

Risques

Les cahiers de l'assurance

■ Situation et perspectives

Gérard de La Martinière

■ L'impact de la sécurité routière

Alice Caillat

Marie-Antoinette Dekkers

Alain Ficheur

Jean-Paul Guilhamon

Jean-Pierre Labalette

Jean-Pierre Peinoit

Philippe Pierre

Patrick Thourot

■ Le gouvernement d'entreprise : a-t-on progressé ?

Céline Alix

Claude Bébéar

Pierre Bollon

Danielle Blanchard

Daniel Bouton

Georges Dionne

Bertrand Jacquillat

Jacques Mistral

Patrick Peugeot

Thomas Philippon

Jean-Charles Rochet

Nicolas Véron

■ Chroniques

Gilles Bénéplanc

Georges Durry

■ Études et livres

Yaël Mimran

Anne Lavigne

Carlos Pardo



n° 56 ■ Octobre-Décembre 2003

LGDJ / SEDDITA

Risques

Les cahiers de l'assurance

N° 56

Octobre-Décembre 2003

SEDDITA – 2003

Il est interdit de reproduire intégralement ou partiellement la présente publication – Code de la Propriété intellectuelle – sans autorisation de l'éditeur ou du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC), 20, rue des Grands-Augustins 75006 Paris.

Comité éditorial

Jean-Hervé Lorenzi
Responsable de la rédaction

François Ewald
Société

Pierre Bollon
Chroniques, études et livres

Robert Leblanc
Techniques

Jean-Charles Simon

Philippe Trainar
Analyses

André Renaudin

Pierre Picard

Patrick Thourot

Dominique Steib
Secrétaire de rédaction

Comité scientifique

Michèle Barzach, Bernard Beignier, Jean Berthon, Michel Bisch, Philippe Bonin, Dominique Bourg, François Bourguignon, Marc Bruschi, Monique Canto-Sperber, Bernard Caron, Philippe Casson, Françoise Chapuisat, Jacques Chevalier, Pierre-André Chiappori, Georges Dionne, Patrice Duran, Georges Durry, Louis Eeckhoudt, Karl-Théodor Eisele, Jean-Guy Fontaine, Claude Gilbert, Christian Gollier, Sylvie Hennion-Moreau, Gérard Grunberg, Bernard Guillochon, Jean-Paul Hautier, Sylvie Hennion-Moreau, Dominique Henriët, Christian Hess, Vincent Heuzé, Jean-Pierre Indjehagopian, Pierre Jacquet, Gilles Johanet, Denis Kessler, Georges Labroye, Pierre-Marie Larnac, Daniel Laurent, Jean-Paul Laurent, Hervé Leborgne, Claude Le Pen, Laurent Leveneur, Luc Mayaux, Jean-Christophe Meyfredi, Erwann Michel-Kerjan, Michel Mougeot, Stéphane Mottet, Bertrand Munier, Yves Negro, Véronique Nicolas, Olivier Oger, Jacques Pelletan, Pierre Pestieau, Pierre Petauton, Manuel Plisson, Bruce Roger, Christophe Roux-Dufort, Côme Segrétain, Christian Schmidt, Olivier Sorba, Didier Sornette, Charles Tapiero, Alain Trognon, François de Varenne, Thierry Verdier, Jean-Luc Wybo, Joël Winter, Daniel Zajdenweber

Sommaire

1. *Société* Situation et perspectives

Entretien avec

Gérard de La Martinière, président de la FFSA	9
---	---

2. *Techniques* L'impact de la sécurité routière

Robert Leblanc, <i>Pour une approche responsable de la sécurité routière</i>	23
Marie-Antoinette Dekkers, <i>Au-delà de la répression, la prévention</i>	26
Jean-Pierre Peinoit, Alice Caillat, <i>Agir maintenant !</i>	34
Jean-Paul Guilhamon, <i>Innovation en assurance et sécurité routière : une vision de long terme</i>	39
Patrick Thourot, <i>La dérive des accidents corporels en France</i>	45
Alain Ficheur, <i>Sécurité routière et cotisations d'assurance automobile</i>	49
Jean-Pierre Labalette, <i>De nouveaux défis pour l'assurance</i>	54
Philippe Pierre, « <i>Boîte noire</i> » automobile et assurance	57

3. *Analyses* Le gouvernement d'entreprise : a-t-on progressé ?

Philippe Trainar, <i>La gouvernance d'entreprise : situation et réflexions</i>	67
Daniel Bouton, <i>Principes du gouvernement d'entreprise</i>	73
<i>Entretien avec</i> Claude Bébéar, <i>par François Ewald</i>	78
Bertrand Jacquillat, <i>Peut-on faire confiance aux marchés financiers ?</i>	85
<i>Entretien avec</i> Danielle Blanchard, George Dionne, <i>par Pierre Picard</i>	92
Pierre Bollon, <i>Il est encore long le chemin...</i>	96
Céline Alix, Jacques Mistral, <i>Le capitalisme américain entre Enron et Max Weber</i>	99
Nicolas Véron, <i>Gouvernement d'entreprise : qui est l'arbitre ?</i>	108
Patrick Peugeot, <i>La gouvernance est-elle un problème pour les mutuelles ?</i>	116
Jean-Charles Rochet, <i>La gouvernance d'entreprise : des intermédiaires financiers</i>	120
Thomas Philippon, <i>Gouvernance d'entreprise et bien-être social</i>	123

4. *Chroniques*

Georges Durry, <i>Le droit contre le bon sens ?</i>	131
Gilles Bénéplanc, <i>Jamais sans mon benchmark !</i>	134

5. *Études et Livres*

Yaël Mimran, <i>Risques non traditionnels : application à l'industrie du sport</i>	139
Florence Legros, Jean-Louis Guérin, <i>Les retraites</i> , par Anne Lavigne.....	142
Patrice Fontaine, Carole Gresse, <i>Gestion des risques internationaux</i> par Carlos Pardo.....	143

Éditorial

L'année 2003 restera, dans l'esprit de tous, celle des grandes incertitudes économiques, technologiques, géostratégiques. Pour l'Europe et pour la France, le principal risque est de rester plongées dans une quasi-stagnation ou dans une faible croissance. Et ce risque est loin d'être négligeable tant elles ont eu des difficultés à impulser une croissance propre et tant elles sont restées désespérément attentives à tout signe de relance venu d'outre-atlantique. La question aujourd'hui est de savoir comment peuvent être surmontées ces difficultés existentielles. Et là, les risques sont au cœur de l'analyse : risque de retraite, de santé, de mauvais gouvernement d'entreprise, émergence de toute une série de nouveaux risques de responsabilité civile, utilisation excessive du principe de précaution, toutes choses qui peuvent, si elles ne sont pas gérées, conduire à une quasi-paralysie de nos systèmes économiques. Ce numéro de la revue *Risques* plonge au cœur même de ces difficultés en traitant dans un premier temps le risque de gouvernement d'entreprise tant dans le dossier que dans l'entretien avec le président de la FFSA, Gérard de La Martinière. C'est ainsi que l'on découvre toute la complexité de ce monde post-Enron dans lequel tout est à rebâtir, aussi bien les normes comptables que l'organisation même du pouvoir au sein de l'entreprise, ou encore que les règles de régulation qui s'imposent auprès de toutes les organisations produisant et vérifiant les chiffres.

Mais, ce numéro de la revue a tenu aussi à examiner dans une vision analytique ce qu'avait pu être l'impact d'une politique très active de prévention du risque automobile, risque envers lequel l'assurance joue un rôle si important. Les phénomènes de marché, de confrontation de l'offre et de la demande jouent dans ce domaine, comme dans d'autres, le rôle de régulateur ; nul doute, en l'occurrence, que l'amélioration très sensible constatée en ce qui concerne les résultats d'accidents automobile permettra au consommateur de retirer un grand bénéfice.

L'année 2004 verra la revue *Risques* aborder à sa manière les autres dossiers qui posent tant de problèmes aujourd'hui à la société française.

Jean-Hervé Lorenzi

1.

Situation et perspectives

■ Gérard de La Martinière

Président de la Fédération française
des sociétés d'assurances

Gérard de La Martinière

*Président de la Fédération française
des sociétés d'assurances*

Entretien réalisé par Robert Leblanc et Jean-Hervé Lorenzi

Risques : La première des questions est évidente. Vous êtes à la FFSA depuis six mois. Quels sont vos premiers éléments de bilan ? Quelle perception avez-vous d'abord de la FFSA ?

Gérard de La Martinière : Bilan personnel – si vous me permettez de commencer par cela. Le comité des sages, qui s'était penché sur les conditions de remplacement de Denis Kessler, s'était posé la question de savoir s'il fallait un président à temps plein à la FFSA. La conclusion de ces délibérations a été qu'il paraissait souhaitable de conserver cette solution du plein-temps et l'expérience de ces six derniers mois en argumente la nécessité compte tenu de la diversité, de la relative urgence et de la complexité des sujets qui doivent être pris en charge par l'organisation professionnelle. Le regret que j'ai, c'est d'avoir été très vite absorbé par les dossiers, les affaires, les projets et de n'avoir pas pu consacrer suffisamment de temps à la découverte à la fois de la diversité des membres de la fédération et de la multiplicité des interlocuteurs de la profession.

Risques : Les gros dossiers sont-ils très nombreux ? Y-a-t-il parmi ces dossiers de grosses difficultés ?

Gérard de La Martinière : Parmi les dossiers de 2003 comportant des enjeux importants, je citerai, en premier, la réforme des retraites avec la création véritable d'un troisième pilier de la retraite par voie d'épargne individuelle ou collective. Je pense que le grand dossier de l'année 2004, qui se décide déjà, sera la réforme de l'assurance maladie. Dans les deux cas, il s'agit de dossiers complexes au plan de l'analyse systémique, avec des enjeux lourds, et également relativement techniques au plan de la réalisation

pratique. Pour preuve, je citerai la loi Fillon, promulguée en août 2003, et dont les mesures d'application sont encore en chantier parce que la mise au point des textes réglementaires nécessite un travail considérable entre l'administration et les professions concernées.

À côté de ces dossiers – réellement structurants pour la profession d'assurance – il y a un certain nombre d'autres grands chantiers faisant l'objet d'un suivi à la fois à Paris et à Bruxelles. Ce sont tous les chantiers de type financier et comptable, comme la solvabilité et les normes comptables ; ces dossiers sont également très mobilisateurs et semblent suffisamment structurants pour mériter toute notre attention. Et puis, un certain nombre de dossiers, plus ou moins chauds selon les circonstances, tenant davantage à des problèmes d'actualité ou à des difficultés plus catégorielles ou sectorielles, mais à travers lesquelles on touche l'importance de la contribution de l'assurance au bon fonctionnement de la vie économique et sociale, c'est le dossier de la responsabilité civile médicale, celui de l'assurance automobile au regard de l'évolution de la sécurité routière ; reste encore des dossiers qui concernent d'autres types de risques, comme les catastrophes naturelles.

Tout cela sur un fond d'initiatives fréquentes, multiples et quelquefois un peu désordonnées. Tout le monde, ou presque, a des idées sur la façon dont les assureurs devraient faire leur métier. C'est très intéressant et je m'en réjouis beaucoup parce que cela veut dire que notre métier suscite de l'intérêt. C'est, certaines fois, problématique dans la mesure où cela conduit à des initiatives diverses et variées, assez exigeantes en termes d'explications, de réactions et de mise au point.

Risques : Presque tout le monde se porte mieux, voire bien, dans le secteur de l'assurance et nous ne pouvons pas prétendre que 2003 ait été, au final, une mauvaise année. Partagez-vous ce sentiment ?

Gérard de La Martinière : L'année 2003 aura certainement marqué une étape tout à fait positive dans l'effort de récupération du secteur de l'assurance après les crises multiples et combinées auxquelles il a été confronté.

Comme j'ai déjà eu l'occasion de le dire, je crois que globalement le marché français a bien résisté à la tourmente traversée, un peu moins bien peut-être que l'Europe du Sud mais beaucoup mieux que l'Europe du Nord. Mais, s'il a résisté et n'a pas laissé de cadavres au bord de la route, il s'est quand même très sensiblement fragilisé et appauvri. Le niveau des plus-values latentes a fondu ; celui des réserves est moins confortable ; le niveau de la capitalisation, pour ceux qui sont cotés, a considérablement chuté. Nous sommes dans une phase de récupération qui passe non seulement par des politiques tarifaires rigoureuses, des politiques de sélection des risques et de renouvellement des gammes de produits, mais aussi par des politiques de restructuration interne, de rationalisation, d'économies, dont nous voyons qu'elles ont déjà commencé à porter des fruits. J'espère donc que nous verrons les premiers bénéfices au niveau de la comptabilisation des résultats de l'exercice 2003. Le secteur en a besoin car il est confronté à un environnement en profonde mutation où le coefficient de risque sera généralement plus élevé que par le passé et où la réglementation sera plus contraignante en termes de risques couverts, où les besoins en capitaux propres devront être mieux contrôlés alors que la demande de couverture tendra à s'accroître et à se généraliser. Donc, pour pouvoir véritablement remplir sa mission à moyen et long termes, le secteur de l'assurance a absolument besoin de reconstituer toute sa flexibilité, toute sa capacité financière et cela passe probablement par plusieurs années de politique rigoureuse visant en priorité à renforcer la rentabilité.

Risques : Je voudrais revenir sur les deux premiers sujets : la réforme des retraites et de l'assurance maladie. Quel rôle s'assigne la FFSA face à ces enjeux nationaux ? En tant que fédération, quelle est pour vous sa mission par rapport aux multiples réflexions,

encore assez ouvertes et pas toujours convergentes, que mènent les différents acteurs sur ces sujets, y compris parmi les assureurs eux-mêmes ?

Gérard de La Martinière : Je considère que l'une des missions de l'organisation professionnelle, en qualité de coordinatrice et porte-parole de la profession, consiste à exprimer auprès de nos interlocuteurs – qui sont multiples et variés – le potentiel que le secteur est susceptible d'apporter pour résoudre un certain nombre de sujets d'intérêt général, grâce à sa maîtrise du métier, à ses compétences techniques et à ses capacités de couverture. Cela ne préjuge évidemment en rien de ce que seront, le moment venu, les stratégies des membres de la fédération. Et ce que l'on observe généralement dans un marché ouvert, ce sont des stratégies diverses, que les uns et les autres peuvent choisir d'appliquer ou non ; chacun, en fonction de son positionnement, de ses idées, de ses projets, effectue des choix propres. Cependant, au départ, nous sommes convaincus – et tant que nous sommes convaincus, il faut l'exprimer – que la technologie d'assurance, la capacité opérationnelle des assureurs et leur expérience sont en mesure d'apporter des éléments de solution à des problématiques sociales majeures, comme celle de la retraite ou de l'assurance maladie.

Ce discours me semble avoir été suffisamment convaincant en ce qui concerne la retraite puisque l'un des volets significatifs de la réforme de 2003 a été la consécration, plus que l'introduction, d'un dispositif de retraite individuelle et responsable empruntant les références légales et réglementaires de l'assurance. Ce travail reste à faire en ce qui concerne l'assurance maladie, pas pour transformer d'un coup de baguette magique un système dont le président de la République explique que c'est un grand acquis social et qu'il faut le préserver, mais tout simplement pour proposer des éléments de solution partielle à une problématique d'incohérence grandissante entre les ambitions de certaines politiques de santé publique, non priorisées, et le niveau limite des ressources susceptibles d'être affectées par la collectivité nationale à ces ambitions. Pour ce qui ne pourra pas être

indéfiniment et complètement pris en charge par les ressources tirées de la solidarité nationale, les solutions qu'offre le marché de l'assurance méritent d'être explorées et intégrées dans une vision à moyen terme du dispositif.

