



# Risques et Communication financière

RETRANSCRIPTION DES INTERVENTIONS ET DES DEBATS

25 novembre 2004

—  
Press Club de France

# Sommaire

Préambule	1
Interventions : 1ère partie	3
Débat	14
Interventions : 2ème partie	17
Débat	32
Conclusion	40





## Risques et Communication financière

# Préambule

**DANIÈLE GUEDJ - DIRECTEUR GÉNÉRAL - GRAS SAVOYE**

Merci d'être venus si nombreux à cette 5ème Table Ronde Gras Savoye. Merci tout particulièrement aux personnes qui sont fidèles à ces débats.

Aujourd'hui, nos échanges vont porter sur les enjeux actuels de la gouvernance d'entreprise et sur les conditions d'application de la loi de sécurité financière.

Pourquoi un tel sujet ?

Tout d'abord, l'identification, l'évaluation et la couverture des risques sont au cœur des métiers de Gras Savoye.

Ensuite, le thème de l'entreprise responsable m'est personnellement cher et je m'attache à le faire partager à l'ensemble des collaborateurs et partenaires de Gras Savoye.

Gras Savoye a la volonté de concilier ses activités de courtier pluridisciplinaire avec une certaine idée de l'éthique dans l'entreprise. A titre d'exemple, Gras Savoye a pris des engagements de transparence vis-à-vis de ses clients et vis-à-vis de ses fournisseurs.

Enfin, l'actualité, malheureusement, souligne, s'il en était besoin, la pertinence de la tenue de ce débat.

La presse nous a en effet rappelé tout récemment que le cortège des scandales financiers n'était pas derrière nous.

Le scandale qui touche actuellement le secteur de l'assurance nous amène à nous poser trois questions :

- Comment aller vers de nouveaux modes de gouvernance qui nous orientent non vers une stockholder value mais vers une stakeholder value ? Cette question est difficile car on a déjà pu tester la limite de la convergence des notions de valeur pour l'actionnaire et le client ou l'actionnaire et le dirigeant. On a ainsi pu mesurer la perversité des mécanismes d'incitation qui visaient, via les stock-options, à confondre les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires, au moment où l'objectif d'optimisation de la valeur pour l'actionnaire était le plus affiché.



## Risques et Communication financière

- En second lieu, la série de scandales que nous avons vécus nous a montré que la religion des marchés - que certains ont pu qualifier d'intégrisme - a parfois amené certains - chefs d'entreprise, contrôleurs, agences de notation ou, même, régulateurs de marchés - à une certaine perversion. Aujourd'hui, certains émetteurs craignent un retour de balancier, par un recours excessif à la réglementation, par ce qu'on pourrait appeler un " jusqu'au boutisme " exacerbé dans cette volonté de transparence. Ces mêmes émetteurs, au fond, se posent des questions : " n'avons-nous pas trop rapidement emboîté le pas à Sarbanes-Oxley sur certains marchés ? " ; " de bonnes pratiques peuvent-elles suffire et peuvent-elles s'étendre à tous les marchés ? " ; " qu'est-ce qu'une bonne transparence, pour qui et pour quoi ? ".
- Enfin, ces événements nous poussent à repenser le modèle économique de certaines activités et à revoir le modèle du " tout intégré ". Il importe peu que cette intégration soit verticale ou internationale. En effet, le respect de la transparence, sans pour autant être absolu, fait naître, au fond, des conflits d'intérêts entre les activités. Des difficultés persistent dans la coordination internationale relative à la sécurité financière.

Je ne vais pas vous donner immédiatement des réponses à ces questions. C'est l'objectif de cette table ronde.

Je dois avouer que, ce matin, je suis magnifiquement bien entourée par Hubert Reynier, secrétaire général adjoint de l'Autorité des marchés financiers, l'AMF, Michel Léger, membre du Haut Conseil du commissariat aux comptes, Daniel Lebègue, ancien directeur général de la BNP, ancien directeur général de la Caisse des dépôts et consignations et aujourd'hui président de l'Institut français des administrateurs, Colette Neuville, présidente de l'Association de défense des actionnaires minoritaires, l'ADAM, et Xavier de Roux, vice-président de la commission des lois de l'Assemblée nationale.

Je les remercie d'avoir accepté de participer à cette table ronde et tiens à leur dire combien leur présence m'honore.

Comment va-t-on fonctionner ?

Chacun va apporter sa contribution au débat. Nous aurons ensuite quelques échanges. Je vous propose de respecter votre temps de parole. Je me montrerai intransigeante pour que nous puissions véritablement avoir ces échanges.

La loi de sécurité financière a renforcé le rôle de l'AMF. Outre la surveillance des émetteurs, des investisseurs et des intermédiaires financiers, trois missions lui ont été assignées : la protection de l'épargne, le bon fonctionnement du marché et l'information des investisseurs.

Je vais demander à Hubert de dresser un état des lieux des documents de référence et de préciser leurs perspectives d'évolution.



## Risques et Communication financière

# Interventions : 1ère partie

**HUBERT REYNIER - SECRETAIRE GENERAL ADJOINT - AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS**  
**LES DOCUMENTS DE REFERENCE : ATTENTES ET ETAT DES LIEUX**

HUBERT REYNIER

Merci, Danièle, d'avoir placé la barre si haut dans le débat. Cela nous oblige à être à la hauteur du sujet et à nous interroger sur une question chère aux sociétés cotées, à savoir l'éventuelle " surréaction " au plan réglementaire des autorités en France ou en Europe, à la suite des scandales survenus jusqu'à présent essentiellement aux Etats-Unis.

C'est en effet un sujet important dont il nous faut débattre.

L'intérêt de ce type de table ronde est de dresser un bilan des réglementations en vigueur et de la pratique du marché. Plutôt que d'un état des lieux, il est plus exact de parler d'une photo ou d'un arrêt sur image tant il est vrai que nous sommes dans un environnement très évolutif du point de vue réglementaire.

Sur chacun des points que nous allons étudier, je voudrais insister sur la situation française, ses spécificités, les acquis auxquels vous et nous, l'ensemble des sociétés et partenaires du marché ainsi que le régulateur, sommes parvenus.

Par ailleurs, en miroir de cet état des lieux, j'essaierai de vous montrer quelles sont les perspectives de l'harmonisation européenne en cours et quel sera le futur cadre légal et réglementaire susceptible de régir ces sujets à l'avenir.

Danièle m'a demandé de revenir plus spécifiquement sur les risques, leur mode de gestion et les responsabilités en jeu, c'est-à-dire sur le rôle des dirigeants eu égard à la cartographie des risques et l'analyse des risques que les entreprises sont amenées à faire au quotidien.

Revenons tout d'abord sur la réglementation et la pratique françaises en matière d'évaluation des risques.

En premier lieu, je voudrais vous rappeler que la France possède une spécificité relativement ancienne - elle date d'une quinzaine d'années - : nous disposons de documents de référence dont la production annuelle est maintenant entrée dans les mœurs.



## Risques et Communication financière

Un document de référence est un rapport annuel de gestion produit par les sociétés cotées. Il est au standard et suit le schéma, très élevé en termes d'exigences, du " prospectus ". Vous savez que depuis une vingtaine d'années, en Europe, un schéma doit être obligatoirement suivi lors d'un appel public à l'épargne, lors d'une introduction en bourse ou lors d'une augmentation de capital par une société cotée. Depuis une quinzaine d'années, l'habitude a donc été prise, en France, de produire des rapports annuels de gestion, conformes au standard du prospectus, c'est-à-dire extrêmement complets et détaillés, non seulement sur les comptes ou l'information financière mais également sur la vie de l'entreprise, sur son activité et donc sur ses risques.

Je voudrais insister sur cet acquis car c'est une spécificité française. Il y a peu de pays en Europe, aujourd'hui, où les sociétés cotées aient pris l'habitude, de manière aussi large, de produire ce rapport annuel de gestion à ce très haut standard. Près de trois cent soixante-dix sociétés - la moitié de la cote - produisent annuellement un document de référence.

C'est un point important à garder en mémoire, sur lequel je reviendrai au moment où je parlerai de l'harmonisation européenne sur ce sujet.

Lors de la production de ce document de référence annuel, les sociétés françaises sont amenées, pour plusieurs raisons, à fortement insister sur le sujet des risques.

Le phénomène vient des Etats-Unis. Dans le cadre de l'équivalence d'information, toutes les sociétés françaises doublement cotées - elles sont une quarantaine -, qui produisent des rapports aux Etats-Unis, ont pris l'habitude de traiter ce qu'on appelle les " facteurs des risques ". C'est un exercice sain aux Etats-Unis, quoique quelque peu ambigu : c'est en effet à la fois une source d'information pour le marché mais aussi un moyen de protection juridique des émetteurs, afin qu'ils ne soient pas accusés de ne pas avoir présenté correctement, en miroir de leur activité et de leurs performances, tous les risques que leur activité peut aussi entraîner.

Cette habitude américaine du chapitre " facteur de risques " a pris corps en France, tout d'abord par le biais des sociétés doublement cotées puis, plus récemment, en raison des nouvelles réglementations. En effet, la COB a imposé en 2001 le chapitre " facteurs de risques " dans les documents de référence ainsi que dans l'ensemble des prospectus émis à l'occasion d'appels publics à l'épargne.

Nous avons eu un débat avec les émetteurs sur le contenu du chapitre " facteurs de risques ". Beaucoup nous ont dit, en effet, qu'il fallait éviter le travers américain, qu'il fallait prendre garde de rédiger un chapitre fleuve, susceptible de couvrir des sujets qui ne seraient pas pertinents. Il est vrai que les prospectus internationaux font référence à de nombreux facteurs de risques qui semblent très généraux. Ces libellés sans doute très importants du point de vue de la protection juridique, ne constituent pas des éléments d'information que nous considérons comme pertinents pour le marché. Dans le cadre de recommandations formulées en 2003 et 2004, nous avons voulu que ce chapitre " facteurs de risques " soit vraiment une source d'information pertinente pour le marché.



## Risques et Communication financière

Nous avons voulu que cette information soit un laïus centré sur les sujets susceptibles d'informer très exactement les investisseurs des risques liés soit à l'activité, soit à la situation financière, soit à l'environnement de la société, risques devant être connus des investisseurs avant qu'ils ne procèdent à un investissement dans cette société.

Nous avons été amenés à entrer quelque peu dans les détails, en liaison avec les sociétés, pour établir un schéma type, certes à géométrie variable puisque chaque société est unique, mais qui suit néanmoins un parcours intellectuel permettant de broser très largement un tableau de l'ensemble des risques affectant potentiellement une société, en particulier les risques liés à la situation financière, les risques de marché, les risques liés, le cas échéant, à l'activité industrielle, les risques environnementaux.

Sur ce sujet, le législateur nous a beaucoup aidés, d'une part, avec la loi de 2001 relative aux nouvelles régulations économiques, la loi NRE, qui a beaucoup insisté sur les risques environnementaux et sociaux, dont doivent être informées les assemblées générales, d'autre part, avec la loi du 30 juillet 2003, qui a insisté de nouveau sur les risques naturels et la manière de les couvrir. Le législateur est donc venu soutenir l'action régulatrice. Nous avons fait en sorte que les documents de référence reflètent fidèlement l'ensemble des risques auxquels peut être confrontée une société et par ailleurs les risques spécifiques que le législateur a souhaité mettre en exergue pour la bonne information du marché.

C'est ainsi que se présente le paysage français. Que va-t-il se passer demain dans le paysage européen ?

J'ignore si ce chapitre " facteurs de risques " est mal vécu par les sociétés - ce sera d'ailleurs l'intérêt de ce débat. Aujourd'hui, à la suite de l'adoption, en 2003, de la directive " prospectus ", directive qui devrait être transposée dans le droit français avant le 1er juillet 2005, le chapitre " facteurs de risques " apparaîtra dorénavant dans le schéma de prospectus européen et sa mention sera donc obligatoire dans l'ensemble des prospectus publiés par les sociétés cotées des 25 Etats membres. Le schéma réglementaire européen sera donc harmonisé. C'est plutôt une évolution vers le " mieux disant ". C'est aussi une harmonisation à l'échelle planétaire puisque, comme je vous le disais, les prospectus américains abordent habituellement ce type de sujets. On devrait aboutir à un level playing field en la matière pour l'ensemble des sociétés cotées sur les marchés développés.

Même s'il reste à transformer, à améliorer, à développer, il s'agit cependant bien d'un acquis. L'information distribuée annuellement aux actionnaires par les sociétés françaises dresse une bonne cartographie des risques. Les récentes initiatives européennes soutiennent cette évolution.

Ces risques ayant été présentés, voyons maintenant comment on les maîtrise.

Il est important, ne serait-ce que pour l'équilibre de la présentation des sociétés cotées, de montrer comment elles abordent ces risques, comment elles les contrôlent. Là encore, le paysage français est caractérisé par un certain nombre de spécificités et d'acquis.



## Risques et Communication financière

Dans la mesure où ce sujet n'a pas été pris à bras le corps par les directives européennes, il sera peut-être utile de l'aborder plus tard à une échelle plus large.

Comment le législateur français a-t-il abordé le sujet de la maîtrise des risques ?

