

LES POUVOIRS DANS L'ENTREPRISE ET LA RÉGULATION DES MARCHÉS FINANCIERS

JEAN SAINT-GEOURS *

Le régulateur des marchés financiers ne peut que se réjouir de voir un numéro de la Revue d'Economie Financière consacré au "Gouvernement des Entreprises". Les réflexions sur ce thème tendent à devenir publiques en France avec un certain retard par rapport aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Faut-il y voir une conséquence de nos cloisonnements dans un domaine qui requiert une approche pluridisciplinaire ? Une difficulté à concilier approche théorique et pratique des affaires ?

Le problème des pouvoirs dans l'entreprise - que l'effet de mode nous fait aujourd'hui démarquer de "Corporate Governance" - est pourtant un thème traditionnel pour la Commission des Opérations de Bourse. C'est après une réflexion collective de plusieurs années sur l'entreprise que la COB fut créée en 1967. La sortie de la période de reconstruction protégée de l'économie française commençait à s'opérer, avec son internationalisation financière, les premières grandes batailles boursières, l'aménagement du cadre bancaire, et la mise en oeuvre d'une loi sur les sociétés avec directoire, stade initial d'une réforme plus ambitieuse associant, à l'exemple de l'Allemagne, le capital et le travail.

A l'origine de la création de la COB, on trouve donc l'idée qu'il y a une relation dans les deux sens entre la question des pouvoirs dans l'entreprise et de leur contrôle, d'une part, et, d'autre part, les qualités d'un bon marché des capitaux : transparence, sécurité, protection et information de l'ensemble des actionnaires propriétaires de l'entreprise. Par la suite, la COB est fréquemment revenue sur ce point. On citera simplement deux exemples développés dans le dernier Rapport Annuel de la Commission : la promotion de l'"attestation d'équité" dans l'évaluation des actifs lors des opérations de fusions et acquisitions permet d'informer les actionnaires minoritaires sur leur intérêt à participer ou non à l'opération ; le rappel de propositions faites dès 1983 pour promouvoir les comités d'audit auprès

* *Président de la COB.*

des conseils d'administration afin de renforcer le rôle et les moyens d'action de ces derniers.

Ce thème émerge à nouveau, depuis quelques années, dans les préoccupations des responsables publics et privés. Plusieurs facteurs expliquent ce regain :

— la vague de nationalisations du début des années 80, puis les modalités des privatisations, n'ont pas été sans influence sur la structure des actionnariats et la composition des conseils d'administration dans nombre de grandes entreprises ;

— le mouvement des fusions et des acquisitions s'est fortement intensifié à la mesure du renforcement de la compétition ;

— l'internationalisation des marchés et la part croissante prise par les investisseurs non-résidents, en particulier anglo-saxons, sur la Place de Paris, tendent à accentuer les pressions sur le modèle français de répartition des pouvoirs dans l'entreprise.

Aujourd'hui comme hier, les objectifs de la régulation boursière rejoignent ceux d'une distribution de ces pouvoirs adaptée à une gestion à la fois dynamique et transparente. Il s'agit aussi de faire en sorte que les marchés financiers, en position de miroirs, fonctionnent comme des guides efficaces pour la gestion des entreprises. Les thèmes privilégiés d'un régulateur boursier sont ainsi :

— la sincérité et la rapidité de l'information des actionnaires sur l'activité de l'entreprise ;

— l'équité de traitement de ceux-ci dans leurs droits et dans leur représentation au sein des organes dirigeants de l'entreprise ;

— l'efficacité des marchés, marquée par le fait que les prix qui s'y forment reflètent convenablement les performances de l'entreprise et qu'ils constituent ainsi pour les dirigeants des indicateurs, voire des sanctions efficaces.

Au total, il s'agit de mieux articuler l'évolution de la sphère financière et de l'activité économique réelle en responsabilisant les dirigeants des entreprises devant l'ensemble des actionnaires et le marché. Il est vrai que la forme de surveillance qui peut en être la contrepartie n'est pas la seule. Le débat entre elle et le contrôle interne (dans l'entreprise, le groupe ou dans le face à face débiteur/créancier) n'est pas tranché. Les faits semblent en effet donner avantage aux pays "introvertis", où domine la participation des banques (Allemagne, Japon) par rapport à ceux où prédomine le marché financier, pays anglo-saxons, en dépit de leurs discours. En outre, où faut-il classer les pays dans lesquels il est fait largement appel à un actionnariat extérieur mais fortement concentré et interdépendant (les noyaux durs) ou institutionnel et organisé (fonds de pension) ? Et quelle est, au regard de cette question, la situation des emporia asiatiques ?