Risques : Sur ce dossier, est-ce que les différents acteurs de l'assurance – que ce soient les assureurs, les sociétés d'assurances mutuelles, les institutions de prévoyance ou les mutuelles de santé – débattront entre eux puisque, finalement, ils sont tous des acteurs légitimes du secteur ?

Gérard de La Martinière : Oui ! Sur le dossier de la santé, manifestement, les trois ou quatre familles, qui regroupent des opérateurs plus ou moins importants de ce segment, ont bien entendu un intérêt à confronter leurs points de vue, à essayer d'articuler leurs démarches. Sur certains points, on y arrive relativement facilement parce que la convergence des intérêts est suffisamment reconnue pour que l'on ait quelque chose à exprimer ensemble. Dans d'autres domaines, des divergences de vue ou d'objectifs stratégiques peuvent rendre plus difficile une démarche complètement concertée. Mais enfin, d'une manière générale, il me semble que tous les acteurs qui, d'une manière ou d'une autre, pratiquent un métier d'assurance ont intérêt à se rencontrer pour confronter leurs analyses et leurs propositions. Il ne sera pas trop de toute la capacité du marché français de l'assurance pour se mobiliser le moment venu et apporter une contribution à la solution de l'énorme problème posé devant nous.

Risques : À cet égard, l'idée de maison commune de l'assurance reste-t-elle en soi un objectif d'actualité ?

Gérard de La Martinière : Il semble que ce doit être une idée-force même s'il ne faut pas brusquer les choses. Nous mesurons la relative difficulté de faire passer les messages professionnels à travers un environnement qui s'est beaucoup complexifié au plan national : les procédures de décision sont beaucoup

plus éclatées qu'elles ne l'étaient probablement il y a dix ou vingt ans ; cet environnement s'est également complexifié du fait de l'interférence croissante de la réglementation européenne par rapport à la réglementation nationale. Face à cette très grande diversité d'interlocuteurs, il y aurait un vrai besoin de rassemblement de l'expression des intérêts des assureurs qui opèrent sur le marché français. C'est difficile, pour des raisons historiques, culturelles, d'expérience, etc. Cela ne doit pas être considéré comme un objectif inatteignable. Pour moi, la priorité reste celle d'un resserrement, le plus étendu possible, de la coopération qui existe, heureusement depuis longtemps, entre la FFSA et le Gema, car la communauté d'intérêts entre les deux organismes est très forte, la confrontation de leurs expériences peut être extrêmement fructueuse et la conjonction de nos démarches de *lobbying* professionnel permettrait certainement d'obtenir plus que la simple addition de démarches parallèles ou séparées. Il s'agit d'un objectif auquel j'accorde une priorité forte du point de vue de mes mandats à la FFSA.

Risques : Dernier gros dossier : les normes comptables. Brièvement, pouvez-vous nous dresser un état des lieux de vos relations avec vos principaux interlocuteurs, que ce soit le *board* de l'IAS, l'European Financial Reporting Advisory Group (Efrag) ou la Commission européenne ?

Gérard de La Martinière : Là, vous prenez un risque parce qu'on peut y passer beaucoup de temps ! C'est une campagne de longue haleine. Nous ne pourrions en mesurer réellement les résultats que dans un certain temps.

Tout ce qui a motivé les démarches que nous avons faites, tant au plan français, qu'au plan européen, voire même mondial – puisqu'on se situe là dans un champ qui a vocation à être mondial – c'est notre conviction que le métier d'assureur est suffisamment spécifique, particulier, utile et nécessaire pour justifier d'une analyse un peu spécifique de ses besoins en matière de comptabilité. C'est aussi notre volonté d'en persuader nos interlocuteurs.

Il fallait remonter une pente assez forte dans la mesure où l'un des principes, sur lequel opère le *board* de l'IAS, est le principe d'approche économique, qui veut délibérément ignorer toute espèce de particularité de type juridique ou autres et qui, donc, refuse *a priori* de considérer le besoin spécifique de normes adaptées à des considérations sectorielles.

Nous sommes quand même parvenus à un certain résultat dans ce domaine. Premièrement, nous avons persuadé le *board* de l'IAS de la nécessité de procéder à une analyse approfondie des caractéristiques des opérations de l'assurance avant de leur coller n'importe quelle norme préexistante, pas forcément calibrée pour répondre aux besoins du secteur. Deuxièmement, nous avons engagé avec lui un dialogue très argumenté pour l'amener à réfléchir sur l'impact possible de certaines des options qui sous-tendent sa philosophie, et notamment les références à la « *Fair Value* » entendue comme la valeur de marché ou l'analyse séparée de l'actif et du passif, alors que le métier de l'assureur vise à relier son actif à son passif et que ces options risquent de ne pas aboutir à des solutions correspondant aux besoins des assurances, avec des risques d'incohérences comptables graves.

Il nous reste encore beaucoup à faire. C'est l'objet du chantier qui va maintenant s'ouvrir, dit de préparation de la phase II, sur lequel le *board* doit se mobiliser à partir du mois de mai de l'année 2004, et sur lequel nous – et c'est un « nous » très collectif puisqu'il englobe, bien au-delà de la FFSA, toutes les parties concernées par cette question, depuis le Comité européen des assurances, jusqu'à l'Association de Genève, en passant par le Chief Financial Officers Forum – souhaitons pouvoir apporter une contribution aussi déterminante que possible. Nous désirons en effet orienter les choses dans des conditions qui correspondent à la fois aux besoins des assureurs, aux besoins des investisseurs et aux besoins de nos clients. Un système comptable a pour objet de traduire la performance de l'entreprise à l'usage de tous les interlocuteurs de l'entreprise, pas uniquement les marchés financiers.

Risques : Avec les contraintes imposées par ces normes à la valorisation des actions, ne craignez-vous pas que les sociétés d'assurances soient incitées à se détourner de ce segment du marché financier ? Et, n'y a-t-il pas un paradoxe à ce que, au moment où la France se décide à autoriser les fonds de pension qui vont élargir le potentiel d'investissement en actions, l'Europe adopte des normes comptables détournant les assureurs de ce type de placement ?

Gérard de La Martinière : C'est une illustration tout à fait intéressante du type de défi auquel nous sommes confrontés. Les assureurs français, *grosso modo*, étaient jusqu'à présent « raisonnablement investis en actions », de manière différenciée selon les compartiments d'activité, mais toujours marquée par un certain appétit pour l'investissement en actions. Étant raisonnablement investis en actions, ils ont pu mieux résister au choc des marchés financiers de ces dernières années que certains pays plus fortement investis en actions ; ils ont quand même subi le choc plus que d'autres pays marginalement investis en actions. L'enseignement de la crise financière oblige à considérer avec beaucoup d'attention l'investissement en actions.

Mais, en observant maintenant les différentes initiatives publiques dans ce domaine, on touche assez rapidement à la schizophrénie. C'est en effet exactement au moment où le ministère des Finances se préoccupe de contraindre les assureurs à mettre une proportion minimale d'actions dans les futurs produits d'épargne longue destinés à la retraite, qu'il prend toute disposition pour supprimer définitivement et complètement les mécanismes, de types « avoir fiscal », autorisant les investisseurs institutionnels à améliorer très légèrement la rentabilité comparée des actions et des obligations. À l'instant où un amendement parlementaire veut contraindre les assureurs à investir dans le capital risque et dans les sociétés innovantes, ils vont être obligés de mettre leurs actifs en valeur de marché, c'est-à-dire de fuir tous les compartiments du marché susceptibles d'avoir une volatilité plus forte que la

moyenne. On est évidemment en pleine schizophrénie dans ce domaine. La seule voie qui mérite, pour les assureurs, d'être suivie, c'est la voie technique et professionnelle de l'analyse actif/passif. Notre métier consiste à souscrire des engagements à différents horizons, comportant une dose significative d'engagements à long terme. En conséquence, nous sommes forcément amenés à inclure une dose significative d'investissement en actions, cohérente avec une adéquation actif/passif optimale dans une perspective de long terme. Encore faudrait-il que les dispositifs fiscaux ne soient pas trop pénalisants vis-à-vis de l'investissement « actions » et que les dispositifs comptables ou prudentiels ne soient pas complètement dissuasifs à l'égard de ceux-ci.

Risques : Pour faire la transition avec la gouvernance d'entreprise auquel le présent numéro consacre un dossier important, je voudrais vous demander en quoi les enjeux de la gouvernance d'entreprise rejoignent-ils les questions de risques et donc la matière que traitent les assureurs ? L'assurance n'a-t-elle pas un rôle à jouer dans la résorption du risque que représente l'entreprise ?

Gérard de La Martinière : Il faut que nous dédramatisions notre relation au risque que représente l'entreprise. Certes, les réactions actuelles peuvent s'expliquer par un certain nombre de déconvenues qui ont pu faire perdre la foi de certains investisseurs. Certes, l'identification, la mesure et la prévention des risques sont, de fait, une bonne chose parce que mieux connaître ses risques et mieux les mesurer c'est aussi mieux les maîtriser. Pour autant, je suis perplexe à l'égard de l'idée selon laquelle l'objectif à poursuivre dans ce domaine serait un objectif voisin du zéro défaut. L'assurance n'est pas et ne pourra jamais être la solution à ce type d'objectif, tout simplement parce que l'assurance c'est d'abord des entreprises d'assurances. La meilleure manière de ne pas prendre de risque d'entreprise n'est pas de souscrire un contrat d'assurance, mais de ne pas créer d'entreprise, comme la meilleure manière d'éviter toute espèce de difficulté

c'est la glaciation du zéro absolu. On est alors tranquille, plus personne ne bouge et de ce fait, il n'y a plus de risques. Ce n'est pas, je pense, l'objectif que doit poursuivre une société organisée. Ce qui manque à l'heure actuelle dans toutes les réflexions et dans tous les débats sur la gouvernance, c'est une claire identification des objectifs recherchés ainsi qu'une juste pondération des mesures et des pouvoirs à mettre en jeu pour réaliser un optimum, plutôt qu'un maximum.

Nous avons le même débat en matière d'évolution de la régulation prudentielle. La régulation prudentielle et la supervision d'un secteur comme l'assurance doivent-elles avoir pour objectif un zéro défaut ? Dans ce cas, nous sommes certains d'aboutir à des coûts absolument prohibitifs qui supprimeront toute valeur ajoutée de l'assurance par rapport à l'auto-assurance. De la même manière, si l'on vise systématiquement, à travers le triangle régulation/contrôle/mise en jeu de la responsabilité, à éliminer tout risque, nous aboutirons forcément à des dégâts tout à fait considérables, y compris d'ailleurs et bien entendu au premier chef, pour les investisseurs qui subiront *in fine* le contrecoup de la paralysie ou de la timidité qui en résulteront.

Il faudra que l'on arrive à déterminer quel est le champ de responsabilité des organes participant à la gouvernance d'entreprise par rapport à l'optimum de l'intérêt social de l'entreprise et de ses actionnaires. De ce point de vue-là, le débat qui se développe dans la sphère publique sur le principe de précaution peut être extrêmement dommageable à l'activité d'entreprise, s'il n'est pas encadré par un principe de réalité et de mesure. De fait, l'attitude la plus récautionneuse consiste à ne surtout pas avoir de clients et de fournisseurs, à ne pas produire et ne pas embaucher.

Risques : Pour autant, jugeriez-vous efficace et utile que l'on introduise le principe de précaution dans la Constitution ?

Gérard de La Martinière : Je ne suis pas un constitutionnaliste. Bien entendu, il faut améliorer la

gestion du risque dans l'entreprise et je dirais, plus particulièrement dans les entreprises d'assurances où cette gestion, parce qu'elle est le pain quotidien de tous les acteurs, n'a peut-être pas été suffisamment institutionnalisée dans les procédures internes. Mais, je pense que le mouvement est en cours. Par rapport aux débats actuels, il serait cependant judicieux de mieux dissocier la maîtrise du risque par l'entreprise et la communication externe sur ce risque. Toute information sur le contrôle interne du risque n'est pas bonne pour une communication externe. C'est évidemment un exercice difficile que de savoir ce qui peut être communiqué à l'extérieur et ce qui doit être traité en interne – mais l'intérêt de l'entreprise, comme celui des actionnaires, est probablement que dans 80 cas sur 100 le risque soit identifié, qu'il soit maîtrisé et réglé sans devenir pour autant un enjeu beaucoup plus complexe à gérer parce qu'il a donné lieu à communication. Il y a là, à mon avis, une réflexion qui n'a pas été assez poussée sur l'étendue de l'obligation de communication du risque.

Une grande partie de la responsabilité des organes de gouvernance de l'entreprise est à la fois de vérifier l'efficacité du dispositif de contrôle interne permettant d'appréhender la nature des risques, et d'évaluer les mesures prises par le *management*, quand il a la responsabilité de surveiller la gestion, afin que ces risques soient convenablement traités. La responsabilité des organes de gouvernance doit être aussi de décider de la divulgation d'un certain nombre d'informations en fonction, bien entendu, de cadres réglementaires servant de *guide-lines*. Mais, là encore, une entreprise d'assurances n'est pas une Sicav. Celui qui veut investir dans une représentation parfaite et transparente d'un marché du CAC 40 peut acheter une Sicav CAC 40. Celui qui veut investir dans une entreprise dont il pense, à tort ou à raison, qu'elle a un potentiel de développement économique, commercial..., doit accepter de faire confiance à une équipe de *management* et à un projet d'entreprise. Il a le droit d'obtenir des comptes fidèles, clairs et complets sur la façon dont les choses se déroulent. Pour autant, il n'achète pas un récipient pour sa transparence car celui-ci risquerait de rester vide.

Risques : Revenons à la gouvernance d'entreprise. Les récentes défaillances comme celles de WorldCom, Enron, Vivendi, Ahold, Parmalat etc., ont mis en lumière les insuffisances de la gouvernance dans bon nombre d'entreprises. Quel est votre sentiment à ce sujet ?

Gérard de La Martinière : Je n'ai aucune compétence pour juger les causes des défaillances que vous citez. Il est de bon ton aujourd'hui d'accuser systématiquement la mauvaise gouvernance dès qu'une entreprise essuie un échec. Permettez-moi de rappeler que l'entreprise, quelle que soit sa forme juridique, quel que soit son mode de gouvernance interne, est liée à la prise de risques. Par définition, les risques se réalisent parfois. Je crains que la prétendue mauvaise gouvernance de l'entreprise ne soit trop souvent un moyen bien pratique pour les investisseurs, les actionnaires, les co-contractants de fuir leurs responsabilités avec l'espoir de récupérer leurs fonds. Cela dit, la question de la bonne gouvernance constitue un défi majeur pour les entreprises. Elle correspond à un impératif catégorique auquel elles ont le devoir de se soumettre. Elle correspond aussi à leur intérêt bien compris pour de meilleurs résultats mieux perçus. Au plan micro-économique, c'est un élément clef de la relation de confiance entre l'entreprise et ses différents financeurs. Au plan macro-économique, elle ne peut que favoriser l'allocation optimale du capital entre les différentes activités.