Le contrôle interne a constitué un sujet majeur de la loi de sécurité financière. En effet, le législateur a insisté pour que le président de chaque société cotée informe dorénavant l'assemblée générale des procédures de contrôle interne mises en place au sein de l'entreprise de façon que, au-delà de la cartographie des risques, les procédures internes dont la société se dote pour essayer de contrôler sa situation, soient également présentées de façon claire aux actionnaires.

En plus du rapport qui sera produit par le président de chaque société cotée, l'AMF produira elle-même son propre rapport sur la base des informations fournies par les sociétés et sur la base du rapport du commissaire aux comptes qui fera suite au rapport sur le contrôle interne de l'information financière et comptable.

Ainsi serons-nous amenés - nous commençons cette année ; notre rapport sortira d'ici à deux mois - à nous prononcer chaque année sur la qualité de l'information distribuée au marché en matière de contrôle interne. Nous essaierons de faire en sorte, d'une part, que les meilleures pratiques émergent au fur et à mesure de l'exercice de cette obligation, d'autre part, que le marché, progressivement, s'harmonise vers le haut quant à la qualité de l'information donnée aux actionnaires sur la maîtrise interne des risques.

Deuxième sujet important concernant la maîtrise des risques : la couverture, les assurances éventuelles.

Qui dit couverture dit éventuellement couverture externe. C'est un sujet sur lequel nous avons quelque peu travaillé, notamment avec les sociétés cotées. C'est un sujet beaucoup plus délicat dans la mesure où nous nous heurtons, de manière naturelle, à la confidentialité des affaires et donc au souci des sociétés de ne pas s'exposer à des risques d'espionnage ou à des difficultés de négociation avec des partenaires extérieurs.

Nous avons essayé de concilier cet impératif avec la nécessité pour les sociétés cotées de présenter correctement les thèmes de l'auto-assurance et de l'assurance externe, de manière que les actionnaires et l'assemblée générale disposent d'un minimum d'informations sur ces sujets.

A ce jour, ces thèmes du contrôle interne, de l'assurance et de la couverture et maîtrise des risques n'ont pas été directement abordés par les directives européennes. Ils devront certainement être traités dans les années à venir. De fait, le cadre réglementaire et légal français est un peu spécifique. Il est aussi assez avancé en raison de la volonté du législateur et du régulateur d'assurer la qualité de l'information délivrée au marché.



## Risques et Communication financière

Le troisième point que je souhaitais aborder avec vous, au-delà des procédures, des techniques de maîtrise et de couverture des risques, concerne la transparence des responsabilités des dirigeants.

In fine, le risque et le contrôle du risque sont des sujets qui, essentiellement, peuvent être rattachés à la question du gouvernement d'entreprise. Comment les dirigeants abordent-ils eux-mêmes, au sein des conseils d'administration, ces sujets du risque et de la couverture du risque ?

Qu'est-ce que la France a voulu mettre en place et comment cela sera-t-il repris au plan européen ?

Les Américains ont produit très rapidement leur propre loi à la suite du scandale ENRON : c'est la loi Sarbanes-Oxley.

Un certain nombre d'obligations très fortes pèsent dorénavant sur les sociétés : attestations signées par les dirigeants des sociétés, méthodes de travail internes, responsabilités des dirigeants sur la qualité de l'information, qualité des contrôles sur leur activité.

La loi Sarbanes-Oxley est avant tout une loi pénale. Elle vise à corriger les difficultés que les procureurs et la justice ont rencontrées à l'occasion de l'affaire ENRON, le président de la société se défendant en faisant valoir qu'il n'était pas au courant de ce qui se passait à l'intérieur de sa maison. Aussi, afin de remédier à cette déficience du droit américain sur le flux d'informations internes entre un président de conseil d'administration et une entreprise, la loi pénale américaine a imposé aux dirigeants qu'ils attestent dorénavant avoir été informés de ce qui se passe dans leur société.

Nous n'avons pas ce type de problème. Le législateur français n'a donc pas réagi de la même façon. La loi de sécurité financière n'est pas une loi pénale. C'est une loi de transparence qui vise à améliorer la qualité de l'information donnée aux actionnaires. Elle n'accroît pas directement - elle le fait peut-être indirectement - la responsabilité juridique des dirigeants français.

Le législateur n'a donc pas réagi à la loi Sarbanes-Oxley par un simple exercice de mimétisme. Nous n'avons pas réagi avec les mêmes modalités car nous n'avons pas les mêmes objectifs. Le législateur a souhaité qu'un rapport annuel soit produit à l'assemblée générale sur les méthodes de travail du conseil d'administration. Pour notre part, en tant que régulateur, nous souhaitons que ce document de référence soit, comme les années précédentes, l'occasion d'un exercice de transparence plus large des émetteurs sur leur gouvernement d'entreprise.

Nous avons abordé ce sujet en étroite liaison avec la place. A la suite des rapports Viénot et Bouton, nous avons souhaité non que soient créés de nouveaux standards - il n'appartient pas au régulateur français de créer des standards de gouvernement d'entreprise -, mais que les sociétés cotées, lorsqu'elles se livrent à cet exercice de transparence, se réfèrent aux standards en place.



## Risques et Communication financière

Nous avons aussi souhaité qu'en expliquant leur approche, elles disent si elles y adhèrent ou non. A défaut d'y adhérer pour des raisons générales ou spécifiques, il leur incombe alors de préciser quel schéma de gouvernement d'entreprise elles ont choisi.

Voilà comment le Parlement et le régulateur ont abordé, en France, ce sujet du gouvernement d'entreprise. Au niveau européen, il est prévu, dans le cadre de la directive " transparence ", autre directive du processus Lamfalussy, qui devrait être applicable dans les Etats membres vers la fin de l'année 2006, qu'à l'avenir, une déclaration spécifique sera faite par l'ensemble des présidents de sociétés cotées portant sur l'ensemble de leur rapport annuel de gestion. Le président devra signer dorénavant cette attestation pour garantir la fidélité des comptes, l'information financière qu'il distribue au marché, mais également pour présenter correctement les incertitudes et les risques auxquels son activité est confrontée. Ces deux derniers mots figurent dans la directive " transparence ".

Il s'agit donc de responsabiliser les dirigeants. Ce sujet a été pris à bras le corps par les directives européennes. A terme, au niveau européen, on aura une sorte de level playing field sur le plan des attestations et de la responsabilité. Les sociétés cotées françaises devront analyser ce que cela implique pour elles, en termes de procédures internes et de mise en vigueur concrète de ces nouveaux standards.

Voilà l'essentiel de ce que je voulais vous dire ce matin. Bien sûr, on pourra aborder les sujets que vous souhaitez.

Je voulais surtout insister sur cette dialectique à laquelle la place de Paris est désormais confrontée : par rapport aux initiatives que nos amis américains sont amenés à prendre en fonction de leur agenda domestique et par rapport aux initiatives de la Commission européenne en vue d'une harmonisation maximale du marché unique des capitaux européens.

Il est très important de comprendre que nous avons bien cette dialectique en tête, que nous ne nous contentons pas d'imiter les Etats-Unis. Des idées intéressantes peuvent y être glanées car c'est le principal marché dans le monde. Nous essayons de faire en sorte que les actionnaires reçoivent la meilleure information possible sur le marché français, mais également que les sociétés cotées soient placées sur un pied d'égalité par rapport au marché américain et au futur marché unique européen et que la concurrence soit respectée.

DANIÈLE GUEDJ

Merci Hubert.

Peut-être certains souhaiteront réagir ... J'aurais moi-même une question à laquelle vous répondrez tout à l'heure : Avez-vous la conviction que, aujourd'hui, ces évolutions sont vraiment propices à une confiance accrue de la part des investisseurs et, au fond, les émetteurs ne sont-ils pas placés devant un exercice en quelque sorte obligatoire sans pour autant qu'il y ait une vraie compréhension de la part des investisseurs ?



## Risques et Communication financière

Je vais passer maintenant la parole à Michel Léger et lui demander quel est maintenant le rôle des commissaires aux comptes dans l'élaboration des documents de référence et en quoi l'évolution de l'activité des commissaires aux comptes est conforme à cette transparence souhaitée par le législateur.

**MICHEL LEGER - MEMBRE DU HAUT CONSEIL DU COMMISSARIAT AUX COMPTES**

### **LA MISSION DU COMMISSAIRE AUX COMPTES DANS LE CADRE DE LA NOUVELLE LOI**

MICHEL LEGER

Effectivement, je ne vais pas reprendre l'historique, que Hubert Reynier vient de retracer. Il est vrai que les événements qui ont affecté, en 2002, les marchés financiers étrangers, essentiellement américains, ont provoqué des réactions très fortes de la part des régulateurs dans le monde entier. Ce sont les Américains qui, si j'ose dire, ont tiré les premiers. Ils ont dégainé très vite puisque, alors que les premiers événements ENRON se sont déroulés au début de 2002, la loi Sarbanes-Oxley date de juillet 2002. Compte tenu du volume de cette loi, on est impressionné par la vitesse avec laquelle le législateur américain a réagi.

Cette loi contient effectivement des dispositions assez spectaculaires, comme l'engagement personnel du CEO et du directeur financier sur la fiabilité et la sincérité des comptes qui sont produits. Le délit de publication de faux bilan - Hubert l'a rappelé - n'existait pas aux Etats-Unis avant la loi Sarbanes-Oxley. Les Américains l'ont donc introduit, avec la rigueur qui les caractérise. Alors qu'en France ce délit est passible d'une peine de prison d'une durée maximale de cinq ans, aux Etats-Unis, c'est beaucoup plus. La loi Sarbanes-Oxley a également rendu obligatoires les comités d'audit pour les sociétés cotées, a rendu obligatoires un rapport du président sur le contrôle interne et un rapport des auditeurs sur ce même contrôle interne.

Par ailleurs, elle a créé une race particulière d'individus qu'on appelle les whistleblowers. Dans toute entreprise, les collaborateurs peuvent, en toute impunité, dénoncer à la securities and exchange commission, la SEC, les dérives ou manquements aux lois et règlements qu'ils pourraient y constater.

C'est donc une loi volumineuse et sérieuse.

La France arrive en deuxième position avec la publication, le 1er août 2003, de la loi de sécurité financière. Cette dernière reprend un certain nombre des dispositions contenues dans la loi américaine. Cependant, elle est en effet moins répressive et plus légère. Nous y reviendrons dans quelques instants.

La commission européenne n'est pas en reste puisqu'un grand nombre de directives déjà votées ou en passe de l'être concernent l'information financière et l'audit. Hubert nous a parlé des directives " prospectus ", " abus de marché " et " transparence ".



## Risques et Communication financière

J'ajouterai la huitième directive - à l'état de projet -, qu'a rédigée la commission. Elle concerne le contrôle légal des comptes. Actuellement sur le bureau du Parlement européen, elle devrait être votée au cours des prochaines semaines. Elle aussi, en l'état actuel du projet, rendrait obligatoires, pour les sociétés cotées, les comités d'audit. Ses autres dispositions sont assez peu novatrices par rapport à celles qu'on retrouve dans la loi de sécurité financière.

Enfin, il est prévu la révision des quatrième et septième directives, a priori en 2006 ou 2007. Ce sont des directives comptables, qui prévoient que les entreprises, dans leurs rapports de gestion, devront consacrer des chapitres spécifiques à l'analyse des risques et au contrôle interne.

Des lois identiques existent ou sont en cours de préparation dans d'autres pays. Les Allemands ont promulgué la leur le mois dernier ; les Italiens et les Anglais y travaillent.

La majorité de ces textes ne fait pas la part belle à tous les acteurs de la chaîne sécuritaire. On s'aperçoit qu'il y a des privilégiés. Le management des entreprises, dans la loi Sarbanes-Oxley, a été gâté. La loi de sécurité financière, quant à elle, hormis quelques nouvelles obligations, est plus " soft " : les conseils d'administration, à mon avis, y ont été relativement épargnés ; les comités d'audit n'ont pas été rendus obligatoires ; les analystes financiers et les agences de notation sont évoqués, mais de manière moins spectaculaire que d'autres populations ; les banquiers ont totalement échappé, pour l'instant, à l'attention du législateur, quoiqu'ils participent assez largement, à travers des montages " déconsolidants ", au brouillard ambiant ; les avocats - maître de Roux n'est pas encore arrivé -, dont le lobbying est toujours très bien organisé, sont passés à travers les gouttes ; on ne parlait pas encore des assureurs - on commence seulement à en parler car, paraît-il, c'est une nouveauté, ils vendent des produits de lissage de résultats - ; quant aux commissaires aux comptes, on leur réserve les deux tiers du titre III de la loi, titre relatif à la transparence.

Concernant ces derniers, la loi a créé un Haut Conseil du commissariat aux comptes. Il n'existait pas auparavant puisqu'il se disait que cette profession était une profession heureuse, autorégulée. Pour les sociétés cotées, ce n'était pas tout à fait vrai dans la mesure où la COB contribuait depuis longtemps à notre soi-disant autorégulation... Maintenant, la profession est donc placée sous la tutelle de ce Haut Conseil, dont le rôle est d'assurer sa surveillance et de veiller au respect de la déontologie et de l'indépendance. Il comprend douze membres, nommés par décret en décembre 2003 : trois magistrats - dont un membre de la Cour de cassation, par construction président du Haut Conseil -, le président de l'AMF, un représentant du ministère des finances, un professeur des universités - un professeur de droit -, trois représentants des entreprises et trois commissaires aux comptes, dont votre serviteur.

