois autres ci-dessus évoquées, pourraient faire l'objet d'une discussion lors de la prochaine réunion du sous-groupe.