Risques : Comme vous le dites, nous avons parfois le sentiment que la bonne gouvernance est utilisée comme un *mantra* pour échapper *ex post* aux conséquences de la réalisation des risques que l'on a accepté de prendre *ex ante*. Si l'on devait donner une définition rigoureuse de la bonne gouvernance, que proposeriez-vous ?

Gérard de La Martinière : Il faut souligner tout à la fois l'importance et la complexité du gouvernement d'entreprise. Ma conviction est qu'il n'y a pas de définition univoque de la bonne gouvernance d'entreprise, qu'il n'y a pas de modèle unique en la

matière. Pour une part, le gouvernement d'entreprise correspond à des standards communs à toutes les entreprises que tout actionnaire est en droit d'attendre de la société dans laquelle il a investi. Trois éléments me paraissent à cet égard essentiels : la séparation des fonctions au sein de l'entreprise, la clarté dans le choix du modèle de gouvernance et la transparence dans la communication des résultats de l'activité. Pour une autre part, le gouvernement d'entreprise correspond à une organisation et plus généralement à une image, propres à chaque entreprise, que chacune d'entre elles est seule à pouvoir assumer.

Risques : Pour autant, les débats en la matière ont eu tendance à se techniciser à la lumière des bilans réalisés sur l'efficacité des différents types de gouvernements d'entreprise mis en oeuvre au cours des trente dernières années. Pouvez-vous nous dire ce que vous pensez des recommandations les plus couramment formulées en ce qui concerne l'un des points que vous mentionnez comme étant essentiel, la séparation des fonctions au sein du conseil d'administration ?

Gérard de La Martinière : La séparation des fonctions est au cœur des recommandations retenues dans la plupart des chartes et des codes de conduite. Elle touche en effet directement au fonctionnement du conseil d'administration qui est, avec l'assemblée générale, l'un des organes les plus stratégiques de l'entreprise. De fait, elle détermine les conditions dans lesquelles les managers sont contrôlés par les actionnaires.

Un premier jeu de recommandations concerne la séparation des fonctions de contrôle par rapport aux fonctions de gestion, ce qui permettrait d'exercer chacune de ces deux fonctions avec plus de compétence et d'efficacité. Traditionnellement, les conseils d'administration ont cumulé les deux fonctions. Or, la fonction de pilotage politique de l'entreprise peut gêner le conseil d'administration dans la collecte de l'information nécessaire à l'exercice de la fonction de surveillance du management. La séparation peut intervenir dans le cadre d'un conseil de surveillance séparé du directoire, qui présente

l'intérêt de préserver l'unité du contrôle du management. Cette solution a l'avantage de séparer clairement la gestion du contrôle et de favoriser l'émergence d'un management collégial de préférence au pouvoir solitaire du président directeur général ou du directeur général. Cependant, elle peut aussi être obtenue grâce à la mise en place de comités spécialisés, permettant d'aborder avec plus de technicité les dossiers soumis au conseil d'administration. Naturellement, ces recommandations n'ont de sens que pour les entreprises qui ont une taille suffisante, un actionnariat dispersé et des administrateurs disponibles.

Un deuxième jeu de recommandations concerne la séparation de la fonction de présidence par rapport à celle de direction générale, limitant ainsi les possibilités de « capture » du conseil d'administration par le management de l'entreprise. Un président directeur général dispose en effet d'un pouvoir extrêmement fort par rapport aux autres membres du conseil : c'est notamment lui qui, de fait, propose les administrateurs, dispose de l'information technique et fixe l'ordre du jour du conseil. Pour autant, la séparation de ces deux fonctions n'est pas nécessairement souhaitable. Le management de l'entreprise a besoin de bénéficier du soutien du conseil d'administration pour mener sa politique. Or, ce soutien n'est pas implicite et la majorité qu'il suppose de rassembler au sein du conseil ne peut résulter que d'une « coalition » majoritaire, pour la négociation de laquelle le cumul des compétences est extrêmement utile. Ce qui est souhaitable, c'est que l'on dispose d'une panoplie de solutions afin que l'entreprise puisse choisir, sans entraves ni interférences extérieures, celle qui lui convient le mieux.

Un troisième jeu de recommandations concerne la présence d'administrateurs indépendants, qui contribuerait, avec la précédente, à limiter les possibilités de « capture » du conseil par le management. En pratique, toutefois, l'indépendance est relative (les administrateurs sont toujours plus ou moins dépendants du président pour leur renouvellement) et ne fait pas « bon ménage » avec la

compétence. Il faut donc être conscient que la véritable indépendance est moins dans les catégories juridiques que dans l'indépendance de jugement de l'administrateur, dans sa tête et dans ses tripes. Les exclusions *a priori* paraissent donc plutôt contre-productives. En revanche, il n'est pas illégitime de demander à l'entreprise de s'expliquer sur ce qu'elle entend par indépendance et comment elle l'a appliquée dans ces choix. Il faut bien dissocier la question de l'indépendance des administrateurs vis-à-vis du management pour l'exercice d'un contrôle efficace de celui-ci et celle de la représentation des actionnaires minoritaires pour leur protection adéquate. Il y a trop souvent en France, à la différence de ce que j'observe aux États-Unis et au Royaume-Uni, une confusion malheureuse entre les deux analyses.

Risques : À côté de la séparation des fonctions au sein du conseil d'administration, la rémunération des dirigeants a fait l'objet de très vives critiques qui ont donné lieu à des débats animés, y compris au niveau politique, certains hommes politiques étant allés jusqu'à proposer un plafonnement de cette rémunération. Jusqu'à quel point ce sujet fait-il partie, selon vous, de la bonne gouvernance d'une entreprise ?

Gérard de La Martinière : Il y a beaucoup de faux débats à ce sujet. Or, il faut être clair sur ce que l'on recherche. La France rémunère ses grands dirigeants au-dessous des standards internationaux. Si l'on veut empêcher les entreprises françaises de se doter des meilleurs dirigeants, il suffit de décider unilatéralement de plafonner la rémunération des dirigeants en France. Nos concurrents seraient certainement très satisfaits d'une telle décision. En revanche, il ne faudrait pas s'étonner que nos entreprises perdent en compétitivité et que la productivité de notre économie ralentisse. Le marché des dirigeants d'entreprise est un marché totalement internationalisé. Comme tout marché, il peut certes connaître des excès. Mais, il sait aussi les corriger dès qu'il en a pris pleinement conscience, comme on le

voit aujourd'hui des deux côtés de l'Atlantique où les rémunérations des dirigeants commencent à être revues à la baisse. Une intervention publique en la matière ne pourrait donc être que contre-productive. Cela dit, l'entreprise doit résoudre ce que les économistes appellent un problème de principal – agent. Les actionnaires – le principal – cherchent à motiver les dirigeants – l'agent – de façon, d'une part, à attirer les meilleurs d'entre eux, d'autre part, à les inciter à poursuivre leurs objectifs avec la meilleure efficacité. La rémunération est l'un des moyens efficaces à notre disposition, tant qu'il reste suffisamment souple, pour résoudre ce problème.

Les stocks options ont à cet égard suscité un débat très vif au cours des dernières années. Du point de vue de l'entreprise, ils présentent l'intérêt d'encourager les dirigeants à aligner leurs intérêts sur ceux des actionnaires et à prendre plus de risque qu'ils ne le feraient naturellement. Pour autant, les stocks options ne sont pas sans poser des problèmes réels lorsqu'ils incitent à manipuler les cours ou lorsque le prix des actions tombe au-dessous du prix d'exercice. Les stocks options peuvent donc être la meilleure ou la pire des solutions. Leur développement à grande échelle en France n'est que le reflet du caractère confiscatoire des prélèvements fiscaux et sociaux sur les hauts revenus dans notre pays.

L'intervention d'un comité des rémunérations indépendant permet d'éviter que les dirigeants de l'entreprise, mandataires sociaux ou non, soient à la fois juges et parties dans la détermination de leur rémunération, notamment de la part variable. C'est pourquoi, il est recommandé que le comité des rémunérations ne comporte aucun mandataire social et soit composé majoritairement d'administrateurs indépendants. Naturellement, le comité des rémunérations n'intervient en la matière que sous forme de propositions au conseil d'administration qui doit conserver la responsabilité ultime de la politique des rémunérations dans l'entreprise, sachant que le montant global de la rémunération des administrateurs est décidé par l'assemblée générale. Par contre, il faut garder à l'esprit que le comité des rémunérations n'est pas la seule

solution envisageable : de nombreuses entreprises anglo-saxonnes recourent alternativement à la « *peer review* », c'est-à-dire au contrôle par les pairs qui peut se révéler plus pertinent.

Risques : La mise en œuvre de la « contestabilité » du management ne fait pas intervenir uniquement le conseil d'administration et ses relations avec le management. Typiquement, elle passe aussi par des mécanismes de contrôle externe. Quelle place devons-nous accorder à ces mécanismes dans la perspective d'une bonne gouvernance d'entreprise ?

Gérard de La Martinière : Ces mécanismes destinés à assurer la « contestabilité » ou, plus précisément, la responsabilité des dirigeants ont nécessairement une place importante dans la bonne gouvernance des entreprises. Cela ne veut pas dire que les mécanismes qui ont fait l'objet d'une attention plus particulière soient aussi les plus efficaces.

Le premier d'entre eux, les offres publiques d'achat (OPA), constitue bien un moyen de contrôle complémentaire du management. La menace d'une OPA contribue à « discipliner » le management. Quant à l'OPA elle-même, elle est un moyen, certes dramatique, mais souvent très utile, pour changer une équipe dirigeante insuffisamment compétitive. Pour autant, cet argument d'efficacité doit être contrebalancé par les inefficacités potentielles des OPA. D'une part, les réorganisations succédant à des changements d'actionariat ont toujours un coût élevé pour l'entreprise concernée. D'autre part, les dispositions anti-OPA, en accroissant le coût des OPA, dissuadent les *raiders* qui n'ont pas réellement d'avantage comparatif en termes d'information ou d'efficacité du management. À l'inverse, des mesures telles que les droits de vote multiples ou doubles permettent de constituer plus aisément un actionariat de contrôle stable autour d'un projet d'entreprise à moyen-long terme. Ce serait une erreur de les prohiber.

Certains, tirant argument de la responsabilité sociale des actionnaires, voudraient mettre en place des mécanismes visant à les contraindre à exercer leurs

droits de vote ou, tout au moins, à les y inciter fortement. Si la plupart des actionnaires ne votaient pas, nous pourrions tout à la fois nous interroger sur la représentativité des équipes dirigeantes en place et nous inquiéter du pouvoir qui leur est conféré. Pour autant, il n'est pas évident qu'il faille imposer une obligation de vote. Le droit de vote est d'abord un « droit ». Il serait étrange d'en faire un devoir. Il est préférable que l'actionnaire exerce ce droit avec discernement lorsqu'il estime que l'intérêt est réel. Faut-il que les actionnaires précisent l'optique dans laquelle ils ont acquis les titres ? Ce serait sans doute une bonne chose, tout en sachant qu'une obligation interprétée trop strictement serait contre-productive dans la mesure où elle imposerait une contrainte inadéquate à un certain nombre d'entreprises, parmi lesquelles celles qui sont susceptibles d'effectuer des arbitrages de court terme sur leurs placements en actions.

Le renforcement de la protection des actionnaires minoritaires est aussi présenté par de nombreux intervenants comme un moyen de renforcer le contrôle du management. Les actionnaires minoritaires ont, de fait, une plus grande indépendance dans le jugement qu'ils peuvent porter sur la stratégie arrêtée par les actionnaires majoritaires. En outre, une dose minimale de dispersion de l'actionariat est nécessaire à la liquidité d'un titre et, donc, à sa bonne valorisation. Pourtant, cela ne justifie pas que les actionnaires ayant choisi d'être minoritaires bénéficient d'une protection spéciale. Ce qui est important c'est l'égalité des droits des actionnaires, scrupuleusement respectée, notamment lorsqu'il s'agit du droit à l'information. Encore, faut-il s'assurer de la pertinence de ces informations, de façon à éviter tant la surinformation que les informations difficilement interprétables.

Risques : Mais, finalement, ne faites-vous pas trop confiance aux entreprises, à leur capacité à trouver le juste équilibre entre les différentes contraintes qui s'imposent à elles, alors même que l'on constate une demande sociale croissante de régulation en la matière ?

Gérard de La Martinière : Soyons clairs : pour imposer une obligation au fonctionnement du marché, deux conditions doivent être préalablement satisfaites. Il faut, en premier lieu, que l'on soit en présence d'une défaillance avérée du marché. En second lieu, une solution incontestable doit pourvoir à cette défaillance. Or, je ne vois rien de semblable en la matière. Des faillites, il y en a eu et il y en aura tant que nous serons en économie de marché. Comme le soulignait Schumpeter, la concurrence est créatrice parce qu'elle est destructrice, elle détruit les activités qui se révèlent moins efficaces que leurs concurrentes, cela pour donner leur chance à ceux qui proposent des solutions nouvelles ou qui ont fait la preuve de leur efficacité. S'il y avait un modèle unique de bonne gouvernance et que les forces du marché conduisaient à s'en éloigner, il serait légitime d'imposer ce modèle. Mais, ainsi que nous aurons pu le constater, il n'y a guère de règle de bonne gouvernance incontestable. Chacune des règles examinées, et qui constituent les ingrédients actuels des principaux codes de bonne gouvernance, a ses propres limites. Les modèles de bonne gouvernance ont changé à travers le temps, sans que l'on puisse vraiment discerner une tendance univoque. Les modèles japonais et allemand de l'investisseur de long terme ont été plébiscités durant les années 1980, tandis que le modèle anglo-saxon est revenu en force durant les années 1990. Aujourd'hui, tous ces modèles sont plus ou moins en crise.

Les incertitudes entourant la gouvernance d'entreprise se retrouvent dans le fait, pour le moins notable, que l'efficacité de la plupart des recommandations contenues dans les codes actuels n'est pas du tout confirmée par l'observation empirique. Certes, ces recommandations revêtent le plus souvent un caractère qualitatif qui se prête difficilement à des tests quantitatifs de causalité ou de corrélation. Néanmoins, on ne peut être que frappé par la convergence des résultats négatifs des tests empiriques. À de rares exceptions près, les performances financières de l'entreprise ne sont pas corrélées avec les différentes recommandations que nous avons examinées. C'est le cas pour la séparation des fonctions au sein du conseil d'administration et pour

la présence d'administrateurs indépendants dans le conseil, même si les conseils d'administration plus indépendants se séparent plus aisément de leur dirigeant lorsque les résultats de l'entreprise sont insuffisants. C'est aussi le cas pour les modalités de rémunération des dirigeants, ainsi que pour l'intervention des comités de rémunérations indépendants. On note même un effet plutôt inflationniste de ces comités sur la rémunération globale des dirigeants, ce qui peut s'expliquer par la référence que ces comités font assez systématiquement aux standards prévalant sur le marché des dirigeants. Enfin, nous obtenons les mêmes résultats décevants pour les mécanismes destinés à accroître la « contestabilité » externe des dirigeants. Curieusement, les données font aussi apparaître une inclination plus grande des conseils d'administration les plus indépendants à introduire des mesures anti-OPA. Il n'y a donc pas de recette qui s'impose comme modèle de bonne gouvernance.

Risques : Quelles conclusions en tirez-vous pour la gouvernance des entreprises françaises ?