Le Haut Conseil, depuis sa mise en place il y a un an, a déjà beaucoup travaillé. Nous avons émis un certain nombre d'avis, notamment sur le rapport du commissaire aux comptes consacré au contrôle interne, sur le renforcement des contrôles qualité, sur le code de déontologie de la profession et sur les relations avec ce que l'on appelle le PCAOB, qui est, schématiquement, l'équivalent américain créé par la loi Sarbanes-Oxley du Haut Conseil du commissariat aux comptes.



## Risques et Communication financière

Alors que le Haut Conseil français est une autorité administrative logée dans le budget du ministère de la justice, comprenant, en plus de ses douze membres, une poignée de permanents, les Américains n'ont pas fait les choses à moitié puisque le PCAOB compte déjà 350 collaborateurs. Ils envisagent de venir contrôler les dossiers des auditeurs pour l'ensemble des sociétés cotées aux Etats-Unis et leurs filiales. Dans la mesure où quarante groupes français sont cotés aux Etats-Unis, la menace de la visite des contrôleurs américains est assez importante et pose des problèmes juridiques considérables puisque les commissaires aux comptes sont liés par le secret professionnel. Nous ne pouvons pas, en conséquence, leur ouvrir nos dossiers. C'est un sujet tellement intéressant qu'il commence à mobiliser les ministères de la justice, des finances et des affaires étrangères ainsi que l'AMF.

La loi de sécurité financière, en outre, dispose que les normes d'exercice professionnel qu'utilisent les commissaires aux comptes pour la réalisation de leurs contrôles seront homologués par le ministère de la justice et que le nouveau code de déontologie, en cours de rédaction, fera l'objet d'une consécration par un décret en Conseil d'Etat. Elle renforce par ailleurs le contrôle qualité de la profession. De plus, elle aggrave les sanctions : en plus de l'avertissement, du blâme et de la radiation, une sanction intermédiaire est créée - à mon avis beaucoup plus efficace -, à savoir la suspension pour une durée déterminée. Précisons que cette sanction n'est applicable qu'aux seuls signataires des rapports, personnes physiques, et non à la personne morale. L'objectif est d'éviter qu'un certain nombre de grands cabinets cessent de fonctionner, ce qui ne manquerait pas de poser quelques problèmes aux entreprises que ces cabinets contrôlent.

La loi de sécurité financière a donné pour la première fois une définition des réseaux pluridisciplinaires : il s'agit d'entités ayant entre elles un intérêt économique commun. La plupart des commissaires aux comptes appartenant à des réseaux, la loi précise la façon dont l'activité de ces réseaux sera encadrée, en essayant de séparer un peu mieux les activités d'audit de celles de conseil.

Elle a également formalisé les rapports entre les commissaires aux comptes et l'AMF, obligeant les premiers à fournir à la seconde un certain nombre d'informations dans des situations précises - déclenchement de procédures d'alerte, refus de certifier les comptes, etc... La loi a prévu la publication des honoraires des commissaires aux comptes. Cette disposition s'appliquait déjà aux sociétés cotées.

C'est une recommandation de l'AMF qui a été étendue à l'ensemble des sociétés, y compris aux sociétés non cotées pour lesquelles les honoraires des commissaires aux comptes doivent être tenus à la disposition des actionnaires parmi les documents mis à disposition lors de l'assemblée générale.

Enfin, la loi a créé deux nouvelles obligations en matière d'information et de communication financière : d'une part, le rapport sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne, dont on a déjà parlé et dont on reparlera, d'autre part, l'obligation pour le commissaire aux comptes de justifier dans son rapport ses appréciations.



## Risques et Communication financière

L'idée prévalait que le rapport du commissaire aux comptes était une espèce de rapport d'un format standard, une figure imposée. Désormais, il est plus consistant : il explique un peu mieux les raisons motivant une certification sans réserves et détaille les contrôles effectués sur certains points sensibles.

Cette loi comporte bien d'autres dispositions applicables aux commissaires aux comptes. Je vous en ai citée les principales. Concernant, d'une part, l'information diffusée par les entreprises cotées sur les risques et le contrôle interne, d'autre part, le rôle des commissaires aux comptes par rapport à ces informations, le sujet est sinon flou, à tout le moins évolutif. Les concepts ont été introduits récemment. La communication sur les risques - Hubert Reynier l'a rappelé tout à l'heure - date de 2001. Le premier exercice d'application du rapport sur le contrôle interne date de 2003. Il faut réfléchir au rôle de chacun. Aussi attend-on avec impatience le rapport que l'AMF va consacrer au contrôle interne. Je pense qu'il précisera un certain nombre de points.

Les questions qui ne sont pas totalement résolues à ce jour, qui continuent à se poser, sont assez nombreuses. Ce rapport de contrôle interne doit-il être évaluatif ou non ? C'est un grand débat, dont vous avez dû entendre parler. Doit-on simplement se contenter de décrire les procédures qu'on a mises en place, sans se prononcer sur leur pertinence - j'estime, à titre personnel, que c'est une application un peu réduite du texte -, ou, comme les Américains l'exigent dans le cadre de la loi Sarbanes-Oxley, doit-on demander au président de la société non seulement de décrire les contrôles qu'il a mis en place, mais encore de les tester ?

En effet, ce n'est tout que de dire qu'un contrôle a été mis en place. Encore faut-il s'assurer que ce contrôle continue d'être appliqué. Par ailleurs, il faut se prononcer sur l'efficacité du système. En France, un grand débat a lieu. On trouve d'un côté les représentants des entreprises, les syndicats patronaux ; on trouve de l'autre côté l'AMF. Au milieu, les commissaires aux comptes ont compris qu'il valait mieux pour eux ne pas se prononcer, n'y ayant que des coups à prendre. Certes, nous sommes avant tout des spectateurs, mais des spectateurs attentifs. Toutefois, nous considérons qu'une position en faveur du caractère purement descriptif n'est pas tenable sur la durée.

En matière de contrôle interne, autre grande difficulté, il n'existe aucun référentiel en Europe et en France. Aux Etats-Unis, il existe un référentiel décrivant ce qu'est le contrôle interne, ce dont il se compose, comment il doit être appliqué - le COSO. Il est un peu dommage que nous n'ayons pas l'équivalent du COSO en France et en Europe. La raison en est que le COSO est de conception très américaine et nos esprits, quoique très cartésiens, ont un peu de mal à accepter cet excès de cartésianisme.

L'étendue de l'examen du commissaire aux comptes et l'étendue de la portée du rapport font également débat. En effet, aux Etats-Unis, tant le rapport du président que celui du commissaire aux comptes ne portent que sur les procédures relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière. En France, en revanche, alors que le rapport du commissaire aux comptes se limite à ce seul point, celui du président porte quant à lui, en principe, sur l'intégralité du contrôle interne mis en place.



## Risques et Communication financière

De plus, en France, la loi de sécurité financière s'applique à toutes les sociétés, cotées ou non cotées, alors qu'aux Etats-Unis, l'obligation d'un rapport sur le contrôle interne ne concerne que les sociétés cotées.

Ces sujets, que je vous sou mets en vrac, devront être tranchés assez rapidement, de telle façon que la France ne se retrouve pas en mauvaise position dans le concert international. Il faudra donc trouver des solutions convergentes.

Les obligations qui incombent au commissaire aux comptes, eu égard aux indications figurant dans le document de référence consacré aux risques, sont encore moins bien définies. Si l'entreprise décide de faire figurer cette partie relative aux risques dans l'annexe aux comptes, il n'y a aucune ambiguïté : l'annexe aux comptes fait partie des comptes annuels et c'est l'un des éléments qu'il doit prendre en compte dans son rapport de certification. En revanche, si cette partie constitue une rubrique séparée dans le document de référence, le commissaire aux comptes n'est pas tenu à la même obligation.

A l'instar de toutes les informations non directement comptables qui figurent dans le document de référence, le commissaire aux comptes a l'obligation d'en faire une lecture d'ensemble. Si, compte tenu de la connaissance qu'il a de la société, il considère que les informations présentées sont manifestement exagérées, trop optimistes ou erronées, il doit le signaler dans la formule qui précède la délivrance de son visa sur le document de référence.

Si les informations figurent dans le document de référence - et non dans le rapport annexe, par conséquent -, les contrôles seront moins approfondis que si elles figurent dans l'annexe aux comptes ou dans le rapport de gestion. En effet, le commissaire aux comptes est tenu de contrôler plus sévèrement le contenu du rapport de gestion que les autres informations figurant dans le document de référence.

Finalement, je crois qu'il y aurait une façon de mettre tout le monde à peu près d'accord. Philippe Marini, qui était rapporteur de la commission des finances du Sénat sur la loi de sécurité financière, a publié durant l'été un rapport d'information faisant le point sur cette loi un an après son adoption. Il suggère, à juste titre me semble-t-il, de rapprocher les deux obligations dans un document unique et de faire en sorte que ce document unique commence par une analyse détaillée des risques. Finalement, les procédures de contrôle interne que l'entreprise met en place n'ont d'autre objet que de pallier ces risques. Un premier chapitre serait consacré aux risques, un second aux procédures de contrôle interne.

La façon dont l'entreprise va décrire ses procédures de contrôle interne attestera qu'elle y croit. Le débat " évaluatif / appréciatif " tombera alors de lui-même, à mon avis.

Voilà ce qu'on peut dire sur la mission et autour de la mission du commissaire aux comptes dans le cadre de la nouvelle loi.

DANIÈLE GUEDJ

Merci. Je propose que l'on prenne quelques questions maintenant.



## Risques et Communication financière

# Débat

### ■ Question

Monsieur Reynier, vous avez indiqué que les banques entretenaient le brouillard, que les assurances vendaient des produits de lissage des résultats ; vous n'avez pas voulu vous prononcer sur l'efficacité des contrôles de la qualité de l'information, soulignant même qu'ils étaient moins approfondis.

Chaque société a ses propres critères pour appliquer une législation. On le constate tant en matière de contrôle - celui des ratios Cook des banques, par exemple - qu'en matière de ce qu'on appelle maintenant en français le " KWC ", pour la connaissance des clients.

Compte tenu que l'AMF prévoit de produire son propre rapport sur la qualité de l'information et sur les contrôles internes, ne serait-il pas souhaitable d'envisager un genre de label de qualité, type ISO 9000, émis par une entité indépendante, du type l'AMF ?

HUBERT REYNIER

Ce n'est pas moi qui ai parlé de brouillard et d'absence de contrôles !

Je comprends que vous vous interrogiez sur la possibilité d'interpréter diversement un texte. Cette diversité est naturelle dans un monde comptant autant de sociétés cotées. Par définition, dans toute économie ouverte et libérale, les avocats, les commissaires aux comptes, les sociétés cotées elles-mêmes auront toujours la possibilité d'interpréter un texte et de l'appliquer en fonction de leur propre réalité individuelle. Comme vous l'avez très bien dit, le législateur a voulu, en quelque sorte, " boucler la boucle ".

L'AMF, au moyen de son rapport public, essaie de remettre chaque année le marché dans la bonne direction, fait, si nécessaire, des recommandations et, surtout, tente de faire naître les meilleures pratiques et de tirer les meilleurs interprétations des textes afin de susciter les bons exemples. C'est une logique de pédagogie et d'exemplarité. C'est une bonne méthode de travail entre une place et un régulateur.

Nous ne disposons pas des compétences juridiques pour nous lancer dans une procédure ISO. Il existe des instituts spécialisés. D'ailleurs, certaines entreprises ont commencé à mettre en place des procédures ISO de contrôle interne. On n'a pas besoin de l'AMF pour ce faire. Je ne crois pas que nous ayons vocation à labelliser les " labellisateurs ".



## Risques et Communication financière

Il est toutefois important de savoir que cette opportunité existe et il n'est pas indifférent que l'émetteur ait fait l'effort de faire appel à ce genre de technologies pour assurer les actionnaires que les procédures de contrôle suivent des règles de bonne pratique.

Je mettrai cependant un bémol à ce que j'ai dit, non pour dire que tout va mal et que nous sommes en plein brouillard mais pour dire tout simplement que toutes les procédures ont leurs limites. Les procédures ISO n'échappent pas à cette règle. Il est très bien et très important que les émetteurs les mettent en œuvre. Cependant, ce qui compte, c'est avant tout l'intention, la moralité du dirigeant et l'importance qu'il accorde à l'exercice de transparence. Il est essentiel qu'il prenne celui-ci très au sérieux, qu'il considère que c'est un acte pédagogique fort vis-à-vis d'investisseurs qui lui font confiance.