Les critiques relatives à ces différents systèmes méritent d'être relativisées. La "myopie des marchés" n'a pas paru être un frein à la croissance américaine des années 80, même si elle a contribué au déclin relatif de l'industrie. Le débat mériterait d'être repensé en évitant une typologie trop simple de nature géo-économique (Europe Continentale/pays anglo-saxons ou bien axe Tokyo-Berlin/pays de contrôle externe). La réalité est plus complexe et de nombreux facteurs exogènes doivent être pris en compte : le déficit budgétaire, le déficit des échanges extérieurs et leurs modes de financement etc... Comme le souligne Olivier PASTRE, si l'approche comparative est essentielle dans l'étude du Gouvernement des Entreprises, c'est moins afin de désigner le meilleur modèle, que de tirer parti de celui dont on a hérité, avec ses particularités, en le faisant évoluer si nécessaire.

On a pu dire de la décennie 80 qu'elle avait constitué une "revanche du capital". L'analyse est en grande partie exacte. Mais on peut douter, comme en témoigne la réaction qui a suivi, qu'elle se soit accompagnée d'un retour de l'actionnaire.

C'est au régulateur boursier de veiller à ce que tous les actionnaires soient bénéficiaires du développement des marchés. Tout n'est cependant pas affaire de réglementation. Les mentalités jouent un rôle important : une certaine passivité de l'actionnaire français ne vient-elle pas de ce que ce dernier a une attitude plutôt "obligataire" ou de créancier à l'égard de son titre et qu'il en attend d'abord des revenus réguliers et non pas du pouvoir entraînant prise de risque mais forte variation des cours et des dividendes ?

Les structures économiques doivent également être prises en compte : l'insuffisance des fonds propres, tendance lourde de notre économie, n'est-elle pas une raison essentielle de ces systèmes de contrôle par une espèce d'oligarchie de sociétés en cascade qui échappent de fait aux actionnaires extérieurs ?

Il faut, en effet, tenir compte enfin des aspects sociopolitiques de notre problème. On peut penser que le milieu dirigeant n'est pas assez ouvert sur une plus large portion de notre société, qu'il pratique par trop l'endogamie, que l'on oscille entre l'autoritarisme mal tempéré et l'immobilisme par compensation des forces, enfin que les sanctions pour gestion insuffisante sont trop rares.

Une approche pluridisciplinaire

Le thème du Gouvernement des Entreprises nécessite, et les contributions de ce numéro en sont une illustration, de recourir à une approche pluridisciplinaire.

La micro-économie moderne a renouvelé notre façon d'aborder la

question de l'entreprise. L'économie politique traditionnelle ne faisait pas de distinction entre les dirigeants, les créanciers et les propriétaires. La firme était une entité unique (à la limite une fonction de production) qui maximisait la valeur attendue des cash-flows. Sans doute, Galbraith et White avaient-ils déjà souligné la montée de la technostructure au détriment du capital, mais sans que cela change vraiment la vision unitaire que l'on avait de l'entreprise. L'apport des théories récentes est d'envisager l'entreprise comme une "relation d'agence", c'est-à-dire un contrat mandataire/mandaté (principal/agent, en anglais). En particulier, il devient possible d'étudier les conséquences d'objectifs différents, ou pondérés différemment, entre détenteurs de capital et dirigeants d'entreprise, ou bien d'introduire des asymétries d'information entre les deux groupes.

L'analyse comparative est bien sûr un élément essentiel de l'étude. Différentes philosophies de l'entreprise peuvent prévaloir. Certains pays privilégient une approche patrimoniale (Etats-Unis), d'autres ont une vision plutôt contractuelle (Allemagne) ou organique (Japon). Il en résulte des conséquences sensibles en termes de localisation, répartition, contrôle et pratique du pouvoir au sein de l'entreprise.

L'approche juridique est indispensable : comment articuler le contrôle des dirigeants avec nos conceptions de la responsabilité ? Mais d'autres disciplines sont certainement candidates à ce débat : la sociologie des organisations, l'histoire, l'éthique enfin, sans doute et surtout.

Il est donc bon que devant l'internationalisation de nos marchés, alors que se fait sentir le poids de la gestion collective de l'épargne sur l'administration des entreprises dans les pays anglo-saxon, et sans doute demain en France avec les fonds de pension, un débat comme celui là ait lieu. Il est souhaitable que s'approfondisse la réflexion collective sur les pouvoirs dans l'entreprise, à l'image de ce qui s'est fait aux Etats-Unis avec les "Principles of Corporate Governance" ou en Grande-Bretagne avec le rapport Cadbury. Il faudra alors féliciter la Revue d'Economie Financière d'avoir su y apporter opportunément sa contribution. Pour avoir été, par construction, une des premières institutions à le susciter, la Commission des Opérations de Bourse est prête à prendre part à ce débat national.