Gérard de La Martinière : La bonne gouvernance d'une entreprise résulte d'un ensemble cohérent de choix adaptés aux réalités culturelles, économiques, sociales et financières de cette entreprise. Une étude empirique récente du *National Bureau of Economic Research* confirme clairement ce point de vue. Analysant les effets de vingt-quatre dispositions censées être favorables à la bonne gouvernance de l'entreprise et aux actionnaires, elle confirme qu'il n'existe aucune corrélation avec la valeur de l'entreprise au niveau de chaque disposition prise individuellement. Elle fait en revanche ressortir une corrélation croissante lorsque ces dispositions sont combinées. Les entreprises appartenant au décile qui a mis en œuvre le plus de dispositions favorables à la bonne gouvernance auraient ainsi, sur le long terme, un rendement supérieur de 8,5 % par an par rapport aux entreprises dépendant du décile qui a mis en œuvre le moins de dispositions favorables à la bonne gouvernance. En outre, ces entreprises présenteraient

des performances globalement supérieures en matière de croissance du chiffre d'affaires, d'investissements et d'acquisitions externes.

C'est donc fort opportunément que la loi française, le rapport Bouton, le dernier rapport Afep-Medef et le rapport AFG laissent à l'entreprise le choix de son organisation optimale en ce qui concerne la séparation des fonctions de présidence et de direction générale, la séparation des fonctions de surveillance et de pilotage, ainsi que le recours aux administrateurs indépendants. Il est important que les codes de bonne gouvernance, élaborés par les acteurs de marché, conservent une grande souplesse afin de s'adapter à des environnements très divers. En contrepartie, c'est à juste titre que le rapport Afep-Medef demande aux sociétés cotées de « faire état de manière précise, dans leur document de référence, ou à défaut dans leur rapport annuel, de l'application des recommandations du rapport et expliciter, le cas échéant, les raisons pour lesquelles elles n'auraient pas mis en œuvre certaines d'entre elles ». Nous retrouvons ici le principe « *comply or explain* » du rapport Cadbury. Ce principe constitue l'un des fondements de ce que l'on a appelé la « *soft regulation* », laquelle permet aux entreprises de faire l'économie de mesures législatives rigides et mal adaptées aux particularités mouvantes des entreprises. Il est notamment garant du fait que la souplesse laissée à l'entreprise n'est pas accordée aux dépens de la transparence.

Risques : Mais, peut-on se contenter d'une démarche franco-française en la matière ? Le marché unique européen et la mondialisation ne nous obligent-ils pas à élargir cette démarche à terme ?

Gérard de La Martinière : Une réflexion des entreprises au niveau européen, visant à rapprocher les codes de conduite nationaux, serait probablement bienvenue. Elle éviterait que le législateur européen ne soit tenté de se substituer à la défaillance des acteurs de marché pour imposer des mesures contraignantes de portée trop générale. Le rapport Winter a permis de dégager des pistes de réflexion prioritaires. Dans sa communication sur le sujet, la Commission

européenne a su faire preuve de pragmatisme. Il appartient aux entreprises européennes et à leurs organisations professionnelles de relever maintenant le défi de l'harmonisation des codes, dans le respect de la souplesse nécessaire, qui doit naturellement être plus grande au niveau européen qu'au niveau national.

Risques : Quelle place doit avoir, selon vous, la bonne gouvernance d'entreprise dans les secteurs régulés, comme le secteur de l'assurance ?

Gérard de La Martinière : Naturellement, une place importante. Dans un secteur financier régulé, tel que l'assurance, la gouvernance d'entreprise fait partie intégrante de la sécurité des entreprises. Pour autant, l'assurance est une entreprise avec tous les charmes et toutes les difficultés d'une entreprise quelconque ; c'est une industrie avec toutes les problématiques habituelles d'actionnaires, de clients, de personnels etc. D'une manière ou d'une autre, ce qui est bon en matière de gouvernance pour l'entreprise en général sera bon pour l'assurance et réciproquement. Je ne vois donc pas de raisons de réclamer une espèce de régime spécial de gouvernance pour les entreprises d'assurances, avec un bémol important toutefois qui concerne le secteur mutualiste dans l'assurance. Celui-ci appelle naturellement des solutions et des recommandations un peu particulières par rapport au secteur des entreprises capitalistes.

Cela conduit à mettre en garde contre la tentation qui peut exister ici ou là, ayant parfois réussi à trouver une traduction législative, d'intégrer la bonne gouvernance à la régulation du secteur bien qu'il puisse y avoir des recoupements entre les deux et que certaines règles de bonne gouvernance puissent se retrouver dans la régulation de l'assurance, ou de la banque. Cependant, d'une part, les fonctions des deux sont radicalement différentes : la gouvernance de l'entreprise porte principalement sur la transparence des relations entre les dirigeants et les actionnaires lorsque la régulation se concentre sur la bonne fin des contrats qui lient les entreprises d'assurances aux assurés. Par définition, la bonne gouvernance ne saurait se confondre avec la bonne gestion d'une

société d'assurances. D'autre part, dans l'assurance, pas plus que dans les autres secteurs, nous ne disposons d'un modèle de bonne gouvernance incontesté et stable. Ce constat rend très hasardeuse toute tentative soit de graver dans des textes législatifs ou réglementaires un quelconque corpus de bonne gouvernance applicable spécifiquement à l'assurance, soit de confier aux organismes en charge du contrôle du secteur une mission générale de contrôle de la qualité de la gouvernance des sociétés d'assurances. L'élargissement du pouvoir discrétionnaire de ces organismes, qu'un tel contrôle supposerait, ne semble ni opportun par rapport aux compétences qui sont celles de ces organismes, ni conforme à l'évolution de la doctrine administrative.

Risques : Les réflexions sur la bonne gouvernance ne devraient-elles pas néanmoins inciter les pouvoirs publics à revoir les modalités de contrôle des entreprises d'assurances, au niveau à la fois des principes et de leur mise en œuvre ?

Gérard de La Martinière : Probablement. La complexité croissante des opérations d'assurance tout comme la complexité croissante des structures des sociétés d'assurances elles-mêmes, avec le développement des groupes d'assurances et des conglomérats financiers, rendent de plus en plus difficile le contrôle effectif et efficace des sociétés d'assurances par des organismes externes.

Au contrôle des opérations par les autorités, doit se substituer le « contrôle du contrôle », c'est-à-dire le contrôle externe des procédures de contrôle interne mises en œuvre par la société. Ce « contrôle du contrôle » vise à inciter les dirigeants et les actionnaires des entreprises d'assurances à mieux connaître leurs risques pour mieux les maîtriser. Tel est l'objet du pilier II de la réforme de la solvabilité des sociétés d'assurances engagé au niveau européen dans

le cadre de l'exercice dit « Solvabilité II ». Ce développement du « contrôle du contrôle » devrait modifier fondamentalement le contenu et les méthodes du contrôle prudentiel de l'assurance sur au moins deux points. D'une part, le contrôle prudentiel devrait se faire plus incitatif et moins prescriptif, ce qui devrait conduire à substituer aux instruments standardisés d'analyse et de gestion du risque, tels que la réglementation les impose aujourd'hui, des instruments sur mesure, qui seraient construits par les entreprises elles-mêmes pour s'adapter à la spécificité des risques auxquels elles sont confrontées. C'est là toute la problématique actuelle de l'utilisation des modèles internes pour déterminer les exigences en capital. D'autre part, le contrôle prudentiel devrait aussi se faire plus progressif et plus discriminant, en mettant l'accent sur le contrôle des procédures de contrôle interne dans les entreprises en bonne situation financière et sur le contrôle de la gestion financière elle-même dans les entreprises en situation financière plus difficile. On notera que ce contrôle plus progressif autorisera un usage plus efficient des ressources du contrôle en concentrant celles-ci sur les entreprises les plus à risque.

Risques : Pensez-vous que la réforme de la solvabilité des assurances, dont la Commission européenne a entamé l'étude, permettra d'évoluer en ce sens ? Quelles sont les perspectives pour l'assurance ?

Gérard de La Martinière : Cette réforme de la solvabilité est en effet importante et me semble engagée sur la bonne voie. Les autorités européennes sont déterminées à associer pleinement le marché à cette réforme. Avec le redressement de la situation sur les marchés financiers, nous aurions alors les ingrédients pour une industrie européenne de l'assurance forte et dynamique au cours des prochaines années.

2.

L'impact de la sécurité routière

techniques

■ Robert Leblanc

Pour une approche responsable de la sécurité routière

■ Marie-Antoinette Dekkers

Au-delà de la répression, la prévention

■ Jean-Pierre Peinoit • Alice Caillat

Agir maintenant !

■ Jean-Paul Guilhamon

*Innovation en assurance et sécurité routière :
une vision de long terme*

■ Patrick Thourot

La dérive des accidents corporels en France

■ Alain Ficheur

Sécurité routière et cotisations d'assurance automobile

■ Jean-Pierre Labalette

De nouveaux défis pour l'assurance

■ Philippe Pierre

« Boîte noire » automobile et assurance

POUR UNE APPROCHE RESPONSABLE DE LA SÉCURITÉ ROUTIÈRE

Robert Leblanc

Président du directoire, Siaci

Au moment où les auteurs de ce dossier finalisent leurs textes, le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, Francis Mer, interpelle les assureurs dans son allocution de clôture des *Entretiens de l'assurance*, en leur demandant une traduction du nouveau recul de la sinistralité sur les routes de France, dont nous nous félicitons tous, dans leurs tarifs d'assurance automobile.

Le débat est donc bien d'actualité et les articles qui suivent arrivent à point nommé. La presse s'était déjà fait l'écho de l'attente des consommateurs. Ainsi *Les Échos* titraient à la une du cahier « Entreprises et Marchés » du 27 novembre dernier : « Pas d'« effet Sarkozy » sur les tarifs de l'assurance auto » – suivait un article de Mireille Weinberg.

La profession de l'assurance est donc acculée à une position défensive. Elle peut à ce propos faire valoir trois réflexions :

– l'assurance automobile s'achète sur un marché libre, où le jeu de la concurrence évite la constitution de marges excessives ; toute marge de manœuvre réelle finit toujours par être exploitée par une partie de ceux qui la constatent, les autres sont contraints soit de s'aligner, soit d'accepter une érosion de leur volume d'affaires, soit de sortir purement et simplement du marché ;

– la baisse de fréquence n'est pas nouvelle ; personne ne peut contester que les décisions de l'actuel gouvernement ont eu des effets spectaculaires, mais la tendance lourde à la baisse est déjà ancienne, et les

ajustements tarifaires doivent s'apprécier sur une période significative ;

– le coût total des sinistres résulte, dans cette branche comme dans toutes les autres, de deux facteurs : la fréquence et l'intensité des sinistres – ce sujet est largement développé dans ce dossier. Nous savons tous que les évolutions des véhicules se traduisent par des réparations de plus en plus coûteuses, mais aussi que les accidents corporels conduisent à des indemnisations en très forte hausse, signe sans doute d'une société toujours plus solidaire ; ainsi, si la fréquence baisse, l'intensité augmente.

Le combat mené pour réduire la fréquence des sinistres a été érigé par le président de la République en grande cause nationale. Et tant de familles ont été éprouvées par les drames de la route que le soutien à cette cause est très fort. Pour autant, on peut s'interroger sur la manière dont elle est défendue.

Tout d'abord, il faut remettre les choses en perspective. La route tue et blesse, et c'est toujours trop. Non seulement dans l'absolu, mais aussi par comparaison avec ce qui se passe dans des pays voisins, où la preuve est faite qu'il existe des marges de progrès considérables. Mais il faut aussi relever que, dans notre pays, les accidents domestiques tuent deux fois plus que la route, et le tabac peut-être dix fois plus. La diabolisation de la voiture est donc excessive et il faut veiller à ne pas mêler lutte contre une cause directe de mortalité, lutte pour l'environnement et lutte de certains urbains pour une idée qu'ils se font de leur cadre de vie.

Il convient ensuite de relever que la diabolisation

de la voiture se résume souvent à une diabolisation de la vitesse. On remarquera que les campagnes menées contre les accidents de la route sont plus orientées vers des critères quantitatifs que qualitatifs. Cela s'explique très bien pour plusieurs raisons :

- les critères quantitatifs s'appliquent à tous et sont porteurs de résultats rapides, pour peu qu'une politique de sanction rigoureuse soit mise en œuvre ; ainsi l'abaissement des limitations de vitesse de 60 à 50 km/h en ville a eu, il y a quelques années, des effets immédiats ;
- leur respect est vérifiable sans débat, contrairement à ce qu'impliquerait une appréciation qualitative des comportements, et la technologie permet un déploiement des contrôles à grande échelle ;
- ils ont un caractère égalitaire, alors que tout ce qui touche aux compétences des personnes ou aux qualités de leur véhicule soulève bien des questions.

Pour autant, le respect mutuel des usagers des voies publiques, un respect qui va dans le sens de cet « apaisement de la route » souhaité par la délégation ministérielle à la sécurité routière, doit éviter d'être univoque. Le qualificatif péjoratif de chauffard était réservé, il y a quarante ans, à ceux qui doublaient en haut des côtes, sans visibilité, alors qu'aujourd'hui les médias l'appliquent à n'importe quel conducteur qui dépasse les limitations de vitesse, sans distinction des conditions de circulation. La stigmatisation des « grosses cylindrées » frise le ridicule quand on voit le seuil à partir duquel cette appellation est parfois employée.

Réintroduire du qualitatif, c'est certainement repenser les formations initiales mais aussi, comme toutes les parties prenantes s'accordent à l'envisager, renforcer l'ensemble des actions de formation et de sensibilisation tout au long de la vie, notamment dans les entreprises qui emploient des personnes appelées à prendre la route dans l'exercice de leurs fonctions. C'est aussi repenser la communication sur ces sujets graves, éviter les amalgames et les caricatures et revenir sur des questions oubliées : qui conseille encore de regarder dans son rétroviseur ou de mettre son clignotant pour changer de file ? Qui évoque encore la responsabilité de celui dont le véhicule

fait l'objet d'un dépassement, pour lui recommander de le faciliter en se serrant à droite, voire en levant le pied ?

Il faut sans doute aussi s'attacher à mieux cerner le cas de ceux que Jean-Claude Seys, président des MMA, appelait lors des « Entretiens de l'assurance » le 9 décembre dernier, « les gens qui échappent à la normalité ». Ce n'est pas en abaissant les normes d'alcoolémie de 0,5 à 0,4 g ou moins, ou les vitesses sur les roades de 110 à 90 km/h que l'on élimine le risque que des marginaux empruntent des voies de bus à des vitesses insensées avec des doses d'alcool dans le sang qui les mettent en réel état d'ivresse ou encore en ayant consommé des drogues qui sont par ailleurs illégales dans notre pays. La lutte contre ces comportements extrêmes appelle une réflexion spécifique, plus en amont.

Dans ce même débat, Pierre Florin, vice-président de la Prévention routière, rappelait ce qui faisait la force d'une règle. Le premier facteur est sa légitimité. Il n'est peut-être pas inutile de revenir ici sur la question des limitations de vitesse. Autant l'automobiliste peut admettre que l'espace urbain ne lui appartient pas et qu'une limite absolue de la vitesse de tous les véhicules y est une condition de sécurité collective indiscutable, autant il lui est en général difficile de trouver légitime une limite à 130 km/h sur une autoroute déserte. Combien de donneurs de leçons peuvent-ils se prévaloir d'avoir toujours respecté une telle limite ? Or être « pris » par deux fois à 180 km/h sur une autoroute déserte peut conduire à la prison ! *Le Figaro* avait d'ailleurs publié des articles à rebours du discours dominant à l'occasion du relèvement de limite de vitesse sur certaines autoroutes italiennes, le 27 janvier 2003. On y apprenait notamment, dans un article de Gérard Nicaud, qu'une expérience menée durant quatre ans au Montana, de 1994 à 1998, avec la levée des restrictions de vitesses, avait eu pour effet une baisse significative du nombre d'accidents.