Si notre rôle est d'encourager les procédures et leur mise en vigueur, il est aussi de veiller à ce que cet exercice soit bien compris, tant intellectuellement que moralement. Dans cette affaire, c'est l'homme qui est le plus important. Les conseils d'administration et les dirigeants doivent considérer que les procédures ne suffisent jamais et que la confiance qu'auront leurs investisseurs dans l'entreprise qu'ils dirigent, naîtra de leur implication personnelle dans leur entreprise.

MICHEL LEGER

Vous avez bien compris que le passage de mon intervention auquel il a été fait allusion visait à préciser, peut-être de manière trop ironique, que les commissaires aux comptes avaient été trop " gâtés " par rapport aux autres acteurs.

Tout ce dont il est question - communication sur les risques, communication sur le contrôle interne, etc. - correspond très bien à ce dont les investisseurs ont besoin en matière de communication sur les données qualitatives autres que financières pour mieux apprécier la façon dont l'entreprise est organisée.

Je crois néanmoins que des efforts restent à faire. Des codes de bonne conduite doivent être définis sur un certain nombre de sujets. L'AMF en est parfaitement consciente et s'en occupe - je m'en suis entretenu avec Hubert Reynier avant que la table ronde ne commence. Je ne veux pas redire ce que ce dernier vient de dire très bien, mais l'éthique de l'ensemble des acteurs est effectivement fondamentale. Aucune procédure ne saurait la remplacer. Il faut aussi être conscient que le " risque zéro " n'existe pas.

### ■ Question

Monsieur Léger, vous dites, avec raison, que les commissaires aux comptes ont été bien " gâtés " par la loi de sécurité financière. Quelle a été leur réaction ? Plus précisément, n'avez-vous pas l'impression qu'ils sont devenus très frileux et que leurs contrôles se sont standardisés ? Avant, une certaine souplesse était possible.



## Risques et Communication financière

Aujourd'hui, les contrôles sont effectués selon des standards renforcés qui n'offrent aucune marge de manœuvre. Surtout, n'avez-vous pas le sentiment que les commissaires aux comptes se sont reposés davantage sur les émetteurs, en renforçant les lettres de représentation, en imposant aux dirigeants des sociétés de faire un nombre croissant de déclarations et, finalement, en reportant sur ces derniers ce que la loi leur impose ?

Je ne mets pas en cause totalement ce report - il est en partie légitime. Cependant, n'est-il pas un peu excessif ?

MICHEL LEGER

C'est une excellente question. Je pense que le report sur les émetteurs est légitime dans la mesure où, les commissaires aux comptes ayant une fonction de contrôle, il leur faut demander aux émetteurs de préparer les éléments dont ils devront disposer. Vous savez qu'il est interdit au commissaire aux comptes de préparer ces éléments.

Le débat relatif à la frilosité des commissaires aux comptes est très vaste. Il fait couler beaucoup d'encre au Royaume-Uni. La commission européenne, dans le cadre de la préparation de la huitième directive, s'en est emparée.

Ce débat porte sur l'éventuelle limitation de la responsabilité des auditeurs. Les auditeurs sont terrorisés par leur responsabilité possiblement quasi illimitée, notamment du fait d'actions d'actionnaires américains. Je ne parle pas seulement de sociétés cotées à New York. Je parle des sociétés françaises car les fonds de pension sont très présents dans leur actionariat. Ils sont terrorisés par ce qui est arrivé à l'un des Big five, qui a disparu purement et simplement du jour au lendemain.

Cela les incite à être extrêmement prudents et à ne pas sortir des sentiers normés, balisés et battus. Je pense que c'est une réflexion qu'il faudra mener car s'ils continuent à avoir l'impression de jouer à la roulette russe dans l'exercice de leurs missions, les commissaires aux comptes continuent à être frileux. De surcroît, cela pourrait aussi, à terme, limiter l'attractivité de la profession pour les jeunes talents.



## Risques et Communication financière

# Interventions : 2ème partie

DANIÈLE GUEDJ

Je passe maintenant la parole à Daniel Lebègue, qui va nous parler du rôle des administrateurs et des comités d'audit.

### **DANIEL LEBEGUE - PRESIDENT INSTITUT FRANCAIS DES ADMINISTRATEURS LES ADMINISTRATEURS INDEPENDANTS ET LES COMITES D'AUDIT FACE AUX RISQUES**

DANIEL LEBEGUE

Je voudrais d'abord rappeler quelles sont les missions et les responsabilités imparties aux conseils d'administration dans tous les systèmes de droit, tant dans la common law anglo-saxonne que dans notre droit germano-latin.

Partout, les missions et les fonctions du conseil d'administration sont approximativement les mêmes. Les principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE énumèrent les quatre fonctions essentielles du conseil : le conseil contribue à définir la stratégie de l'entreprise et en contrôle la mise en œuvre - fonction stratégique - ; il nomme les mandataires sociaux, évalue leur performance et détermine leur rémunération ; il s'assure de la fiabilité des comptes publiés par la société et de la qualité de l'information financière donnée aux actionnaires et au marché ; enfin, il s'assure ou se porte garant de la fiabilité du dispositif de contrôle interne, c'est-à-dire de la manière dont l'entreprise suit ces risques et veille à respecter partout où elle travaille dans le monde les lois et règlements.

Deux de ces fonctions ont trait au sujet qui nous réunit ce matin : communication financière et suivi des risques.

Dans pratiquement tous les pays du monde, pas seulement aux Etats-Unis et en France, au cours des cinq dernières années, le droit des sociétés a été modifié, complété, notamment pour réaffirmer ou rappeler quelles sont les responsabilités du conseil et des administrateurs. Je dis dans tous les pays du monde puisque, au cours des deux dernières années, l'Italie, l'Espagne, le Brésil, la Chine, le Japon, les pays scandinaves et, évidemment, la France ont récrit leurs lois sur les sociétés. Ce sont des exemples. Ce phénomène n'est pas propre à la France - loi de sécurité financière - ou aux Etats-Unis - loi Sarbanes-Oxley.



## Risques et Communication financière

On observe partout dans le monde une dynamique consécutive à des accidents que chacun a en tête, mais pas seulement à cela. Cette dynamique vise à répondre aux attentes des investisseurs professionnels et individuels et à celles des marchés. Plus de transparence, une meilleure qualité de l'information financière, plus de sécurité aussi. Fondamentalement, la corporate governance, c'est la recherche d'un meilleur équilibre entre l'efficacité de la gestion, indispensable, et la sécurité minimale. On n'opère pas dans un monde sans risques. Les investisseurs ont droit à ce que ceux qui gèrent les entreprises dont ils sont les propriétaires le fassent avec un sens aigu des risques qu'ils prennent et qu'ils font courir à ceux qui sont les propriétaires des sociétés, à savoir les actionnaires.

Voilà le cadre.

Quand on parle de la gouvernance d'entreprise, souvent c'est une litanie de règles, de sanctions. C'est un exercice punitif. On vous explique tout ce qui peut vous arriver devant des magistrats, principalement, en termes de responsabilité, etc. Cependant, la gouvernance n'est pas que cela. C'est comme le management, c'est comme la gestion d'entreprise en général : c'est la recherche des bonnes pratiques, des bons comportements qui permettront d'améliorer ou de contribuer à améliorer la performance d'une entreprise. A ce titre, la gouvernance est une matière vivante que, de surcroît, je trouve pour ma part amusante.

Comment les conseils d'administration - à tout le moins ceux que je connais - s'organisent-ils pour exercer leur fonction de contrôle des comptes et de surveillance des risques ? La loi nous a donné une responsabilité. Comment nous mettons-nous en situation de bien exercer cette responsabilité, ce qui n'a pas toujours été le cas par le passé, dans tous les conseils et dans tous les pays ?

Il faut bien avoir à l'esprit que les conseils d'administration, aujourd'hui, travaillent énormément, sur un plan quantitatif. Ce qu'on attend désormais des administrateurs, aux plans du professionnalisme, de la rigueur et de l'engagement, n'a rien à voir avec la manière dont beaucoup d'administrateurs concevaient leur fonction il y a dix ou vingt ans.

En moyenne, pour les sociétés cotées à la bourse de Paris, au CAC 40 ou à l'indice général SBF-120, le conseil se réunit sept fois par an, chaque réunion durant une demi-journée ; le comité d'audit se réunit lui-même en moyenne sept fois par an, la réunion durant entre une demi-journée et une journée entière. On travaille donc beaucoup.

Travaille-t-on bien ? On essaie. Pour ce faire, on réunit dans les conseils et dans les comités d'audit des hommes et des femmes qui ont la compétence, la disponibilité et la liberté d'esprit pour bien exercer cette fonction de contrôle ou de surveillance des comptes et des risques. Les comités d'audit comptent entre trois et cinq membres. Le rapport Bouton a posé la règle, que je trouve excellente, selon laquelle les comités d'audit des sociétés cotées, dont le capital est ouvert, qui ont des minoritaires, doivent être majoritairement composés d'administrateurs indépendants du management, n'ayant pas d'intérêt direct, ni commercial, ni salarial, ni familial, dans l'entreprise ou avec ses dirigeants. Il a aussi posé la règle selon laquelle le président du comité d'audit doit être l'un d'entre eux.



## Risques et Communication financière

Il y a débat. Qu'est-ce qu'un administrateur indépendant ? Un administrateur compétent n'est-il pas préférable ? Comme si l'on ne pouvait pas être à la fois compétent et indépendant... Il est donc important que ceux qui exercent cette fonction de surveillance puissent bénéficier d'une pleine liberté.

Cela ne signifie certainement pas qu'ils sont contre les dirigeants. Ils cherchent avec les dirigeants où est l'intérêt social de l'entreprise, comment optimiser le jeu des acteurs, des dirigeants, des administrateurs, des actionnaires. On travaille dans cet esprit. En même temps, pour apprécier si les risques sont bien évalués, couverts, provisionnés, il faut être totalement indépendant d'esprit et compétent.

Il faut, par exemple, savoir lire des comptes ou avoir un minimum d'expérience en matière de gestion des risques. Voilà le type de profil que l'on attend dans un comité d'audit. On n'est pas obligé d'être comptable ou expert-comptable de naissance pour être dans un comité d'audit. Si l'on ne l'est pas, on se forme.

Par exemple, en 2004, on apprend les nouvelles normes comptables, les normes IFRS, pour comprendre de quoi l'on parle dans un conseil d'administration.

Donc, un comité d'audit, si possible bien composé, et qui travaille bien, qu'est-ce que cela veut dire ? Point fondamental, les administrateurs et, notamment, les membres d'un comité d'audit doivent avoir accès de manière complète à l'information utile à l'exercice de leur fonction de contrôle.

Les dossiers d'un comité d'audit sont des dossiers très volumineux. En moyenne, un tel dossier - je parle sous le contrôle de deux secrétaires de conseils d'administration auxquels j'appartiens - compte 250 pages, si l'entreprise n'est cotée qu'à Paris. Si elle est aussi cotée à New York, le volume est double.

Tous les deux mois environ, on reçoit un dossier comptant entre 250 et 500 pages. Cela est-il suffisant pour bien faire son travail de superviseur, d'évaluateur ? Non, cela ne suffit pas. Ce sont des matériaux bruts, qu'on analyse.

On sait, par habitude, quels en sont les éléments importants. Les administrateurs qui exercent la fonction de surveillance ont besoin d'avoir accès à d'autres sources d'information et de s'adresser à d'autres acteurs qui, eux-mêmes, prennent part à la fonction de surveillance et de contrôle. Je veux parler, en premier lieu, des commissaires aux comptes. Ils doivent avoir avec le comité d'audit - et réciproquement - une relation transparente, confiante, sans aucun non-dit de part et d'autre.

Quand je préside un comité d'audit, j'attends des commissaires aux comptes qu'ils fassent part, loyalement, de toutes leurs interrogations, de toutes les difficultés qu'ils pressentent en termes d'analyse des comptes et des risques. Cette relation est fondamentale.



## Risques et Communication financière

Le comité d'audit entretient aussi une relation très étroite avec les équipes d'audit interne de l'entreprise. Jacques Calvet, qui préside plusieurs grands comités d'audit, parle du " triangle d'or " comité d'audit / auditeurs externes / auditeurs internes. Il a complètement raison. C'est dans le bon fonctionnement de ce triangle que réside, pour l'essentiel, l'exercice de la fonction d'audit.

De plus, quand on est administrateur, il faut consacrer du temps à la mise à jour de ses connaissances, à sa formation, à l'évaluation - avec les collègues - du travail qu'on fait. Une fois par an, il faut se poser la question : " le conseil et le comité d'audit fonctionnent-ils bien ? ". Si tel n'est pas le cas, il faut alors en tirer les conclusions, en modifiant éventuellement la composition du second. Dans certaines sociétés, il sera peut-être nécessaire de mettre à la disposition du comité d'audit un budget si lui-même a besoin de recourir à des expertises extérieures.

Quels sont les points qui requièrent la vigilance des administrateurs en matière de comptes et de risques ?

C'est très simple à énoncer mais il faudrait une heure pour développer : la géographie, la photographie des risques de toute nature de l'entreprise - qu'on doit bien connaître et bien suivre -, les provisions, les engagements hors bilan, la situation présente et future des liquidités - dans deux cas sur trois, des entreprises " vont dans le mur " parce que leurs problèmes de trésorerie n'ont pas été anticipés à un an ou deux ans -, le contrôle de conformité - quels moyens l'entreprise s'est-elle donnée pour respecter les lois, les règlements, la déontologie, les usages professionnels, les règles éthiques qu'elle a elle-même définies, par exemple dans le domaine de la fraude, de la corruption, du blanchiment -, quel dispositif l'entreprise met-elle en place pour simplement bien appliquer les normes qui s'imposent à elle ?

Voilà ce que sont, très rapidement, les bonnes pratiques d'un conseil, d'un administrateur, d'un membre d'un comité d'audit dans le registre du suivi des risques, du contrôle des comptes.

Nous sommes convaincus que c'est utile - pour ma part, je le suis, et j'aimerais vous en convaincre aussi -, que l'on contribue, ce faisant, à la meilleure performance économique et à une gestion plus sécurisée de l'entreprise.

La gouvernance ne consiste pas seulement à remplir des cases, à respecter des règles, à appliquer des procédures ou décréter des sanctions - certes, c'est sans doute nécessaire, on a besoin du droit pénal pour vivre, y compris dans les sociétés démocratiques. La gouvernance, c'est plus que cela ! C'est veiller à ce que le conseil d'administration exerce ses responsabilités au mieux de l'intérêt de l'entreprise.

DANIÈLE GUEDJ

Je me tourne vers Colette Neuville qui répondra peut-être à la question qui a été posée tout à l'heure.



## Risques et Communication financière

COLETTE NEUVILLE - PRESIDENTE ADAM

### LES ACTIONNAIRES MINORITAIRES : QUEL BESOIN D'INFORMATION ? QUEL LEVIER D'ACTION ?

COLETTE NEUVILLE

J'approuve totalement la plupart des propos de Daniel Lebègue. La gouvernance, en effet, consiste avant tout à rechercher les moyens et méthodes pour rendre l'entreprise la plus performante possible. Mais il ne faut pas oublier les propriétaires du capital. Le sujet d'aujourd'hui porte sur les risques de la communication financière et j'ai eu, jusqu'à présent, le sentiment qu'on essayait plutôt d'évaluer les risques encourus par ceux qui sont chargés de donner l'information financière, autrement dit les émetteurs, plutôt que les risques pourtant majeurs - puisque ce sont leurs capitaux qui sont en jeu - encourus par les investisseurs qui sont propriétaires des capitaux investis.

Placés en situation d'asymétrie d'information par rapport aux émetteurs, ils n'ont d'autre moyen d'apprécier l'opportunité d'investir ici plutôt qu'ailleurs, que l'information qui leur est donnée à la fois sur la rentabilité, et maintenant sur les risques.

L'information sur les risques est récente. Pourquoi s'est-elle brusquement développée ? Probablement parce qu'au cours des dernières années on a assisté à une série d'erreurs de stratégie et de catastrophes financières qui ont fait prendre conscience de la nécessité pour les entreprises de mieux identifier leurs risques et d'en informer le marché.

On a aussi assisté à de regrettables dérives, à de véritables scandales en matière d'information financière et comptable, notamment aux Etats-Unis avec les affaires Enron et toutes celles qui l'ont suivies sans véritablement discontinuer puisque de nouveaux scandales apparaissent encore... la réaction ne s'est pourtant pas fait attendre, qu'il s'agisse de la loi Sarbanes-Oxley ou de la loi de sécurité financière. Ce vocable " sécurité financière " est d'ailleurs susceptible d'induire en erreur. Par définition, quand on investit dans une entreprise en tant qu'actionnaire, on prend des risques. C'est le propre de l'investissement boursier. Gérer une entreprise consiste à gérer des risques afin de rentabiliser le capital investi. Plus les risques sont élevés, plus les profits, ou les pertes, peuvent être importants. C'est dans la prise de risques calculés que réside le moteur du capitalisme et non dans la " sécurité financière".

Mais si les actionnaires acceptent par principe le risque de l'entreprise, en revanche, ils n'ont pas à accepter d'être trompés.

Je souscris ainsi pleinement pour ma part à l'un des fondements du droit des sociétés américain, à savoir le devoir de loyauté, devoir qu'on retrouve aussi dans notre droit puisque, à plusieurs reprises, la Cour de cassation a estimé qu'il s'imposait aux dirigeants.



## Risques et Communication financière

Accepter les risques de l'entreprise ne signifie pas davantage que l'on accepte que ses dirigeants n'aient pas convenablement inventorié les risques qu'ils prennent avec l'argent des autres.

A cet égard, je voudrais souligner la différence que l'on constate entre les sociétés à capital familial et les autres.

Certains indices montrent très clairement que la rentabilité est meilleure et que les risques pris, notamment en matière d'endettement, sont bien moindres dans les groupes familiaux que dans les autres entreprises. Le comportement des dirigeants est vraiment différent selon qu'ils prennent des risques avec leur propre argent ou avec celui des autres. A mon sens, cela doit conduire à s'interroger sur la notion d' " administrateur indépendant ". La présence de quelques administrateurs 'extérieurs' apporte certainement dans un conseil d'administration un regard intéressant ; néanmoins, il est indispensable qu'un conseil d'administration comprenne des personnes dont le patrimoine ou, à défaut, la responsabilité patrimoniale personnelle sont engagés.

Le législateur, comme l'a rappelé M. Hubert Reynier, a posé de nombreuses obligations en matière d'information. Et ce, bien avant les années 2000 - ayant trait à l'information périodique et permanente. Elles ont été singulièrement renforcées, d'une part, par la loi NRE, notamment en matière de risques sociaux et environnementaux, de conventions réglementées et de comptes consolidés, d'autre part, par la loi de sécurité financière, qui est en quelque sorte la transposition, dans un registre différent, de la loi Sarbanes-Oxley. Et les exigences de transparence vont être encore accrues par la transposition d'un certain nombre de directives européennes.

Tous ces textes se superposent les uns aux autres et les obligations qui en résultent ont pour conséquence la production d'une quantité énorme d'informations. Finalement, le danger et le risque pour l'investisseur résultent aussi de cette accumulation d'informations : il est difficile de distinguer entre celles qui sont véritablement importantes et celles qui ne le sont pas.

Cette abondance d'informations confère une grande importance au métier d'analyste. Un document de référence fait au minimum trois cents pages ; les notes d'information relatives aux opérations financières en font tout autant dans leur version intégrale. D'où l'importance du métier d'analyste dont on attend non seulement des analyses, mais aussi des synthèses. Ce qui intéresse l'investisseur, c'est de savoir ce qui est important et ce qu'il faut retenir d'essentiel.

On ne peut pas malheureusement attendre beaucoup d'information - et c'est regrettable - de la part des commissaires aux comptes dans la mesure où leurs rapports et leurs opinions sont normalisés. Quand des observations ou des réserves sont émises sur les comptes, il est généralement trop tard. Je voudrais néanmoins signaler une information intéressante, qui résulte de la loi de sécurité financière et que l'on peut quelquefois trouver dans ce nouveau rapport que les commissaires aux comptes doivent faire sur le rapport que la direction doit dorénavant rédiger sur le fonctionnement du conseil d'administration et l'audit interne.



## Risques et Communication financière

Certains commissaires aux comptes indiquent dans ce " rapport sur le rapport " que, compte tenu de l'annexe x, y ou z des comptes, ils n'ont aucune observation à formuler. C'est un moyen indirect pour les commissaires aux comptes de pointer une information intéressante dans les annexes aux bilans.

Je voudrais faire encore une remarque sur la description des risques que l'on trouve maintenant dans le rapport sur l'audit interne ainsi que dans le chapitre du document de référence qui leur est consacré, les deux ne faisant pas encore l'objet d'une synthèse. Il ne faudrait pas que l'énumération des risques et leur description permettent aux émetteurs de s'exonérer de leurs responsabilités au motif, comme on le voit dans les documents américains, qu'il a été fait mention de toutes les catastrophes susceptibles de se produire et que, par conséquent, s'il s'en produit une, il ne soit plus possible de se retourner contre qui que ce soit, sous prétexte que l'information a été donnée. On aboutirait alors au résultat inverse à celui recherché dans la loi de sécurité financière : plus les risques seraient décrits et moins on pourrait faire jouer les responsabilités.

C'est pourquoi il faut s'orienter vers un rapport évaluatif et ne pas se contenter d'un rapport descriptif : la direction s'est-elle donné les moyens de faire face aux risques qu'elle décrit ? Certes, les dirigeants des sociétés n'ont pas une obligation de résultat ; mais ils ont une obligation de moyens. Face à l'avalanche de risques qu'ils décrivent, quels moyens ont-ils mis en œuvre pour y faire face ? La question de la responsabilité est essentielle.

Mais qu'arrive-t-il si l'émetteur respecte mal ou ne respecte pas ses obligations d'information, s'il pêche par omission, s'il ne met pas en place les moyens nécessaires pour exercer son métier, sa gouvernance ? C'est là que le dispositif pêche. Bien que les obligations d'information aient été renforcées, il ne se passe pas grand-chose lorsqu'un dirigeant, un commissaire aux comptes, un analyste ou toute autre personne exerçant une responsabilité dans la chaîne de l'information induit en erreur l'investisseur.

Tant que les dirigeants et administrateurs n'auront pas à répondre de leurs fautes, il sera très difficile de rétablir la confiance.

DANIÈLE GUEDJ

Merci. On va peut-être faire réagir l'homme de loi, Xavier de Roux.



## Risques et Communication financière

### XAVIER DE ROUX - VICE-PRESIDENT COMMISSION DES LOIS ASSEMBLEE NATIONALE L'ESPRIT DE LA LOI. ROLE DE LA PUISSANCE PUBLIQUE VIS A VIS DE L'ENTREPRISE CITOYENNE

XAVIER DE ROUX

Je vous ai écoutés avec beaucoup d'intérêt, mais le législateur reste perplexe. Si l'on remonte à une dizaine d'années, la mode était à la dérégulation, au retour du contrat dans l'entreprise, à la dépénalisation. Bref, nous croyions en un marché serein.

C'est ainsi qu'ont été créées, par exemple, les sociétés anonymes simplifiées. Nous nous battions alors pour un marché libéré et un libéralisme sans entraves. Quelques catastrophes financières ont effectivement défrayé la chronique et affolé tout le monde.

Si chacun connaît celle d'ENRON, il en existe bien d'autres, qui seront connues d'ici peu. Le législateur a été saisi - en France et ailleurs, le marché des capitaux étant mondial - pour redonner confiance au marché.

N'oublions pas que la plus grande insécurité s'est fait jour sur le marché que l'on considérait comme étant le mieux organisé et le mieux protégé. On avait foi dans les acteurs qui protégeaient ce grand marché. Quand on a vu disparaître de la place l'une des premières maisons d'audit du monde, d'un coup de baguette magique, il est évident que les investisseurs, avant toute régulation, se sont demandé quels étaient les acteurs, les opérateurs, leur apportant une sécurité juridique.

Quels sont les chiens de garde du marché auxquels on peut faire confiance ? La loi ? Des opérateurs fiables ?

On n'a pas attendu ENRON pour connaître d'autres scandales, tels celui de la Compagnie du Mississippi et celui du canal de Suez. Tout cela est vieux comme le monde. Depuis toujours, les techniques juridiques courent après les friponneries humaines, sans d'ailleurs jamais les rattraper.

On passe de la dépénalisation réclamée à cor et à cri il n'y a pas si longtemps à la responsabilité des administrateurs - Mme Neuville vient de nous en parler. Puisqu'il faut faire semblant de mettre de l'ordre dans tout cela, on a en effet adopté la loi de sécurité financière ; on a créé, au sein de la commission des lois de l'Assemblée nationale, une mission d'information, fort savante, à laquelle j'ai l'honneur d'appartenir.

Quelles informations faut-il communiquer aux investisseurs ? Vous disiez, monsieur Lebègue, qu'ils sont propriétaires de l'entreprise. Je ne suis pas certain, pour ma part, que les investisseurs se comportent comme les propriétaires d'une entreprise.



## Risques et Communication financière

Les grands fonds d'investissement, fort critiqués au demeurant - probablement à tort dans la mesure où les fonds de pension ont vocation à servir les retraites de leurs ressortissants ; aussi, on ne peut pas leur reprocher de " faire " de l'argent à court terme : devant chaque mois servir des pensions, ils sont obligés de sortir de l'argent de là où ils investissent -, ne se comportent pas du tout comme des propriétaires. Ils se comportent simplement comme des agents qui, pour remplir leur office, apportent des fonds sur un vaste marché financier.

Qui sont les actionnaires ? Quel est leur rôle ? Ne se situe-t-on pas très loin de la conception traditionnelle de la société, à savoir un pacte, nécessairement risqué, associant des gens en vue de faire quelque chose ? Le risque est inhérent à l'investissement ou au choix que l'on fait lorsqu'on crée une affaire.

On en est très loin. D'un côté, les entreprises ont besoin de plus en plus de capitaux sur un marché mondial unifié ; d'un autre côté, les investisseurs ne se comportent plus du tout comme des propriétaires " à risques " mais simplement comme des épargnants. Ce n'est pas exactement la même chose.