À l'heure où une information dynamique est délivrée aux usagers des autoroutes et autres roades sur leurs conditions de circulation en termes de trafic et de temps de trajet, voire de météorologie ou de qualité de l'air, il ne serait pas aberrant de gérer des

limites de vitesse variables ; ainsi, l'on verrait s'afficher au même endroit, parfois « voie libre, vitesse libre », parfois « circulation fluide, limite à 150 km/h », parfois « trafic dense, prudence, limite à 110 km/h », parfois « bouchon ». On peut parier que les excès constatés seraient en forte baisse car les indications seraient comprises par une grande majorité de conducteurs et leur légitimité mieux reçue.

La question de la qualification des conducteurs pourrait également être approfondie avec l'aide des assureurs. Ce qui a été fait pour les jeunes conducteurs, avec le permis probatoire pendant trois ans, est une bonne amorce d'une différenciation des règles applicables aux conducteurs selon leur qualification. Là où, hors des espaces urbains, on pourrait envisager des limites qui ne soient pas absolues et universelles, on pourrait peut-être réserver aux seuls conducteurs dûment habilités certaines libertés ; ces habilitations pourraient reposer sur des qualifications, mais aussi sur un historique de sinistralité.

Dans ce dossier qui a pour objet de faire le lien entre progrès de la sécurité routière et assurance, le point critique est probablement la responsabilisation des conducteurs.

Les assureurs savent que la prévention, dans tous les domaines de risques, passe par une prise de conscience des assurés de leur propre responsabilité. Il faut prendre garde à une approche publique qui, si elle donne des résultats forts et rapides, pourrait rapidement buter sur un nouveau plancher, faute d'avoir suffisamment mis l'accent sur la responsabilité de chacun, et même tendre à tant assister les conducteurs qu'elle les déresponsabiliserait. Or nous sommes loin des scores souhaitables.

Pour revenir sur un sujet qui intéresse directement les assureurs, il faut d'ailleurs saluer la décision qui, depuis le 28 novembre dernier, qualifie de délits les défauts d'assurance et de permis. Car le revers de la répression grandissante, sans cette disposition, était de rencontrer sur les routes un nombre inquiétant de personnes continuant de circuler sans permis ou sans assurance.

Pour finir, on relèvera que l'assurance automobile britannique est beaucoup plus chère que la nôtre, alors que les routes du Royaume-Uni sont deux fois plus sûres. L'assurance française est donc très performante. Souhaitons que les autorités et les conducteurs le deviennent autant !

AU-DELÀ DE LA RÉPRESSION, LA PRÉVENTION

Marie-Antoinette Dekkers

Directrice des Études, La Prévention Routière

Au consensus qui a prévalu au long des années 1990 (former, éduquer, responsabiliser plutôt que réprimer) a succédé, avec succès, la reconnaissance de la nécessité du renforcement des contrôles pour faire respecter la règle. Il ne s'agit pas d'opposer ces deux volets car la répression ne peut constituer qu'une étape de l'intériorisation de la règle, qui devrait être l'objectif ultime des actions de sécurité routière. La prévention conserve un rôle majeur, notamment dans le traitement de risques émergents face auxquels il n'existe pas encore de réponse en termes de contrôle-sanction.

Oscar Wilde disait : « Je résiste à tout, sauf à la tentation ». Les responsables de la sécurité routière ont dû en convenir : en l'absence de contrôles, malgré leurs exhortations à un comportement responsable, le conducteur français – au volant d'une voiture rapide, confortable et dotée des équipements de sécurité passive « de dernier cri », dûment vantés par une publicité omniprésente, roulant sur des routes larges, droites, bien entretenues et peu fréquentées – ne résistait pas à la tentation et il ne respectait pas les limitations de vitesse. De ce fait, l'accident survenait à une vitesse au-delà de la plage d'efficacité des équipements de sécurité passive des véhicules et le nombre de tués rapporté au nombre d'accidents restait élevé.

Depuis l'annonce historique du Président Chirac, le 14 juillet 2002, l'association d'une très bonne communication et de l'annonce d'un train de mesures législatives et réglementaires aggravant sensiblement les peines en matière de délinquance routière a entraîné une amélioration spectaculaire des

résultats, avant même que ces mesures ne soient pleinement entrées en application.

Il ne s'est pas encore dégagé de consensus sur les explications à apporter au phénomène. Le bilan de la sécurité routière a ceci de surprenant que l'on constate des écarts, des variations, sans être capable d'en offrir une explication convaincante. L'introduction des radars automatiques avec une tolérance qui n'excède pas la marge technique est un élément entièrement nouveau dont il est difficile de prévoir pleinement les effets.

L'expérience de ces derniers mois prouverait qu'il n'y avait pas de particularisme culturel des Français / Gaulois en matière de sécurité routière, mais un pays où la probabilité subjective d'être contrôlé puis sanctionné en cas d'infraction était particulièrement basse. Les médias ont largement amplifié l'action des pouvoirs publics et contribué à relever très significativement cette probabilité subjective de contrôle / sanction, alors même que la probabilité objective n'augmentait que dans des proportions modestes.

Une politique de sécurité routière ne saurait toutefois s'appuyer durablement sur la seule répression. L'évolution de la société s'accompagne de l'émergence de nouveaux risques pour lesquels les instruments de contrôle ne sont pas nécessairement disponibles immédiatement et, surtout, l'éducation et la formation restent indispensables à l'intériorisation de la règle qui devrait être l'objectif ultime de l'action pour la sécurité routière.

Le précédent de 1973

La diminution en pourcentage du nombre de tués dans des accidents de la circulation (- 21,5 % sur les dix premiers mois de 2003 comparé aux dix premiers mois de 2002) n'a pas d'équivalent depuis la fin de la seconde guerre mondiale même si, en nombre de vies épargnées, les résultats obtenus en 1973-1974 étaient plus impressionnants. Il y a eu 13 393 tués entre le 01/11/1973 et le 31/10/1974 contre 15 801 entre le 01/11/1972 et le 31/10/1973, soit 2 408 tués en moins¹ (- 15,2 %). Cette évolution n'est pas propre à la France. En trente ans, le nombre de tués par habitant a diminué de façon régulière dans la plupart des pays européens, l'évolution moyenne se situant entre 2,6 et 3,7 %. On peut toutefois noter quelques différences dans les évolutions.

Certains pays comme l'Allemagne (alors la RFA), l'Autriche ou la Belgique ont connu, comme la France, des baisses importantes au début des années 1970. Cette décroissance s'est ralentie par la suite. D'autres pays comme le Royaume-Uni ou la Suède, où les taux étaient déjà plus faibles, ont vu le nombre de tués par habitant diminuer de façon plus régulière. Si le nombre de tués en 2003 passe en dessous des 6 000, la France ne sera toujours qu'à un niveau atteint par le Royaume-Uni en 1985...

Dans tous les pays de l'Union Européenne, la catégorie des jeunes de 18 à 24 ans est la plus exposée, avec un risque de mourir dans un accident de la circulation de 2,2 fois supérieur en moyenne au reste de la population.

Qu'en est-il en Europe ?

A-t-on récemment constaté dans les autres pays de l'Europe de l'Ouest une embellie comparable à celle de la France ? En 2002, en Europe de l'Ouest, le nombre de tués y a diminué en moyenne de 3,5 % par rapport à 2001, c'est-à-dire que l'on est donc resté sur la tendance moyenne depuis 1970. Le phénomène paraît donc bien spécifique à la France.

Europe de l'Ouest	Nombre de tués 2002	2002/2001
Allemagne	6 842	- 1,9 %
Autriche	956	- 0,2 %
Danemark	463	+ 7,4 %
Espagne	5 347	- 3,1 %
Finlande	415	- 4,2 %
France	7 242	- 6,2 %
Irlande	376	- 8,5 %
Norvège	310	+ 12,7 %
Pays-Bas	987	- 0,6 %
Royaume-Uni	3 431	- 4,6 %
Suède	560	- 3,9 %
Suisse	513	- 5,7 %
Total	27 161	- 3,5 %

Source : CEMT.

La baisse des vitesses moyennes

Un consensus scientifique semble régner sur l'élasticité des taux d'accidents à la vitesse moyenne, qui serait de l'ordre de un pour les accidents matériels, de deux pour les accidents corporels et de quatre pour les accidents mortels. La baisse de 20 % du nombre de tués en 2003 s'expliquerait ainsi par une baisse de l'ordre de 5 % des vitesses moyennes. L'Onisr publie des taux de dépassement des vitesses limites² et des taux pour de ces vitesses majorées de 10 %, mais ne publie pas de statistiques relatives aux vitesses moyennes pratiquées.

Deux catégories d'usagers de la route bénéficient actuellement, pour des raisons techniques, d'un statut particulier en matière de contrôles de vitesse : les motocyclistes et les poids lourds, dont la contribution au bilan des tués reste d'ailleurs bien supérieure à leur représentation dans la circulation.

La comparaison 2002/2001 révèle une évolution favorable du nombre de victimes motocyclistes (- 3,8 % de tués et - 6,5 % de blessés graves), mais ces résultats sont en deçà de l'amélioration générale (- 6,2 % de tués et - 8 % de blessés graves). De 1997 à 2001, le nombre de motards tués a augmenté de 7,4 % alors que le nombre de tués sur les routes baissait de 9,1 %.

Si les motards portent bien leur casque (96 %) et circulent feu de croisement allumé (92 %), ils continuent à rouler trop vite : les dernières données de l'observatoire des vitesses relatives au second quadrimestre 2003 font état de 63 % de motards en excès de vitesse, 40 % en excès de plus de 10 km/h et 6,5 % en grand excès de plus de 40 km/h, contre seulement 0,7 % pour les voitures.

Le renforcement des contrôles à leur égard annoncé par le délégué interministériel à la sécurité routière et notamment leur prise en compte par les

radars automatiques devraient contribuer à réduire ce sentiment d'impunité et permettre des gains de sécurité.

Qu'il s'agisse de la circulaire Bianco de 1992 interdisant l'utilisation des disques de chronotachygraphe à des fins de contrôle de la vitesse a posteriori ou des difficultés concrètes d'utilisation des cinémomètres radars, réglés sur les caractéristiques des véhicules légers, les poids lourds bénéficient également d'une relative impunité en matière de vitesse, qui se traduit aussi par des pourcentages importants de dépassement des vitesses limites (plus de 50 % des véhicules).

L'opinion publique percevrait très mal que ces deux catégories d'usagers restent à l'écart du durcissement du contrôle du respect des limitations de vitesse, autour duquel s'est concentrée la communication du gouvernement.

Communication et vitesse

La communication en faveur de la sécurité routière reste submergée par celle des constructeurs automobiles (1 milliard d'euros chaque année, de l'ordre de 100 fois plus que pour la sécurité routière). Les constructeurs se sont engagés à ne pas valoriser explicitement la vitesse dans leurs publicités, mais les ressources de la métaphore et la métonymie sont infinies pour suggérer la puissance, la nervosité, la liberté. Ne serait-il pas légitime de s'interroger sur les possibilités de mieux utiliser cet argent en faveur de la sécurité routière ?

Il est couramment admis qu'il faut augmenter les budgets de communication en matière de sécurité routière, mais cette idée ne s'appuie sur aucune évaluation probante des effets des campagnes déjà effectuées. On sait seulement qu'on peut mesurer l'impact de l'une d'elle campagne en faveur de l'application d'une mesure lorsqu'elle s'accompagne d'une politique de contrôle ciblée. L'inverse est sans doute vrai et l'acceptation du principe de radars

automatiques aurait eu tout à gagner d'une campagne de communication sur la vitesse, concomitante au déploiement des radars. On aurait peut-être ainsi évité le discours répété à l'envi sur l'Etat qui cherche à se remplir les poches...

Ce système va contribuer à améliorer le respect des limitations de vitesse, mais cela ne suffira pas à créer les conditions de leur légitimité sociale, étape incontournable pour créer les conditions d'une intériorisation de la loi.

Valoriser la réduction de la vitesse

La vitesse reste majoritairement perçue comme une valeur positive, pourtant alors que la réduction des vitesses pratiquées aurait un effet démultiplicateur sur de nombreuses autres mesures, à l'intérieur même du champ de la sécurité routière (l'efficacité des systèmes de sécurité passive en est un bon exemple), mais aussi à l'extérieur. Ainsi, l'installation des premiers radars automatiques a permis de constater que les collectivités locales y voyaient au moins autant un outil de régulation du trafic et de limitation des nuisances sonores qu'un outil d'amélioration de la sécurité routière. Le niveau de bruit baisse d'1 dB lorsque les vitesses baissent de 10 km/h (à comparer au prix des dispositifs de protection acoustique pour les riverains). La consommation de carburant, les émissions de polluants et de gaz à effet de serre, l'usure de pneumatiques difficiles à recycler diminuent. L'exploitation de la voirie rapide urbaine pourrait être repensée avec des voies moins larges.

La communication pourrait également s'appuyer sur l'affichage précis des coûts directs et indirects de la vitesse, la publication du risque relatif par marque et par type d'automobile, l'agressivité externe en fonction de la masse du véhicule, l'allure des courbes de freinage...

La vigilance

En dehors de toute intention de transgresser la loi, l'homme est sujet à l'erreur (on estime la probabilité à une erreur sur 500 décisions). C'est là l'un des fondements de la « Vision Zéro » initiée en Suède, qui vise à concevoir un système de circulation routière tolérant à l'erreur humaine en agissant sur le véhicule et l'aménagement de l'infrastructure. À l'origine de l'erreur se trouve souvent un problème de vigilance.

Même s'ils ne sont pas mentionnés dans les accidents corporels de la circulation (les bulletins d'analyse des accidents corporels de la circulation ne sont pas conçus pour cela), les troubles de la vigilance sont de plus en plus souvent incriminés dans la survenue des accidents de la circulation. 10 à 20 % des accidents sont attribués à une baisse de vigilance au volant, dont 30 % des accidents mortels sur autoroute et 2/3 des accidents de poids lourds. Les catégories de conducteurs les plus exposés sont ceux présentant un trouble du sommeil (syndrome d'apnée du sommeil, narcolepsie, cataplexie, insomnie chronique, travail posté, franchissement rapide de fuseaux horaires), les conducteurs de poids lourds et les jeunes conducteurs.

Les enquêtes réalisées sur les conditions de sommeil révèlent une tendance forte à la diminution du nombre d'heures qui lui sont consacrées, ce qui n'est sans doute pas sans incidence sur l'accumulation d'une « dette de sommeil » susceptible d'altérer la vigilance. De nombreux produits licites (alcool, médicaments) ou illicites (drogues) peuvent également avoir une action sur le niveau de vigilance. Le fait que la France reste dans le peloton de tête³ des pays européens en termes de consommation *per capita* d'alcool et de médicaments⁴ ainsi que de cannabis chez les jeunes n'est sans doute pas étranger à la persistance d'un bilan de sécurité routière lourd.

■ Les médicaments

Les procédures d'autorisation de mise sur le marché ne comportent pas de tests spécifiques des

effets sur l'aptitude à la conduite, mais une démarche de sensibilisation a été engagée en 1999 avec l'obligation d'apposer un pictogramme spécifique sur les emballages des spécialités susceptibles d'affecter la conduite. Aucun critère d'apposition n'ayant été défini, les firmes pharmaceutiques en ont abusé au nom du principe de précaution, ce qui banalise et dilue le message préventif. En 2000, la FFSA a financé un travail de classification plus fine des spécialités pharmaceutiques commercialisées en France en fonction de leurs effets potentiels sur l'aptitude à la conduite. Au printemps 2003, Par ailleurs, le gouvernement a par ailleurs demandé à l'Afssaps (Agence française de sécurité sanitaire des produits de santé) de mettre en place une classification des médicaments en termes d'aptitude à la conduite sous forme réglementaire, et ceci pour mars 2004. Il s'agira vraisemblablement d'une classification à trois niveaux.

Les personnes âgées sont de grosses consommatrices de médicaments, et notamment de psychotropes (55 % des femmes et 33 % des hommes âgés de plus de 70 ans en consomment), dont les dangers pour la conduite sont assez bien documentés. (55 % des femmes et 33 % des hommes âgés de plus de 70 ans consomment des psychotropes). Le maintien de plus en plus fréquent d'une activité de conduite dans cette tranche d'âge appelle à des actions spécifiques de sensibilisation des médecins et de leurs patients.

■ Les stupéfiants

La loi dite « Dell'Agnola », a constitué un nouveau délit de conduite sous l'emprise de stupéfiants. Son examen au Parlement a été entouré d'une polémique scientifique très vive entre des spécialistes partisans d'attendre les résultats de l'enquête épidémiologique, menée entre octobre 2001 et octobre 2003, pour asseoir scientifiquement la légitimité du texte et des toxicologues pour qui la dangerosité de la conduite sous l'influence de stupéfiants n'est plus à démontrer. L'application de la loi bute en tout état de cause sur l'absence

d'un dispositif de dépistage aussi simple d'utilisation et aussi peu onéreux que celui de l'éthylotest chimique.

Un consensus paraît s'être dégagé entre les spécialistes sur la démarche suivante : tests comportementaux, dépistage sur place (salive, sueur, urine), confirmation obligatoire dans le sang en laboratoire.

En France, les forces de l'ordre témoignent d'une certaine réticence à pratiquer des tests comportementaux, contrairement à de nombreux autres pays (Suède, Norvège, Belgique, Canada, États-Unis ou Allemagne). Les États-Unis ont normalisé une batterie de tests d'identification de signes et de symptômes de l'altération du comportement sous l'influence d'alcool ou de drogue, le *Standardised Field Sobriety Test*, dont les principaux éléments sont : l'examen des pupilles, le test d'équilibre de Romberg, le test déambulatoire (marcher talon-pointe), le test de station sur un seul pied et le test doigt-nez. Les tests dits « d'attention partagée » sont essentiels pour tester l'altération du comportement dans la mesure où la maîtrise de la tâche de conduite suppose que l'individu puisse partager son attention entre deux tâches ou plus.

La loi prévoit un dépistage urinaire qui présente un double inconvénient : il est peu commode à pratiquer au bord de la route, faute de véhicules offrant les conditions d'intimité requises, et les résidus décelés dans les urines peuvent correspondre à une consommation déjà ancienne, datant de plusieurs jours alors que l'individu n'est plus sous l'influence du produit.

Aussi, l'analyse de sang reste requise, en dernière étape, pour confirmer la consommation récente de stupéfiants. Elle fait appel à des techniques d'analyses (chromatographie en phase gazeuse ou liquide couplée à la spectrométrie de masse) beaucoup plus onéreuses que pour l'alcool. La loi, rappelons-le, n'a pas prévu de seuil de tolérance pour les concentrations sanguines de stupéfiants. D'autres pays européens l'ont fait : cette absence de seuil est vivement critiquée par les détracteurs de la loi.

◆ Informer sans attendre

Différentes études menées auprès des 15-25 ans ont révélé une méconnaissance profonde – voire un déni – des effets du cannabis sur le comportement au volant, alors que l'alcool et l'association cannabis-alcool sont reconnus comme dangereux. Il est frappant de constater la similarité avec le discours tenu sur les effets de l'alcool il y a encore une trentaine d'années.

Trente ans d'efforts ont permis de modifier les attitudes et une ébauche de changement des comportements en matière d'alcool. Il est urgent de s'attaquer à la prévention de la conduite sous l'influence de substances dont les enquêtes de consommation révèlent une croissance à l'âge même de l'accès à la conduite. Le « sur-risque » lié à l'inexpérience et à ce qu'il est convenu d'appeler le goût du risque des jeunes conducteurs est suffisamment élevé pour ne pas en rajouter. On l'a vu précédemment, le dispositif de contrôle reste extrêmement lourd ce qui, nous semble-t-il, empêche de lui donner à court terme, une dimension dissuasive. L'action d'information et de sensibilisation se trouve compliquée par le statut illégal des produits. « Quand on fume, on ne conduit pas » peut s'entendre comme une caution indirectement donnée au joint.

Les différents États membres de l'Union européenne disposent de réglementations nationales en matière de permis de conduire, conformément à la directive du Conseil 91/439/CEE, dans laquelle est précisé que « le permis de conduire ne doit être ni délivré ni renouvelé à tout candidat ou conducteur en état de dépendance vis-à-vis de substances à action psychotrope, ou, qui sans en être dépendant, en abuse régulièrement (...) ». Selon cette réglementation, des personnes en état de dépendance ne peuvent ni obtenir ni faire renouveler un permis de conduire. Des différences significatives existent en matière d'application de cette réglementation d'un État membre à l'autre. L'instauration de la visite médicale annoncée pour les candidats au permis de conduire pourrait être l'occasion d'une application plus rigoureuse de cette disposition de la directive européenne.

■ L'alcool

L'alcool reste le facteur d'altération de la vigilance dont l'impact sur les accidents reste le plus fort, du fait de sa fréquence. Le pourcentage d'accidents mortels liés à l'alcool ne diminue que très lentement, – il se situait encore à 30 % en 2002. L'alcoolémie moyenne constatée lors des accidents corporels se situe à 1,74 g/l, soit plus de trois fois le taux autorisé. L'existence d'une alcoolisation chronique chez un accidenté est d'autant plus probable que l'alcoolémie au moment de l'accident est élevée.

Des enquêtes récentes révèlent une évolution positive des attitudes à l'égard de la conduite sous l'emprise de l'alcool. Culturellement, il est de moins en moins admissible de boire *et* conduire, mais des progrès restent à accomplir en matière de comportement effectif. À côté du maintien d'un système de contrôles préventifs suffisamment denses pour être dissuasifs, il faut sans doute imaginer des sanctions et un suivi spécifiques pour les conducteurs alcooliques chroniques dont on constate qu'ils récidivent fréquemment. L'expérience suédoise d'éthylomètre anti-démarrage devrait fournir de nombreux enseignements à cet égard.

■ La communication embarquée

Une source importante de distraction à bord du véhicule échappe actuellement à toute sanction, il s'agit des équipements d'information et de communication embarqués, à l'exception notable du téléphone tenu à la main.

À quoi servirait-il de lutter contre des facteurs d'altération de la vigilance au volant comme l'alcool ou les drogues, si on en laisse parallèlement se développer des systèmes qui détournent l'attention du conducteur de ce qui doit rester sa seule tâche, la conduite ?

L'Union Européenne s'est penchée sur la question et a publié une recommandation⁶ aux termes de laquelle les informations visuelles non liées à la conduite et susceptibles de distraire notablement le conducteur doivent être désactivées ou doivent être exclusivement présentées de telle manière à ce que le

conducteur ne puisse pas les voir lorsque le véhicule est en mouvement.

Les résultats des recherches semblent indiquer la nécessité de retenir le même principe pour les informations auditives.

Faut-il limiter la puissance des véhicules ?

Sur l'ensemble du territoire de l'Europe, à l'exception d'une partie du réseau autoroutier allemand, sur aucune infrastructure routière il n'est permis de rouler à plus de 130 km/h. D'où vient-il que pratiquement tous les véhicules commercialisés sur ce marché permettent des vitesses de pointe supérieures à 160 voire à 170 km/h ? En s'abritant derrière le caractère nécessairement européen de la réglementation automobile, constructeurs et pouvoirs publics s'accordent à récuser l'éventualité du bridage au profit de dispositifs de régulation de la vitesse qui, à un horizon assez lointain (au moins dix ans), pourraient être commandés de l'extérieur, soit à partir de balises en bord de voie soit depuis des satellites.

Sans attendre cette évolution technologique, on pourrait prendre des mesures visant à limiter l'accès aux véhicules les plus dangereux à des personnes ayant démontré leur capacité de conduite sans accident sur des véhicules plus sûrs, pendant une période d'au moins deux ans par exemple. Une puissance massive élevée constitue un critère avéré de dangerosité, notamment aux mains de jeunes conducteurs. La mise en place du permis probatoire en 2004 pourrait s'accompagner de campagnes d'information à destination des parents et des conducteurs novices sur le risque spécifique du couple de l'alliance jeune conducteur/véhicule de puissance élevée. La question se pose également pour les conducteurs âgés. En Belgique, certains assureurs envoient l'assuré faire vérifier son aptitude à la conduire au dans un centre spécialisé, le Cara,

lorsqu'ils constatent l'acquisition d'un véhicule sensiblement plus puissant que les véhicules précédents.

Des forces de l'ordre mieux formées et équipées

Qu'il s'agisse de l'application de la loi sur les stupéfiants, de l'évolution des conditions de validité du permis de conduire (permis probatoire ou permis avec restrictions, envisagés pour les personnes présentant des problèmes d'aptitude médicale à la conduite), ou encore de la détection des faux permis de conduire, on constate que les compétences techniques et le niveau d'équipement requis par la fonction de contrôle de la circulation vont en augmentant. La spécialisation des forces de l'ordre, réclamée par de nombreuses associations, aurait un effet très positif à cet égard.

Favoriser l'éducation routière des adolescents

Alors même que l'accident de la route est quantitativement, et de loin, le risque le plus important couru par les collégiens et les lycéens, les efforts de prévention dans le cadre scolaire privilégient le tabac, la drogue et les MST. Pourtant, la détention du permis de conduire est aujourd'hui une condition de l'accès au marché du travail et donc de l'insertion dans la société presque aussi importante que savoir lire et écrire. Il ne paraîtrait donc pas illégitime que l'Éducation Nationale prenne en charge l'acquisition d'un certain nombre de connaissances constitutives du « savoir se conduire sur la route ». On pourrait imaginer la validation, dans le cadre du cursus scolaire, d'un certain nombre de modules de connaissances comme

pré-requis à l'apprentissage de la conduite. La voie est ouverte avec la prise en compte de l'ASSR (attestation scolaire de sécurité routière) de second niveau pour le permis de conduire.

Favoriser l'émergence d'une culture de la sécurité routière

Pour les théoriciens du droit, une règle n'est respectée que lorsqu'une grande partie de la population y adhère, et a fortiori les agents du système. La question qu'on peut se poser aujourd'hui est celle de savoir si, au cours des deux ou trois dernières années, la sécurité routière a gagné en importance dans les valeurs sociales actuelles. Certes, en termes de bruit médiatique, la sécurité routière est très présente depuis les élections présidentielles et législatives de 2002, mais cela signifie-t-il pour autant une évolution réelle de la perception du risque lié à l'automobile ? Les réactions de l'opinion face à la montée en puissance du système de contrôle-sanction automatisé au cours des prochains mois vont être à cet égard tout à fait éclairantes. Qu'il s'agisse de l'exigence du risque zéro ou de la recherche d'une meilleure qualité de vie, l'automobile, avec son cortège de victimes de la route, d'encombrements épuisants et de nuisances environnementales, l'automobile continue à profiter encore d'un statut singulier. La prévention a encore beaucoup à faire pour que cesse cette exception.

Notes

1. Pour mémoire, en juin 1973, limitations à 110 km/h sur les grands axes et à 100 km/h ailleurs, port obligatoire de la ceinture aux places avant et du casque hors agglomération, en décembre 1973, abaissement de la vitesse à 90 km/h sur les routes et à 120 km/h sur les autoroutes.

2. Voir www.securiteroutiere.equipement.gouv.fr/IMG/pdf/observatoire_vitesse.pdf

3. Avec 10,7 l d'alcool pur par an et par habitant, en 1999, la France se situe en quatrième position, derrière le Luxembourg, l'Irlande et le Portugal, juste avant l'Allemagne. La consommation par tête a toutefois diminué de près de 60 % en 40 ans, du fait notamment d'une diminution importante de la consommation de vin (Source : World Drink Trends, 2000).

4. Selon le Credes, les Français sont les plus grands consommateurs de psychotropes en Europe. Plus de 150 millions de boîtes d'anxiolytiques, d'hypnotiques, d'antidépresseurs et de neuroleptiques ont été remboursées en 2002 pour les assurés du régime général. Voir « Médicaments psychotropes : consommation et pratiques de prescription en France métropolitaine, en 2000 », in *Revue médicale de l'assurance maladie*, volume 34, n° 2, avril-juin 2003.

5. 3600 produits le portent sur les 4500 commercialisés.

6. 2000/53/CE : Recommandation de la Commission, du 21 décembre 1999, sur les systèmes efficaces d'information et de communication embarqués dans les véhicules et garantissant une sécurité optimale: déclaration de principes européenne concernant l'interface homme/machine [notifiée sous le numéro C(1999) 4786] (Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE),

http://adminet.com/leur/loileg_euro/leg_300X0053.html

AGIR MAINTENANT !

Jean-Pierre Peinoit

Conseiller technique, Familles rurales

Alice Caillat

Chargée de mission, Familles rurales

En 2001, lors de son Congrès national à Angers, Familles rurales lançait officiellement sa campagne de lutte contre l'insécurité routière. Depuis lors, ces préoccupations sont devenues un chantier national. Face aux drames routiers que connaissent chaque année des milliers de familles, c'est aujourd'hui à l'ensemble de la société de se mobiliser.

L'éloquence des statistiques

Depuis que la sécurité routière a été déclarée « priorité nationale » par le président de la République, l'on observe une très nette inflexion de l'accidentologie routière en France, mais les chiffres qui en ressortent pour l'année 2002 n'en sont pas moins saisissants : 7 242 personnes sont mortes sur les routes (5 732 morts en 2003), 137 839 ont été blessées dont 24 091 gravement. Parmi les victimes d'accidents mortels, on dénombre plus de 1 300 motards ou cyclomotoristes, 819 piétons et 246 enfants de moins de 14 ans. Au total, 105 470 accidents corporels ont été recensés.

Concrètement, la tête (19 %) et le thorax (18,4 %) sont les parties du corps qui concentrent les atteintes les plus sévères lors d'un accident de la circulation. Par ailleurs, lorsque les accidentés survivent, nombreux sont ceux qui se retrouvent paraplégiques ou tétraplégiques.

L'alcool et la vitesse constituent les deux causes principales de ces drames. Dans un accident sur trois, le taux d'alcoolémie est supérieur à 0,5 g/l de sang (taux limité autorisé). En rase campagne, quel que soit le type de réseau, la moitié des

automobilistes roule au-delà de la vitesse autorisée, et ce taux monte jusqu'à 80 % pour la traversée des petites agglomérations.