L'épargne et la propriété, ce n'est pas tout à fait la même chose. Le législateur fait le grand écart pour protéger un marché de capitaux qui doit être le plus transparent possible. Son premier objectif, par l'entremise des régulateurs comme l'AMF, c'est de faire en sorte que le marché soit transparent, que de bonnes informations soient diffusées.

Cependant, et vous le disiez avec raison, les bonnes informations, c'est un peu comme les notices sur les médicaments depuis que la responsabilité médicale s'est envolée : quand vous prenez un médicament, lisez la notice et vous verrez que vous risquez à peu près tout, même avec un tube d'aspirine. Pour un investisseur, c'est à peu près la même chose, vous risquez à peu près tout en investissant mais vous investissez quand même parce tout le monde sait que ces mises en garde sont de nature verbale ou littéraire, pour tenter de dégager une responsabilité que, de toute façon, on ne dégagera pas de la sorte.

Je vais revenir sur un point soulevé à juste titre par Mme Neuville : la responsabilité de l'administrateur, propre à la France d'ailleurs.

Pourquoi l'administrateur est-il toujours poursuivi pénalement en France ? Il l'est difficilement civilement. La Cour de cassation a inventé cette chose étrange qui s'appelle en latin l'action ut singuli. Lorsqu'un actionnaire est lésé par la gestion de la société ou de l'entreprise - et donc par le conseil d'administration -, il peut bien sûr engager des poursuites civiles. Auquel cas il agit non pour son compte propre mais pour le compte de l'entreprise.

Si des dommages et intérêts sont obtenus, ils sont alors reversés non dans la poche de l'actionnaire lésé mais dans la caisse de l'entreprise qui, généralement, se trouve souvent en mauvaise position et doit un peu d'argent. Cet argent revient généralement aux autres créanciers et non aux actionnaires, qui sont généralement les derniers créanciers de dernier rang de l'entreprise.



## Risques et Communication financière

Un long débat a eu lieu sur ce point récemment à l'Assemblée. C'était à l'occasion de la discussion de l'amendement Houillon qui visait à revenir sur cette jurisprudence de la Cour de cassation en permettant qu'une action civile puisse être engagée directement contre le conseil d'administration. Si tel était le cas, cela simplifierait les choses et contribuerait sans doute à dépenaliser notre vie d'entreprise, ce dont beaucoup de monde est demandeur. En effet, je pense que, de ce côté-là, on en fait toujours trop. Cet amendement a d'ailleurs été repoussé par le Gouvernement. La mission d'information l'a repris dans ses conclusions.

Il y a là probablement une voie vers une responsabilité civile plus directe du conseil d'administration devant ses actionnaires. On essaie de faire en sorte que l'administrateur, si je puis dire, soit sur une sorte de nuage. Je veux bien qu'il soit dégagé de toute contingence et qu'il soit indépendant mais - on ne va pas engager une nouvelle querelle - ce sont des notions très difficiles à manier.

Qu'est-ce que l'indépendance ? Le rôle d'un administrateur, très clairement, est d'assurer la stratégie de l'entreprise, de nommer son organe exécutif et de veiller à l'application des décisions prises collégalement. Un administrateur n'est pas vraiment indépendant. On a voulu le créer ainsi à cause de certaines dérives. C'est évidemment un leurre. Les actions de grandes entreprises cotées en bourse perdaient jusqu'aux deux tiers de leur valeur.

En même temps, la rémunération des mandataires sociaux ne cessait d'augmenter. C'était un peu difficile à accepter pour les actionnaires, d'autant plus que les rémunérations versées par certaines sociétés aux principaux mandataires sociaux ne représentent pas une petite part des résultats de l'entreprise, surtout quand ces résultats commencent à ne plus être très brillants.

Le vrai problème - qui demeure - est celui de la transparence de cette rémunération. En France, on adore savoir combien gagne l'autre et dissimuler ce qu'on gagne soi-même. Notre relation à l'argent est extrêmement hypocrite. C'est dans la tradition de notre pays, probablement en raison de son côté agricole et paysan : on cache ses sous dans des boîtes de conserve, la curiosité pousse à savoir combien gagne tel ou tel autre. Ceci étant, cette curiosité mise à part, il est certain que tout le monde connaissait les mécanismes de rémunération des dirigeants sociaux tels qu'il ont été définis. Dès lors, on n'avait pas besoin d'une mission d'information parlementaire. Il est vrai, cependant, que celle-ci a rendu publics ces mécanismes.

Tout cela est lié à des comportements à court terme. En effet, où est l'indépendance lorsque le management se fait davantage dans l'intérêt personnel et immédiat des dirigeants ? Certes, ce n'est pas constitutif d'une faute pénale.

Il n'en demeure pas moins que, par ce comportement, on regarde d'abord ce qu'on gagne soi-même avant de savoir ce qu'on fait gagner aux autres. Par conséquent, il ne serait peut-être pas inopportun que les commissaires aux comptes soient plus clairs sur ces conditions de rémunération dans les notes aux actionnaires.



## Risques et Communication financière

La rémunération ne se limite pas seulement aux stocks options. En font partie les dispositions contenues dans les contrats - les clauses de rentrée, de sortie, etc -, choses bien connues, bien souvent hors bilan et n'apparaissant pas du tout alors même qu'elles peuvent n'être pas négligeables pour l'entreprise.

Cette question a donné lieu à un long débat. C'est peut-être pour cette raison qu'on parle toujours d'entreprise citoyenne. Pourquoi les actionnaires ne joueraient-ils pas le rôle d'électeurs de base et ne fixeraient-ils pas eux-mêmes la rémunération de leurs dirigeants ? Cette idée a heureusement été combattue. Il ne faut pas tout mélanger. Je ne crois pas qu'une entreprise soit assimilable à une démocratie.

Le pacte d'entreprise contient une part de risque inhérente, qui ne dépend pas de la majorité. Il est bien certain que la minorité doit avoir juridiquement des moyens de se faire entendre, les moyens de procéder à des vérifications, les moyens d'avoir accès aux comptes en toute transparence. Probablement faut-il améliorer la façon dont elle peut engager la responsabilité civile des administrateurs.

Personnellement, je considère que le mouvement de balancier est allé très loin, à la suite de la loi Sarbanes-Oxley. Nous le constatons dans les législations qui ont été adoptées non seulement en Europe mais encore dans le reste du monde. Je crois qu'il ne faut pas aller trop loin. Ce n'est pas en " surlégiférant " qu'on règlera des problèmes qui sont finalement des problèmes comportementaux vieux comme le monde.

Il y aura toujours des gens qui agiront dans leur intérêt personnel, il y aura toujours des fripons. Notre droit, me semble-t-il, est depuis très longtemps suffisamment armé pour remédier à ces situations. Il n'est pas nécessaire de faire des lois comme on fait des tracts électoraux : dès qu'une situation de crise intervient, on fait une loi de circonstance dont l'application est ensuite très problématique. Généralement, cela se termine par la critique des juges, qui sont en charge de l'appliquer. La justice, qui cesse alors d'en être la bouche, aura tendance à interpréter la loi et à devenir une justice folle, une justice en perdition, une justice exagérée.

Trop de droit tue le droit. Il faut savoir raison garder et c'est pour cela que la mission d'information menée à l'Assemblée nationale sur cette question va très certainement décevoir. En effet, après avoir longuement médité sur les conséquences de la loi de sécurité financière, elle a estimé que, finalement, cette loi n'était pas si mauvaise, seules deux dispositions - la responsabilité civile et une meilleure information de l'actionnaire sur la rémunération des dirigeants - nécessitant d'être revues. Telles ont été les conclusions de nos travaux.

DANIÈLE GUEDJ

Je ne sais pas si certaines personnes autour de la table souhaitent réagir après ces quelques commentaires : trop d'information tue l'information, trop de droit tue le droit ?



## Risques et Communication financière

COLETTE NEUVILLE

Je suis relativement en accord avec la position du législateur telle que vous venez de la décrire. Je pense qu'il est inutile d'enfermer les entreprises dans des carcans juridiques qui s'empilent les uns sur les autres, sans grande cohérence parfois. Il y a déjà bien assez de codes, de lois et règlements.

Le problème n'est d'ailleurs pas tant le droit lui-même que celui de son respect. Il ne sert à rien d'édicter de nouvelles lois si l'on ne parvient pas à les faire respecter. En fait, les actionnaires de sociétés cotées disposent de deux voies différentes pour défendre leurs droits et leurs intérêts. Ils peuvent évidemment s'adresser à la justice, mais on ne va pas transformer les entreprises en batailles rangées d'actionnaires devant les tribunaux.

Cette démarche peut être nécessaire quand tous les autres moyens ont échoué dans la recherche de ce qui est l'objet d'une société par action, à savoir le partage équitable des résultats de l'entreprise commune. L'action en justice est toujours un constat d'échec. L'autre moyen de sanctionner les comportements déviants ou ceux qui ne répondent pas à l'objet du placement, c'est le marché.

C'est le moyen d'action privilégié de ces nouveaux actionnaires que sont les gestionnaires de placements collectifs. Avec le développement des placements collectifs, on est passé dans un nouveau modèle de capitalisme : le capitalisme par délégation. Il y a maintenant (sociétés familiales exceptées) une séparation totale entre le pouvoir et la propriété : les dirigeants sont des managers recrutés en tant que tels, les administrateurs sont indépendants et maintenant les actionnaires eux-mêmes sont délégués puisque 90 % de la capitalisation financière sont aux mains d'organismes de placements collectifs.

Le premier métier de leurs gérants n'est pas d'être actionnaire mais de gérer des fonds pour servir les pensions de retraite. Leur métier, c'est aussi de battre leurs concurrents. En tant qu'actionnaires, ces gérants utilisent davantage leur qualité d'acteurs du marché que leurs droits d'associés, hormis le droit à l'information - droit entre tous les droits - Et le marché sanctionne beaucoup plus rapidement que ne le fait la justice les comportements qui ne répondent pas à ces exigences et à ses attentes. La stagnation des indices que l'on constate actuellement ne traduit rien d'autre que la défiance des marchés, la " grève " de l'épargne par rapport à un schéma d'investissements et de comportements qui ne le satisfait pas.

DANIEL LEBEGUE

Je veux dire mon plein accord avec le dernier propos de M. de Roux. Deux voies ont été explorées pour remettre de l'ordre dans le fonctionnement de l'économie de marché, du capitalisme, avec une répartition des rôles qui, je dois dire, n'est pas tout à fait celle à laquelle on est habitué.



## Risques et Communication financière

Il y a la voie nord-américaine. On légifère, dans le détail, et on multiplie les réglementations, les procédures, les sanctions. Beaucoup aux Etats-Unis considèrent aujourd'hui qu'on est peut-être allé trop loin dans cette voie : excès de bureaucratie, des coûts considérables pour les entreprises et le risque de ne plus faire que de la procédure et d'oublier l'essentiel, à savoir que l'entreprise, c'est une stratégie, des produits, des clients, des technologies.

On attend d'abord des dirigeants et du conseil d'administration qu'ils fassent les bons choix en matière de business et, bien sûr, qu'ils contrôlent la marche des affaires. Au cœur du cœur, il y a quand même la stratégie et le business. Perdre cela de vue conduirait à une dérive grave.

En Europe, y compris au Royaume-Uni, on a fait un autre choix : celui de l'autorégulation, celui des bonnes pratiques, celui des bons standards professionnels qu'on définit en commun et qu'on diffuse, dont on contrôle la mise en œuvre. Je crois effectivement que cette voie est meilleure, parce qu'elle responsabilise les acteurs et parce qu'elle évite tout excès de formalisme, de règles, de bureaucratie.

Encore faut-il que cette voie soit mise en œuvre. Si, au nom de l'autorégulation et de la liberté, on définit des règles de bonne conduite - voir les rapports Viénot et Bouton - qui ne sont pas mises en place dans les sociétés cotées, il arrive un moment où l'on se tourne alors vers le législateur pour lui demander de transformer en règle de droit obligatoire, sanctionnée, ce qui ne se réalise pas par l'autorégulation. On n'en est pas là. L'essentiel des rapports Bouton et Viénot est appliqué. Sans doute faut-il les compléter sur certains points.

Je voudrais dire mon plein accord avec les deux propositions ultimes de la mission parlementaire.

Premièrement, aller au bout de la transparence de tous les éléments de rémunération des mandataires sociaux, y compris ceux qui ne figurent pas encore dans tous les rapports annuels - indemnités de départ, régimes de retraite, systèmes de prévoyance. Les actionnaires ont le droit de savoir quels sont les éléments de rétribution des dirigeants pour les apprécier et les évaluer. Deuxièmement, il est bon que le droit rende possible la mise en jeu de la responsabilité de mandataires sociaux et d'administrateurs lorsque, à l'évidence, celle-ci est engagée.

Avec le respect qui est dû à un représentant du peuple, je voudrais dire à M. de Roux que je suis en désaccord sur deux points avec lui. Je comprends ses interrogations, ainsi que celles de Mme Neuville, sur l'actionnaire propriétaire.