L'accident est toujours la conséquence d'une rupture d'équilibre du système de circulation dont les trois éléments – le conducteur, le véhicule, la route et son environnement – sont intimement liés. Or, dans 92 % des accidents mortels, on observe un comportement inadapté de l'utilisateur.

Le fléau de l'insécurité routière touche particulièrement le milieu rural. Alors que le nombre de morts sur la route baisse de manière générale en France, dans les campagnes, s'il n'augmente pas, il demeure cependant constant. Ainsi, 73 % des personnes tuées le sont en milieu rural qui compte aussi 56 % des blessés graves.

Une situation inacceptable

La délinquance routière est une délinquance de masse, qui concerne toutes les catégories de la population, y compris celles qui sont bien intégrées et qui ont par ailleurs un comportement prudent hors des espaces routiers. Bien que les Français déclarent que la sécurité

constitue pour eux une préoccupation de premier rang, ils ont tendance à accepter l'insécurité routière comme une fatalité, contrepartie du développement de la mobilité et des échanges économiques. Pourtant, l'insécurité routière est indéniablement le premier risque de mort violente dans notre pays et la première cause de mortalité chez les jeunes de moins de 25 ans.

Ce sont ces constats inacceptables qui ont poussé l'État à réagir. Un dispositif législatif a été mis en place, qui renforce la lutte contre la violence routière en aggravant les sanctions encourues et en améliorant la répression des infractions. Ainsi, la création d'un délit pour utilisation du téléphone portable au volant, celle d'un permis probatoire et d'un contrôle médical obligatoire pour les nouveaux conducteurs et ceux âgés de plus de 75 ans constituent autant de mesures complémentaires de nature à responsabiliser l'usager et à faire émerger une culture de sécurité routière.

Une campagne fondée sur des valeurs

L'automobile représente un symbole de liberté. Pour Familles rurales, elle ne doit pas devenir un instrument de mort. Le silence et la résignation qui entourent les décès survenus sur la route sont intolérables. Combien de familles frappées par le deuil ont-elles eu le sentiment de se heurter à un mur d'indifférence générale ?

Face à l'interpellation des familles qui en sont les premières victimes et parce que le milieu rural est le plus touché, le mouvement associatif a décidé de lancer sa campagne de lutte contre l'insécurité routière « Agir maintenant, c'est réagir à temps ! ».

La prévention est un axe fort de l'action du réseau auprès des familles. Lutter contre les comportements à risque, prévenir les accidents de tout genre, telles sont notamment les missions qu'il s'est assignées. Alors, pourquoi ne pas lutter également contre les comportements irresponsables et irrespectueux de

certains usagers de la route ? C'est à partir de ce postulat que la dynamique en faveur de la sécurité routière s'est développée au sein du réseau : ne pas aborder le thème par des entrées classiques (vitesse, alcool...), mais par le biais de valeurs qui fondent le mouvement : courtoisie, patience, vigilance, humilité, respect.

En 2002, plus d'une trentaine de fédérations, accompagnées de leurs associations, se sont mobilisées, créant de nouveaux outils, s'impliquant dans des programmes départementaux, représentant les intérêts de Familles rurales auprès des instances concernées, mettant en place des activités. Très diverses dans leur durée, par les méthodes utilisées, le public touché, les partenaires, ces actions ont permis au mouvement, dans les départements concernés, d'être reconnu comme un acteur à part entière – et incontournable – de la sécurité routière.

En finir avec la violence routière

Cette campagne, en contribuant à rendre la conduite plus sûre et à encourager un comportement plus responsable de tous les usagers de la route, constitue un point de départ pertinent pour inculquer, notamment aux jeunes, des valeurs qui sont le fondement du civisme.

Parce que chacun d'entre nous a un jour été touché, de près ou de loin, par l'insécurité sur la route, l'objectif est de passer de la prise de conscience d'une situation inacceptable à un véritable engagement, jour après jour, sur le terrain. Or, qui mieux que les familles est à même d'entreprendre des actions protégeant la vie de ses membres ? Elles constituent de ce fait le premier relais de prévention.

Les campagnes institutionnelles « classiques » de communication ont en effet montré leurs limites et apparaissent peu adaptées au contexte rural ; à l'inverse, la proximité des habitants en milieu rural, les liens forts qui existent entre eux développent une sensibilité participative, notamment lorsqu'un drame

touche la communauté. Familles rurales a sans aucun doute un rôle à jouer dans ce domaine et se doit de participer activement à la lutte contre les ravages de l'insécurité routière, en améliorant l'éducation et la formation à la sécurité routière et en sensibilisant tous les types de publics aux dangers de la route. Car nous ne saurions accepter que la route reste, au milieu de la civilisation, un îlot de barbarie et d'inconscience.

Comportements et incitations économiques

Le renforcement de la législation destinée à lutter contre la violence routière, en particulier la loi du 12 juin 2003 avec ses textes d'application, ainsi que la répression accrue des infractions doivent être complétés par un volet économique.

Outre l'aspect réparation des dommages qui est le premier élément justifiant d'un intérêt à s'assurer, il nous semble que le champ de compétence de l'assurance est aussi d'agir sur les comportements.

En matière d'assurance automobile, Familles rurales défend le système du bonus-malus en raison de sa lisibilité et de la comparabilité des offres. Il n'en demeure pas moins que ce dispositif, contesté

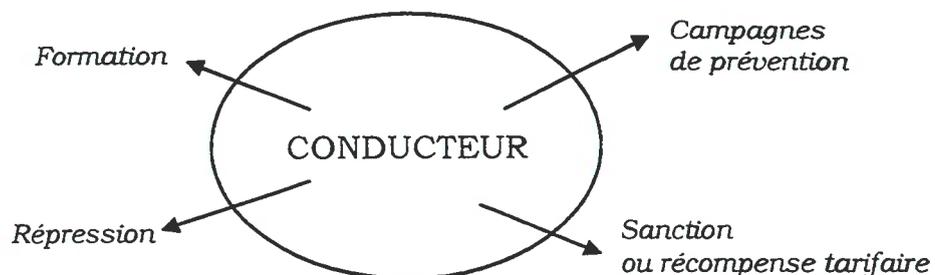
par la Commission de Bruxelles, peut être un facteur de non-déclaration de sinistre alors que son effet d'incitation à une meilleure conduite pourrait être amélioré.

Compte tenu de l'évolution du poste assurance automobile pour les ménages par rapport à l'indice des prix à la consommation au cours des dix dernières années, nous sommes convaincus qu'il est temps de mettre en place une politique tarifaire plus incitative au regard des évolutions des comportements des conducteurs. Nous estimons que les conducteurs doivent bénéficier d'une réduction progressive de leurs cotisations d'assurance, ne serait-ce que pour les encourager à poursuivre leurs efforts. C'est un élément de motivation qui fait appel à d'autres ressorts que la sanction et la « peur du gendarme », aspects dont l'intérêt n'est, par ailleurs, pas à remettre en cause.

Nous constatons une baisse de la fréquence des sinistres aussi bien corporels que matériels, de même qu'une baisse conséquente des vols automobiles durant la dernière décennie. Ce mouvement qui s'inscrit dans la durée compense largement les facteurs haussiers liés aux indemnités corporelles versées et au coût de réparation (main-d'œuvre et peinture principalement, le coût des pièces restant raisonnable).

La baisse des cotisations pour les conducteurs qui le méritent est un élément du cercle vertueux qui entoure le conducteur.

Éléments qui contribuent à une conduite respectueuse



Politique tarifaire à l'égard des jeunes

Actuellement, de nombreux éléments sont perçus comme contribuant à une politique dirigée contre les jeunes. Alors que la possession et la conduite d'un véhicule sont des éléments forts de reconnaissance sociale des jeunes, essentiellement des jeunes hommes, ceux-ci se heurtent à des barrières financières dissuasives : coût du permis élevé – sans parler des délais, niveau des cotisations d'assurance...

Cela entraîne d'une part des conséquences fâcheuses se traduisant par un accroissement du nombre de conducteurs non assurés et/ou n'ayant pas le permis de conduire. Ces conséquences se mesurent d'autre part en accidents matériels et corporels mais aussi sur le plan financier puisque la totalité des assurés verse une contribution au Fonds de garantie automobile, qui couvre les victimes d'accidents se trouvant privés d'indemnisation lorsque le responsable est inconnu ou non assuré (malgré l'obligation d'assurance qui existe depuis 1958).

Plutôt que de « sanctionner » deux fois les jeunes, avec une surcotisation au départ et des pénalisations dues au malus, il serait temps d'envisager d'autres hypothèses pendant la période probatoire instaurée par l'article L 223-1 du Code de la route :

- un niveau de cotisation initial équivalent à celui des autres conducteurs ;
- une évolution de la cotisation en fonction du nombre de points du permis. Dans ce cas, le facteur accident n'est plus seul pris en compte. Les jeunes conducteurs seront ainsi incités à respecter l'ensemble du Code de la route et à adopter les bonnes habitudes et attitudes, dans tous les domaines ;
- une tarification dissuasive de la surmotorisation ;

- une réduction sensible des cotisations pour les jeunes ayant pratiqué la conduite accompagnée ;
- des propositions de stages de perfectionnement permettant de ramener le niveau de la cotisation à son niveau initial lorsque celle-ci a augmenté à la suite d'un accident ou d'une perte de points.

À défaut de telles mesures, les faiblesses du système continueront à être utilisées (par exemple, l'enfant sera assuré par ses parents alors qu'il est le conducteur principal du véhicule).

Quelques réflexions

Il n'en demeure pas moins que notre société doit poursuivre une réflexion sur l'insécurité routière qui s'engage à peine afin qu'elle soit partagée par le plus grand nombre.

Quel est l'impact de films tels que *Le Transporteur*, *Taxi 1* et *2...* ou des spots publicitaires mettant l'accent sur la vitesse ? Comment limiter les comportements à risque chez les jeunes (rodéos, défis sur routes...) ? Quel est le poids réel des infrastructures dans les causes d'accidents ? Comment améliorer la sécurité sur les routes de campagne et empêcher qu'elles servent de défouloir alors que les forces de l'ordre ne peuvent être présentes en nombre ? Au-delà du bonus-malus, ne faut-il pas mettre en place une ristourne pour tous les conducteurs victimes d'un accident dont ils ne sont pas responsables ? Serait-il logique que la Sécurité sociale ne rembourse plus la visite médicale imposée aux conducteurs par la loi ? Quelle offre de transports pour ceux qui n'ont pas ou plus de véhicule ? Pourquoi ne pas confisquer le véhicule des conducteurs n'ayant ni permis ni assurance ? Comment augmenter significativement le fret ferroviaire et fluvial ? Comment protéger tous les utilisateurs de la route, y compris les piétons et les cyclistes ? Comment soumettre tous les utilisateurs de la route aux mêmes règles : contrôle des poids lourds par les radars automatiques, conducteurs étrangers...

Autant de questions, autant de réponses qui n'enlèvent rien à l'ardente obligation de conseil et d'explication qu'ont les assureurs. En effet, la segmentation tarifaire doit être lisible. C'est un aspect du fonctionnement de tout

système de couverture des risques. Encore faut-il, pour être transparente, que la sélection du risque soit expliquée clairement, y compris les clés tarifaires qui aboutissent au niveau de cotisation de l'assuré.

INNOVATION EN ASSURANCE ET SÉCURITÉ ROUTIÈRE : UNE VISION DE LONG TERME

Jean-Paul Guilhamon

*Président du Comité des particuliers, artisans,
commerçants et professions libérales, FFSA
Directeur général adjoint, Groupama*

La forte amélioration de la sécurité routière depuis trente ans ainsi que l'amélioration de la sécurité dans d'autres domaines concernant les familles ont permis la création par les assureurs de produits innovants qui ont connu un grand succès. Une politique de prévention à long terme apparaît donc comme un facteur de croissance important pour les assureurs et permet aux assurés d'enrichir et de diversifier leur couverture essentielle. Les conditions prévisibles du marché semblent montrer que le besoin social continue à croître fortement, créant de nouvelles possibilités d'assurances.

Depuis les trente dernières années, quelles sont les nouvelles attitudes à l'égard du risque ? La première évolution se traduit sans doute par un glissement de la réparation vers la prévention. Le rôle de la réglementation, son application et le financement des mesures de prévention ont pris beaucoup d'importance.

La seconde évolution, plus récente, s'observe dans le passage progressif de la prévention à la précaution, la prévention s'intéressant au risque connu alors que la précaution concerne l'incertitude face aux risques difficilement quantifiables.

Quel est l'impact de ces évolutions sur le nombre des victimes et sur leur indemnisation ?

Prévention : la diminution du nombre de victimes

En France, dans le domaine automobile, nous connaissons depuis trente ans une amélioration presque inédite, avec une baisse du nombre de décès de l'ordre de 20 % et une baisse du nombre d'accidents corporels d'environ 15 % par rapport à 2002. La dernière amélioration qui soit comparable date 1973 et 1974 et s'est faite de manière plus progressive, le même résultat ayant été obtenu en deux ans au lieu d'un.

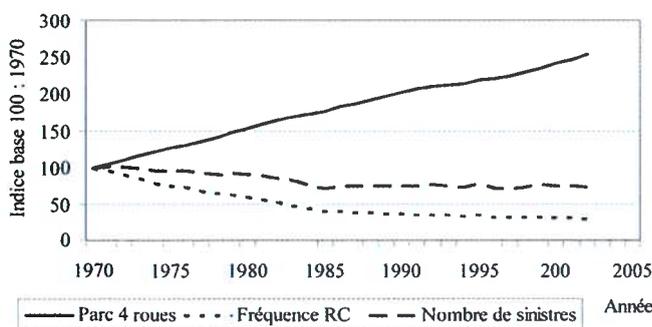
Que s'est-il passé durant cette période ? On a assisté à une très forte croissance de l'exposition au risque de chaque Français, compensée par l'engagement des assureurs et de l'État en matière de prévention.

La baisse actuelle des accidents ne doit pas faire oublier la nette tendance à long terme déclenchée dès le début des années 1970, qui a permis de diminuer le nombre de victimes de la route par un rapport

supérieur à deux, alors même que le kilométrage par véhicule doublait.

Du point de vue des assureurs automobiles, l'exposition au risque a doublé en trente ans alors que, en termes de fréquence de sinistre par contrat de responsabilité civile, la diminution a été d'un rapport de quatre. Si l'on s'intéresse aux kilomètres parcourus, on atteint un rapport de diminution de l'ordre de huit.

Evolution du nombre des sinistres RC depuis 1970



Source : FFSA.

Indemnisation : une forte augmentation

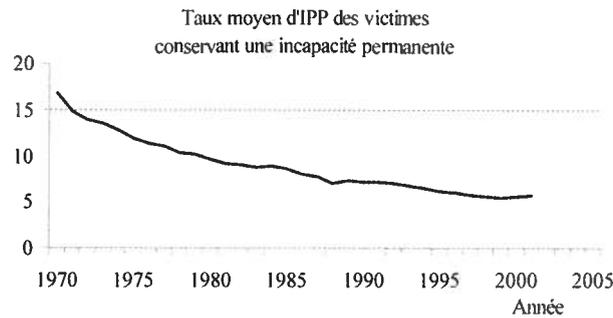
■ Demande sociale : les assureurs face à l'augmentation

Depuis 1970, la population française s'est sensiblement enrichie avec une multiplication par dix du PIB en valeur par habitant et de la consommation des ménages par habitant. Net de l'inflation, cela correspond à un doublement du pouvoir d'achat. Corrélativement, la demande sociale a fortement augmenté en ce qui concerne l'indemnisation des victimes d'accidents corporels. D'une part, l'indemnisation d'incapacité partielle permanente (IPP) a été augmentée de près de sept fois (coût du

point d'incapacité permanente), sensiblement supérieure à l'inflation (indice des prix multiplié par 5,5 sur la période) et, d'autre part, de nouveaux préjudices ont été peu à peu pris en compte.