En effet, beaucoup d'investisseurs institutionnels et de gestionnaires d'actifs ont un comportement très opportuniste et volatile et ne se sentent pas véritablement concernés par le devenir de l'entreprise, par son projet. C'est vrai : l'affectio societatis n'existe plus entre des sociétés cotées en bourse et des investisseurs institutionnels ou professionnels. Il n'en demeure pas moins que la bonne réponse ne consiste pas, me semble-t-il, à prendre acte qu'une partie des investisseurs et des actionnaires ne se comportent plus comme des propriétaires et, partant, à ne plus les considérer comme les propriétaires de l'entreprise. Mais si ! Ils sont et demeurent les propriétaires de l'entreprise.



## Risques et Communication financière

Simplement, il serait opportun de réfléchir aux moyens juridiques et pratiques de recréer un lien plus durable, plus solide et plus fondamental entre l'entreprise et ses actionnaires. C'est un sujet auquel jusqu'à présent, dans nos travaux sur la gouvernance, on n'a pas assez réfléchi.

Par exemple, facilite-t-on réellement l'exercice du droit de vote dans des sociétés dont les deux tiers des actionnaires sont des non-résidents, votant à distance ? Leur rend-on aisé le contrôle des votes en assemblée générale, leur relation avec le management et, le cas échéant, avec le conseil d'administration ?

Je pense que des progrès doivent être recherchés pour faire en sorte que des actionnaires très volatiles, peu conscients de leurs responsabilités en tant qu'actionnaires de l'entreprise, le soient davantage demain et pour que leur soit facilité l'exercice de leur fonction d'actionnaire.

Je prendrais donc plutôt le sujet de cette manière-ci. Si l'on estime que les actionnaires ne représentent pas vraiment le capital, les propriétaires de l'affaire, alors je ne vois pas où l'on va.

Pardonnez-moi, M. de Roux, de vous dire cela, moi qui suis plutôt un homme de gauche. Convaincre mes amis que l'économie de marché et la propriété du capital des entreprises étaient des sujets incontournables m'a demandé vingt ans.

Si on leur dit maintenant que les actionnaires ne sont pas réellement les propriétaires de l'entreprise, je suis quelque peu désorienté.

Enfin, l'indépendance des administrateurs ne règlera pas tous les problèmes de la gouvernance. D'ailleurs, notre institut est composé pour moitié d'administrateurs indépendants et pour moitié d'administrateurs non indépendants, qui sont des dirigeants, des administrateurs salariés. On s'adresse bien sûr à tous les administrateurs.

Ce qui est important dans cette notion d'indépendance de l'administrateur, c'est le point suivant : ce qui empoisonne et met gravement en péril l'intégrité de la vie de l'entreprise, ce sont les conflits d'intérêts, c'est qu'un dirigeant confonde ses intérêts personnels avec ceux de la société, qu'un administrateur privilégie les intérêts d'un client de l'entreprise plutôt que l'intérêt social, etc. C'est grave. C'est une atteinte à l'esprit même, à l'intégrité dans la direction d'entreprise.

On attend des administrateurs qu'ils veillent à éviter et à prévenir les conflits d'intérêts ou à les sanctionner lorsqu'ils surviennent. C'est une fonction essentielle du conseil d'administration, vitale à une bonne gouvernance.

Au colloque que nous avons organisé il y a quelques semaines, nous avons invité Thierry Mulliez, du groupe Mulliez, groupe non coté et entièrement familial.



---

## Risques et Communication financière

Thierry Mulliez nous a dit que l'une des clés de la réussite du groupe Mulliez, groupe centenaire, résidait dans la distinction claire qu'ils ont toujours faite entre la fonction d'actionnaire - le groupe compte deux cents actionnaires familiaux -, la fonction de manager des sociétés du groupe et la fonction impartie aux conseils d'administration, qui ne sont pas seulement les porte-parole de l'intérêt de l'actionnaire - ils le sont bien sûr - mais aussi les gardiens de l'intérêt social. Ils ont une fonction de médiation entre les propriétaires et les managers qui dirigent les sociétés.

Entendre M. Mulliez dire que l'une des clés de la réussite du groupe réside dans le respect de cette répartition et de cet équilibre des rôles, cela fait réfléchir.

DANIÈLE GUEDJ

Merci. On va prendre peut-être quelques questions.



## Risques et Communication financière

# Débat

### ■ Question

Avant d'arriver ici, je me disais qu'on allait aborder les questions du risque, de la gouvernance et de la transparence. Qui dit "risque" dit "protection". Malheureusement, je n'ai rien entendu à ce sujet.

Concernant les actionnaires, il a été dit que 90 % de la capitalisation boursière était détenue par les fonds de pension. Effectivement, l'argent ne se trouve pas dans les banques mais dans les fonds de pension. Ce ne sont pas ces actionnaires qui ont besoin de protection, ce sont les autres, 10 % des actionnaires dont les actifs se montent à des centaines de millions et dont les investissements ne bénéficient d'aucune protection. Sauf à savoir lire, en dépit de l'opacité que l'on sait.

HUBERT REYNIER

Il me semble que le thème des "risques", qui, si j'ai bien compris, est votre souci principal, a été au cœur de notre discussion, notamment les risques de l'entreprise - on a dit à de multiples reprises que la réglementation et la législation imposaient en la matière une clarté maximale et que le marché, représenté ici par Mme Neuville, demandait une information correcte et loyale de la part des entreprises cotées ; on a aussi abondamment parlé du risque des dirigeants, qui est très lié.

L'ensemble du débat fait corps. Pour ma part, l'expérience que j'ai eue de ce débat avec la place depuis plusieurs années m'enseigne qu'on nous a plutôt reproché d'en faire un peu trop dans ce domaine que de ne pas assez en faire. Je n'ai pas l'impression qu'on ait évité le débat en France. On a essayé au contraire de définir un seuil raisonnable - néanmoins plus élevé qu'auparavant - d'informations dans ce domaine. Je n'ai pas l'impression que ce soit un sujet qui soit évité, ni ici ni ailleurs.

Vous parliez des fonds de pension. Je voudrais réagir à ce que vous appelez la "surréaction" et au coût de celle-ci. Le risque existe que le régulateur ou le législateur réagissent à court terme à un certain nombre de phénomènes. Nous sommes extrêmement sensibles à ce sujet. C'est un débat que nous avons en permanence avec la place. Il est très sain que l'on se dote des instruments permettant d'apprécier les analyses coût / avantage et les analyses "d'impact" d'une régulation.



## Risques et Communication financière

En effet, toutes ces régulations - et les émetteurs le soulignent - ont un coût. Je ne sais pas apprécier l'évolution macroéconomique de la rentabilité et des systèmes mais il est certain que si l'on entre dans une période plus ou moins longue de rendements faibles et de "profitabilité" plus faible, ces coûts ont d'autant plus d'importance et sont de plus en plus difficiles à supporter. Il est donc normal que nous ayons ce débat entre nous.

Ce n'est pas aux spécialistes de l'assurance que vous êtes tous que je vais apprendre que ces risques se gèrent en acceptant un coût immédiat pour éviter des coûts futurs plus élevés. C'est tout le principe de la gestion des risques.

Il ne faut pas éviter ce débat. Il faut le conduire de manière très saine. Je ne veux pas défendre le régulateur mais il est certain que nous ne sommes pas les demandeurs de ces coûts supplémentaires.

Il suffit de comparer sur le plan international les prestations qui sont réalisées sans intervention du régulateur : on voit bien que les documents et les précautions juridiques ont acquis de l'importance dans tous les domaines parce que le risque juridique s'est accru.

Nous ne sommes pas responsables de ce que les documents comptent désormais trois cents pages. Un prospectus international, sans même l'intervention d'un régulateur, mais avec simplement l'intervention d'un banquier et d'un avocat, cela fait aussi trois cents pages. J'ai davantage insisté sur le critère de pertinence - je suis très content que Mme Neuville, en tant que représentant des actionnaires, ait insisté sur le caractère raisonnable de la demande du marché sur ce point - plutôt que sur celui de quantité.

Par ailleurs, nous avons régulièrement un autre débat avec les sociétés cotées.

La régulation est un exercice permanent de fine tuning, difficile à trouver entre, d'une part, ce que nous avons toujours privilégié depuis des années, c'est-à-dire une approche "principe based" - approche relativement ramassée au plan rédactionnel et qui donne lieu à beaucoup d'interprétations, ainsi que vous l'avez souligné -, et, d'autre part, une approche très américaine, beaucoup plus "rule based", qui a pour conséquence une production sans fin de textes et de réglementations, avec tous les avantages qui peuvent y être attachés en matière de sécurité : en produit du "safe harbor", on produit une réglementation bien plus précise qui permet aux émetteurs et autres parties prenantes de savoir beaucoup plus aisément où ils en sont par rapport aux règles.

On sent bien que les Américains ont vécu les difficultés du "rule based". Nous avons vécu les difficultés du "principe based" et nous essayons donc d'harmoniser nos approches. Il est normal que nous produisions davantage de textes mais également davantage de réflexion sur les principes qui gouvernent les règles américaines. On sent bien qu'il sera nécessaire, par le biais d'une harmonisation, de trouver un moyen terme entre ces deux écueils potentiels, qui rendent la vie difficile à tout le monde.



## Risques et Communication financière

Je voudrais quand même insister sur la notion de coût, sans pour autant dire que nous voulons éviter le débat. Encore une fois, tout cela a un coût. Il faut essayer de le calibrer, de le minimiser. Il faut définir les bons coûts et éviter les mauvais coûts.

Mais il ne faut pas se dire que l'on va faire de la régulation à coût zéro. Comme disent les Anglais : " When you give peanuts, you get monkeys ". Quand vous ne donnez rien, alors vous n'avez rien. Il est vrai que tout cela va représenter un investissement.

Les assureurs que vous êtes ne peuvent que réfléchir de manière beaucoup plus rationnelle que nous. Il est clair que, de ce point de vue, des réflexions devront être menées avec nous. Pour notre part, nous sommes prêts à réfléchir à la façon de trouver le meilleur équilibre dans ce domaine.

Un dernier point sur les fonds de pension. Eux-mêmes sont conscients de leurs coûts. Ils subissent une énorme pression de la part des investisseurs pour faire en sorte que cette rentabilité qu'ils doivent garantir à leurs futurs retraités se fasse à moindre coût. Nous avons un débat avec les professionnels de la gestion pour savoir quel coût représente pour eux l'obligation que nous leur faisons de participer aux assemblées générales.

Si une assemblée générale a des coûts pour les administrateurs et l'entreprise, elle a aussi un coût pour l'actionnaire lui-même - comment trier l'information, comment accéder aux assemblées générales, comment voter au moindre coût ?

Quand les rendements - réels ou nominaux - évoluent faiblement, ces règles du gouvernement d'entreprise ont des coûts pour les investisseurs. Tout le monde doit avoir ce débat et donc il est sain qu'on essaie de trouver un équilibre à tous les niveaux sur ce sujet.

### ■ Question

Monsieur de Roux, j'ai été enchanté d'entendre vos propos mais malheureusement, ils ne correspondent pas à la vie quotidienne d'un juriste. Il y a environ deux mois, j'entendais le président de l'Assemblée nationale, M. Debré, dire que le volume des lois adoptées par le Parlement français avait été multiplié par cinq en quarante ans.

Au milieu des années soixante, on comptait environ trois cents textes de loi, on en compte mille cinq cents aujourd'hui. Je ne compte pas l'avalanche de normes réglementaires qui s'ensuit. Au début de mes études de droit il y a trente-quatre ans, lorsqu'une loi était adoptée par le Parlement, on savait qu'on disposait de dix, quinze ou vingt ans pour l'apprendre, l'assimiler et l'appliquer. Aujourd'hui, les lois ont une durée de vie extrêmement limitée. Certaines d'entre elles contiennent des parties qui sont très mal rédigées, et nécessitent d'être remises sur le tapis.

Je peux prendre quelques exemples : la fameuse loi NRE de mai 2001 a été revue à deux reprises, en 2002 et en 2003. Je défie quiconque parmi les juristes de comprendre réellement - et cela rentre dans le corporate governance dont on parle aujourd'hui - quelle règle s'applique



## Risques et Communication financière

précisément au cumul des mandats au sein des conseils d'administration. On n'y comprend absolument plus rien. Comme tout être humain confronté à un problème qu'il ne sait pas résoudre, le juriste contourne la règle. C'est l'une des raisons pour lesquelles on assiste depuis quelques années à une explosion de l'immatriculation des SAS. Ce statut permet d'échapper à ce problème. Malheureusement, le statut de société cotée ne le permet pas. Il y a d'autres exemples similaires.

De surcroît, le Parlement ne se réunit sans doute pas assez souvent la nuit, les week-ends ou au cours de sessions allongées. Par conséquent, le Gouvernement légifère par voie d'ordonnances.

C'est ce qu'il a fait au printemps dernier, notamment avec la fameuse ordonnance du 24 juin sur le nouveau régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales. Qu'apprend-on récemment : l'un de vos collègues, un sénateur, a considéré qu'il était intolérable que des délégations de pouvoir soient consenties au conseil d'administration. Il a donc déposé un amendement visant à réformer le texte et à donner un peu plus d'incohérence au code de commerce.

C'est sans compter que certains groupes, notamment le mien, clôturant avec des exercices décalés, ont déjà passé leurs délégations en assemblée, au début du mois de septembre.

Aujourd'hui, le risque professionnel pour un juriste consiste essentiellement à se faire tomber un code sur le pied. Je voulais savoir si vous envisagiez de ralentir ce flot de textes, qu'on ne peut plus assimiler. C'est l'overdose ! Ma réflexion s'adresse non seulement aux parlementaires mais aussi à M. Reynier.

Effectivement, beaucoup de textes de l'ex-COB en rajoutent par rapport à la loi. Ainsi, votre récent communiqué du 13 octobre sur le problème de rachat me donnerait matière à développer ce sujet. Je m'en tiendrai à ces observations pour ne pas prolonger.

XAVIER DE ROUX

Je peux vous répondre très rapidement.

D'abord, vous savez aussi bien que moi que les juristes vivent de la complexité. C'est leur art. Quand on donne de la complexité aux juristes, ils sont plutôt satisfaits.

Le législateur français, comme le législateur européen ou américain, s'est transformé peu à peu en shaddock. Nous vivons dans une société de l'immédiateté, pas seulement en droit. Il faut des réponses immédiates à tout.

Il est certain que, en 1866, on ne disposait pas d'internet et les notaires qui rédigeaient les statuts des sociétés prenaient leur temps. Actuellement, quand vous êtes juriste, vous savez très bien que vos clients vont vous demander de sortir un contrat de deux cent cinquante pages pour le lendemain matin. Ce sera un acte d'une extraordinaire complexité.



## Risques et Communication financière

On n'a pas besoin du législateur pour fabriquer de la complexité juridique. Regardez les textes que produisent les honorables lawyers et vous constaterez qu'ils ne sont pas d'une simplicité enfantine. En l'occurrence, la loi n'est pas toujours en cause.

Bien que nous vivions avec elle, il faut tenter de lutter contre la complexité. Nous sommes vraiment des shadocks. Je préside la section du comité de simplification administrative qui, dans le cadre des ordonnances, est chargée de simplifier les textes que nous avons un peu complexifiés.

Je vous assure que nous travaillons beaucoup. Nous avons encore passé toute la journée d'hier sur le statut des sociétés, notamment sur celui des Sarl. In fine, il appartient aux administrations de mettre en forme les simplifications qui ont été décidées. Vous savez très bien que, dans ce pays comme dans d'autres pays d'ailleurs, le fonctionnaire de base n'applique pas la loi, il n'applique même pas le décret, il n'applique pas davantage l'arrêté, il applique la circulaire qu'il reçoit de sa hiérarchie. Tant et si bien que nous sommes dans un système interprétatif des textes. Même quand vous les simplifiez, vous n'êtes jamais sûr du résultat.

La seule façon de simplifier - c'est ce que je préconise fortement, à titre personnel, à mes collègues, qui ne me suivent pas toujours -, c'est de supprimer. Lorsqu'un texte a été supprimé, on est certain qu'il n'existe plus. Cependant, ce n'est pas aussi simple que cela. Vous parliez tout à l'heure de l'affaire de la délégation, apparue dans la commission mixte paritaire justement sur une ordonnance de simplification.

Les sénateurs, qui sont des gens très " simplifiants ", ont introduit une disposition d'application directe qui concerne d'ailleurs un certain nombre d'assureurs puisqu'elle porte sur les contrats d'assurance-obsèques. Elle n'y avait absolument pas sa place. Il a fallu une longue discussion pour couper la proposition sénatoriale en deux, si bien que le texte voté n'a plus aucun sens - les juristes vont être contents.

Par ailleurs, l'affaire de la délégation n'avait effectivement rien à voir mais les députés étant des gens responsables - face aux sénateurs -, cet amendement n'a pas été retenu. Nous sommes revenus à l'état antérieur du droit.

Tout cela n'est pas simple. Il faudrait probablement se tourner vers l'opinion publique, faire de la pédagogie et dire que tout ne se règle pas avec la baguette magique de la loi. Prenez les journaux, allez au " 20 heures " : on vous demandera toujours, quel que soit le sujet, ce que fait le législateur et pourquoi aucun texte n'existe sur le sujet en question. Or le placard en est plein. Cependant, on considère toujours qu'il n'y a jamais le bon texte au bon moment.

HUBERT REYNIER

Je veux juste souligner deux points. L'Assemblée nationale, assez régulièrement, produit une statistique indiquant que plus de la moitié des textes français sont d'origine communautaire. Je ne nie pas les phénomènes français.



## Risques et Communication financière

Toutefois, si l'exercice du contrôle démocratique de la production administrative et juridique est difficile, ce n'est pas seulement pour des raisons franco-françaises. Il faut aussi viser plus haut. Il serait légitime d'en parler aussi.

A mon arrivée à la COB en 2000, tout le monde surfait sur la vague. Beaucoup de cabinets juridiques anglo-saxons mais aussi français ont principalement reproché à l'AMF que les textes ne tenaient que sur une seule page, que les termes étaient très généraux et très ambigus, qu'il donnaient lieu à énormément d'interprétations verbales de la part des services, créant par conséquent une inégalité entre les assujettis.

On nous conseillait d'écrire davantage, à l'exemple des Américains. Chez eux, c'est clair, les règles sont nombreuses, la réglementation est " rule based ", avec des " safe harbors ", des " no action letters ", qui donnent de la sécurité juridique à tout le monde.

Nous avons saisi la balle au bond et nous sommes dit qu'il y avait peut-être un problème, que nous n'éclaircissions peut-être pas suffisamment nos positions, et que ces dernières pouvaient donner lieu à des interprétations trop divergentes.

Les émetteurs français étaient donc demandeurs d'une forte sécurité juridique. Je pouvais la comprendre d'un certain point de vue. Je dois vous avouer aujourd'hui - puisque vous citez le programme de rachat, le dernier règlement européen qui est tombé dans ce domaine - que j'ai eu hier une réunion avec les sociétés cotées sur ce sujet.

Elles demandent que l'AMF précise par écrit les interprétations qu'il faut donner de ce règlement et qu'elle donne son assurance que, sur tel ou tel point, la société ne contrevient pas à la réglementation européenne. La demande est très forte. Inversement, je comprends que l'accumulation de normes puisse vous poser un problème.

Nous avons essayé de trouver un juste milieu. Je ne dis pas que nous l'avons trouvé. Il est important que ce dialogue exerce sur nous une pression permanente. Les appréciations divergent sur ce sujet au sein du marché. En dépit de vos récriminations, la demande de droit écrit est encore forte en raison du risque juridique et pénal, en raison aussi du risque d'enforcement de la part de l'AMF.

Les sociétés cotées veulent toujours savoir si leurs agissements respectent les textes. C'est ici que se situent les limites de l'approche du " principe based " par rapport à une approche " ruled based ". Il est nécessaire de trouver un équilibre entre les deux.

### ■ Question

Ma question s'adresse à M. de Roux ou à Mme Neuville. Que vous inspire le fait que des actionnaires minoritaires de groupes français cotés tant en France qu'aux Etats-Unis, parce que leurs actions n'aboutissent pas en France, puissent un jour - et c'est le cas actuellement - rejoindre un class action engagée aux Etats-Unis contre le même groupe français ? Pour nous, assureurs, c'est une aggravation très forte du risque dirigeants.



## Risques et Communication financière

COLETTE NEUVILLE

J'ai l'impression d'être directement concernée puisque, effectivement, sous l'égide de l'ADAM, des actionnaires de Vivendi ont entrepris de se joindre à des propriétaires de certificats de dépôt américains pour engager une class action aux Etats-Unis.

Le parcours effectué depuis deux ans dans cette procédure ne va pas forcément nous inciter à renouveler l'expérience. C'est compliqué. Cela m'inciterait plutôt à me tourner vers le législateur français - et il a commencé à le faire - pour qu'il mette en place en France des procédures de mise en cause de la responsabilité fonctionnant réellement.

Le " but du jeu ", ce n'est pas de rendre les coûts d'assurance plus élevés pour les entreprises. Finalement, ce sont les actionnaires qui supportent le coût des assurances dans la mesure où ils viennent en déduction des bénéfices réalisés par l'entreprise. Le but n'est pas d'offrir à l'actionnaire une couverture de type " sécurité sociale ", en lui demandant de payer de grosses cotisations pour bénéficier d'une assurance tous risques.

On n'a pas du tout abordé ce matin la question des assurances. Pour ma part, j'ai quelques idées sur cette question.

D'une part, je considère qu'elles coûtent trop cher aux entreprises, d'autre part, je pense qu'il faudrait leur appliquer un système de bonus-malus de manière que les entrepreneurs qui se livrent à des friponneries aient à payer plus cher que les autres. Il faut distinguer l'assurance de l'entreprise contre ses risques industriels et l'assurance des dirigeants contre leurs propres fautes. Il est anormal que cette dernière soit supportée par les actionnaires. Je pense que les dirigeants sont généralement suffisamment rémunérés pour pouvoir s'acquitter de leurs primes. Dans les cas où ils ne le sont pas assez, peut-être faut-il revoir leur rémunération de manière à ce qu'ils puissent assumer le coût de l'assurance de leur responsabilité personnelle. En effet, la responsabilité personnelle ne peut être mise en cause qu'en cas de faute, pas en cas d'erreur. Si un mandataire social commet des fautes, à lui d'en assumer la responsabilité. C'est de cette manière que nous aurons des dirigeants responsables. Tant que la responsabilité conduira à souscrire une assurance payée par les actionnaires, le but, à savoir la prévention des fautes, ne sera pas atteint.

Pour répondre à votre question, pourquoi se tourne-t-on vers les Etats-Unis ? La raison en est la suivante : quand on ne parvient pas à faire jouer la responsabilité en France, on essaie d'utiliser la mondialisation - qui n'a pas que des inconvénients, contrairement à ce que beaucoup disent - pour faire jouer la concurrence entre des systèmes juridiques et des systèmes judiciaires différents pour aller là où cela fonctionne le mieux. Il n'est pas certain cependant que le système américain soit à imiter tel quel. Ce sera une des leçons à tirer de l'expérience.

Je reviens sur une remarque faite tout à l'heure au sujet des actionnaires propriétaires ou non des fonds investis. Les gestionnaires de placements collectifs ne sont pas les propriétaires du capital. mais seulement leurs délégués.



## Risques et Communication financière

Et dès qu'il y a délégation, il y a coût d'agence. On a beaucoup parlé de ces coûts d'agence aux Etats-Unis à propos des managers, au moment où des managers professionnels sont venus remplacer les propriétaires de l'entreprise. Maintenant ce n'est plus seulement le pouvoir, c'est aussi la propriété qui est exercée par délégation. Ce problème ne me paraît pas avoir été examiné avec suffisamment d'attention par la communauté internationale en général.

### ■ Question

On a beaucoup parlé de communication financière, de transparence, etc. On n'a pas évoqué la question de la communication interne dans l'entreprise, laissant par conséquent de côté une partie de la population, à savoir les salariés. Des salariés deviennent actionnaires de leur entreprise afin d'obtenir des informations dont ils ne disposent pas en interne. Qu'en pensez-vous ?

XAVIER DE ROUX

Légalement, les salariés doivent être informés par le biais notamment du comité d'entreprise, lorsqu'une société anonyme réalise des opérations majeures, telles que les fusions-acquisitions. Les salariés sont mieux informés que les actionnaires. Il doit être porté au crédit de la loi de sécurité financière d'avoir permis aux actionnaires d'avoir accès aux informations communiquées au comité d'entreprise. Le législateur a veillé à ce que les actionnaires soient traités aussi bien que les salariés dans ces domaines essentiels de l'évolution d'une société, de son destin. C'est le premier point.

Le second aspect est celui de la circulation de l'information, notamment à travers les guides de bonnes pratiques, qui se mettent en place.

Là, le législateur, me semble-t-il, n'a pas sa place. La bonne gouvernance veut qu'il soit appelé aux agents et aux salariés d'une entreprise qu'ils doivent respecter la loi. Un nombre croissant de sociétés éditent des guides pour expliquer pratiquement ce qu'est le respect d'une loi ou d'un règlement. C'est de la bonne information interne. Je ne suis pas persuadé qu'il faille la rendre obligatoire.



---

## Risques et Communication financière



# Conclusion

DANIÈLE GUEDJ

Il me reste à conclure. Je ne vais pas vous dire que je suis ravie de voir que, en raison des différentes évolutions du contexte, nous allons être amenés à travailler de manière beaucoup plus étroite avec vous sur la cartographie des risques, que cette cartographie soit descriptive ou évaluative.

Nous devons tous, si possible, nous tenir éloignés du démon de l'absolu, que cet absolu porte sur la complexité ou sur la simplicité. On a vu les dévoiements auxquels les uns et les autres pouvaient être conduits dans cette quête de l'absolu. Je réagis tout particulièrement en tant qu'ancien ingénieur dans une banque d'affaires, pour avoir bien connu ce " brouillard " dont Michel Léger a parlé.

Merci à vous d'être venus ici, merci à nos intervenants et je vous donne rendez-vous à notre prochaine Table Ronde.