De plus, en 1985, le législateur a décidé une indemnisation beaucoup plus large et systématique des passagers des véhicules et des conducteurs non fautifs en utilisant également les possibilités ouvertes par le gain en sécurité.

Pendant la même période, en revanche, la gravité des accidents a diminué. Le nombre d'accidents corporels par rapport au nombre total d'accidents est resté relativement stable, soit environ un accident sur dix. Il en est de même pour la proportion de victimes d'accidents de la route ayant conservé des séquelles, qui se situe toujours autour de 35 à 40 %. Mais le niveau moyen de ces incapacités a très fortement diminué, il est aujourd'hui d'environ 5,5 % d'incapacité partielle permanente contre 17 % en 1970.



Source : FFSA.

Au total, malgré cette très forte diminution de la gravité des lésions, l'indemnité moyenne versée à une victime avec incapacité partielle permanente a été multipliée par trois depuis 1970.

Il y a donc eu une autocompensation de la jurisprudence, mettant à profit la diminution du nombre de victimes et de la gravité des séquelles pour indemniser plus largement. Cette réponse à la demande sociale a été néanmoins rendue possible par les innovations apportées par le marché.

■ L'innovation des assureurs

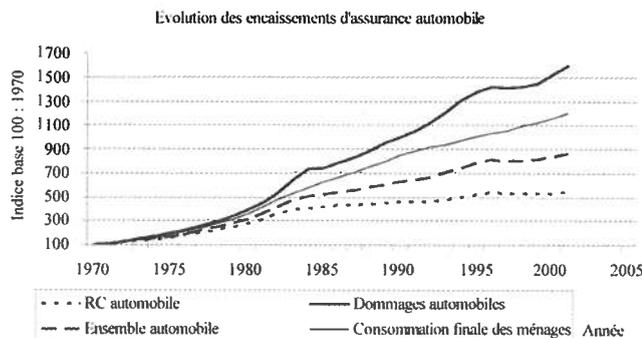
Au cours des trente dernières années, grâce à la meilleure maîtrise des risques, l'assurance de dommages de particuliers en France a développé deux innovations majeures : les contrats multirisques et les garanties de dommages corporels en droit commun. Ces innovations ont modifié les comportements et donc le marché de l'assurance automobile, ainsi que celui de l'assurance habitation.

◆ Création des contrats multirisques

L'amélioration de la sécurité routière d'une part et celle de la sécurité domestique d'autre part ont rendu possible une approche technique plus globale, orientée vers le besoin de couverture de l'objet et de son usage et non plus vers des événements particuliers.

• Automobile

En assurance automobile, la garantie de dommages tous accidents a permis de regrouper la couverture de nombreux événements impliquant ou non des tiers, événements préalablement couverts par des garanties indépendantes. Cette nouvelle garantie équipe aujourd'hui 60 % des véhicules contre 30 % en 1970 pour l'ancienne garantie tiers-collision. De même, les assurances bris de glaces, vols et catastrophes naturelles couvrent aujourd'hui 80 % des véhicules. La progression des garanties de dommages explique ainsi la quasi-totalité de la progression de l'assurance automobile au cours de cette période.



Source : Insee/FFSA.

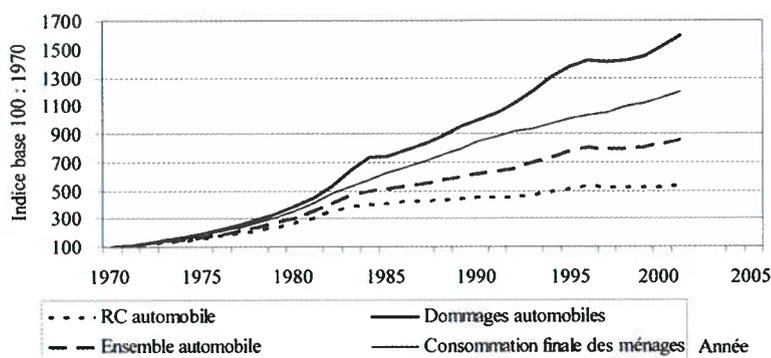
• *Habitation*

Mais c'est surtout en assurance habitation que la nouvelle démarche multirisque a permis de simplifier l'approche commerciale et technique. L'amélioration de la qualité des habitations et de leur entretien a amené les fréquences de sinistres incendie et dégâts des eaux à des niveaux autorisant une analyse globale intergaranties. Les années 1970 ont vu apparaître des produits simples, profitant

de la mutualisation entre les différents risques et évitant une différenciation trop poussée et onéreuse pour l'assuré.

Cette démarche permet à l'assurance multirisque habitation commercialisée sur le marché français de couvrir dans un même contrat et à un tarif beaucoup moins élevé des risques précédemment souscrits par contrat séparé. Elle équipe aujourd'hui 95 % des foyers français.

Evolution des encaissements d'assurance automobile



Source : Insee/FFSA.

◆ Création et développement des garanties de dommages corporels en droit commun

Les années 1980 ont vu s'établir une relative stabilité des méthodes d'évaluation du dommage corporel : les médecins experts ont uniformisé les barèmes de détermination des dommages et les tribunaux ont commencé à rapprocher leurs pratiques d'indemnisation.

À partir de la fin de la décennie 1980, les assureurs ont donc pu envisager la couverture contractuelle des victimes d'accidents corporels suivant les règles du droit commun, donc de manière beaucoup plus adaptée qu'avec des montants forfaitaires préalablement établis. Ils ont pu ainsi répondre à la demande sociale soulignée plus haut.

L'utilisation de ces méthodes d'indemnisation intégrale induit cependant des coûts qui ne peuvent être pris en charge que si le nombre de sinistres a suffisamment diminué, à la suite d'une politique de prévention efficace.

Ces éléments techniques ont été réunis en France depuis une quinzaine d'années pour la couverture des risques des conducteurs de véhicules à quatre roues : les assureurs ont proposé une garantie du conducteur responsable avec indemnisation en droit commun. Cette garantie couvre aujourd'hui les conducteurs de plus de 60 % des véhicules en circulation.

◆ Convergence des deux innovations : la garantie des accidents de la vie

D'importantes campagnes de lutte contre les accidents domestiques, principalement orientées sur les enfants, ont été réalisées dans les années 1990 par les organismes sociaux et les assureurs santé. Les bons résultats de ces campagnes ont permis une diminution sensible du nombre d'accidents domestiques.

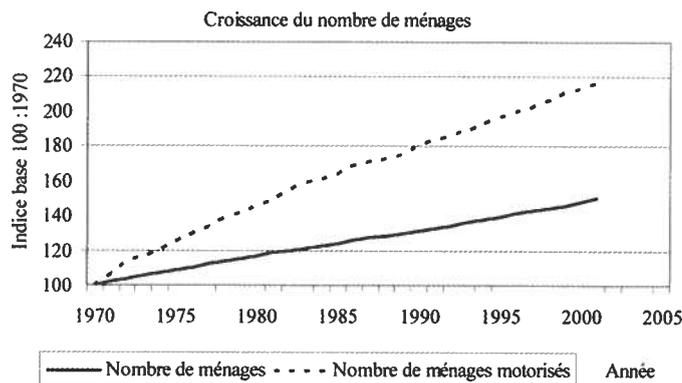
Même si ce risque est encore important et constitue une « nouvelle frontière » (18 000 décès environ, dont deux tiers de personnes âgées et

environ 100 000 blessés conservant des séquelles), il est apparu économiquement possible de couvrir les victimes de ces accidents par une garantie en droit commun. Les assureurs ont conçu un produit sophistiqué qui réunit les avantages de l'indemnisation en droit commun et de la mutualisation d'un contrat multirisque. C'est ainsi que la garantie des accidents de la vie (GAV) permet de couvrir non seulement les accidents domestiques, mais également des événements plus rares et plus incertains, tels que les accidents liés au sport, les accidents médicaux ou encore les conséquences d'une agression.

Le nouveau produit lancé par des assureurs de la FFSA il y a maintenant trois ans équipe déjà près de 1,5 million de foyers français.

Impact économique global

Entre 1970 et 2003, la proportion de ménages équipés en automobiles est passée de 55 % à plus de 80 % et, aujourd'hui, plus de 30 % d'entre eux possèdent plusieurs véhicules. Ce phénomène d'ampleur, accompagné par l'augmentation du nombre de ménages, a provoqué un accroissement de deux fois et demie du parc des véhicules de particuliers. De plus, la composition de ce parc a crû en qualité et en valeur, ce qui, compte tenu de l'augmentation de l'équipement de garantie de dommages, a favorisé la croissance de l'assurance automobile.



Source : Insee/Sofres.

Comme nous venons de le voir, l'équipement des ménages en garanties d'assurance de meilleure qualité a très fortement augmenté depuis trente ans. Cependant, en vision économique globale, nous constatons que, aujourd'hui comme en 1970, le ménage français dépense environ 1 % de son budget pour l'achat de contrats d'assurances de dommages.

L'amélioration de la sécurité routière et de la sécurité domestique, jointe aux innovations du

marché de l'assurance, a ainsi permis aux ménages de financer l'accroissement de leur équipement en assurance, et la forte amélioration de leur garantie sans surcoût spécifique.

Ces évolutions, extrêmement positives du point de vue de la santé publique l'ont été également pour les assureurs automobiles, en raison de l'augmentation de la demande sociale d'indemnisation.

Oser des prévisions à long terme ?

■ Évolution des risques

Le taux annuel de tués sur la route pour un million d'habitants est d'environ 60 au Royaume-Uni et en Suède pour 120 en France. Étant donné la comparaison croissante entre pays européens, l'un des principaux moteurs politiques actuels, il est probable que nous rejoindrons ces taux à long terme. Nous devrions ainsi voir les fréquences de nouveau divisées par deux, par exemple d'ici quinze ans.

■ Amélioration de l'indemnisation

Les indemnisations en France sont en moyenne d'un bon niveau en comparaison des autres pays européens.

Cependant, dans certains cas particuliers, les méthodes d'évaluation des préjudices employées dans les pays européens voisins, tels que la Belgique, l'Allemagne ou l'Italie, amènent à indemniser plus largement soit les préjudices économiques, soit les préjudices extra-patrimoniaux.

La convergence des méthodes d'évaluation et d'indemnisation entre pays européens est déjà engagée et sera accélérée par les prochaines directives sur l'assurance automobile. Cette convergence se fera certainement grâce à un nivellement par le haut qui profitera aux victimes.

En France, les indemnisations sont, de plus, particulièrement perfectibles dans certains domaines comme les accidents du travail, voire l'aléa thérapeutique. Ces indemnisations pourront ainsi encore nettement progresser.

Nous retrouverions ainsi dans le futur des conditions proches de celles des trente dernières années, qui pourront permettre une amélioration de la sécurité. Celle-ci répondra à son tour à un besoin social plus élevé, grâce à de nouvelles innovations et à la généralisation des avancées actuelles.

D'où les deux remarques suivantes :

– le domaine informatique semble régi par la loi de Moore, selon laquelle la puissance des microprocesseurs double tous les deux ans. De façon analogue, dans le domaine automobile, le passé montre une diminution par deux de la fréquence tous les quinze ans. Ce rythme pourrait se poursuivre dans les quinze prochaines années ;

– ce schéma vertueux – amélioration de la sécurité et de l'indemnisation – s'étendra sans doute au domaine corporel hors automobile.

L'indemnisation de toutes les victimes, qu'il y ait ou non un responsable, suivant les règles du droit commun, est une tendance à moyen terme. Les assureurs devront répondre à cette demande en proposant une continuité de couverture des personnes tout au long de la vie et quel que soit l'événement subi, qu'il relève de la force majeure, du domaine professionnel, médical ou de l'accident domestique ou de loisirs.

Notre « nouvelle frontière », après la sécurité routière, sera-t-elle la sécurité domestique et familiale ?

LA DÉRIVE DES ACCIDENTS CORPORELS EN FRANCE

Patrick Thourot

Directeur général délégué, Scor

La réduction actuelle du nombre des accidents de la route ne doit pas cacher l'augmentation de la fréquence ni, surtout, celle de la gravité des accidents corporels. L'incertitude quant à l'ampleur et au coût des indemnités pèse sur les niveaux de cotisations, à travers les difficultés d'évaluation et le manque de visibilité sur la dérive dans le temps. Il serait donc profitable à la mutualité des assurés de s'orienter vers des modalités d'encadrement des demandes d'indemnités qui leveraient ces incertitudes.

En France, l'heure est, aux bilans positifs de l'action des pouvoirs publics en matière d'accidents de la route, réputés en forte diminution, et à la conséquence évidente de la réduction nécessaire des cotisations de responsabilité civile automobile. La cause est sans doute plus complexe qu'on ne pourrait le souhaiter puisque, malheureusement, assureurs et réassureurs constatent une augmentation rapide (+ 12 % en 2002) du coût moyen des sinistres corporels graves. Pour rendre positive la présentation du problème, la question serait donc : sous quelles conditions les assureurs peuvent-ils faire bénéficier la mutualité des assurés en responsabilité civile automobile de l'amélioration des fréquences d'accidents corporels ? Cet article vise à poser quelques jalons pour cette réflexion, qu'il faudrait rendre collective et, si possible, constructive.

Un bilan mitigé

On connaît, en France, une baisse tendancielle des accidents corporels, les seuls auxquels nous nous intéresserons ici. Rappelons que les accidents corporels automobiles représentent 22 % des indemnités RC

automobile et ceux dits « graves » (indemnités supérieures ou égales à 1 million d'euros), 10,7 % (en 2002). C'est dire si la fréquence de ces accidents est déterminante pour l'équilibre technique de la branche RC automobile. De 1993 à 2002, le nombre d'accidents avec conséquences corporelles a baissé de 23 %, soit 2,3 % en moyenne par an, le nombre de morts de 20 %, et le nombre des blessés de 27 % ; la baisse s'est accentuée en 2002, et 2003 devrait confirmer ces bons résultats. La tendance est constante et, on doit s'en féliciter, ancienne. Il faut néanmoins noter que le nombre d'accidents et de blessés baisse plus vite que celui des tués, ce qui peut laisser supposer le maintien d'un niveau élevé de gravité des accidents.

La France connaît, semble-t-il, une relative modération dans la reconnaissance des micro-lésions ou petits dommages corporels –, et notamment le célèbre « coup du lapin », qui peut représenter 66 % du coût des indemnités corporelles en Italie, contre seulement 6 % en France (étude du CEA). Mais, en contrepartie, le coût moyen des sinistres corporels en France atteint 13 300 euros par sinistre, contre 5 400 en Grande-Bretagne et 3 300 en Espagne. Moins de petits sinistres, certes, mais des sinistres graves très coûteux par rapport à des pays européens proches où l'on a tout lieu de penser

que le prix de la vie humaine – le *pretium doloris*, les préjudices personnels, ou la perte de gains futurs – est évalué de façon sensiblement identique à la France.

En outre, si l'on examine le nombre et les coûts moyens des sinistres corporels graves (supérieurs à 1 millions d'euros), leur nombre a tendance à augmenter depuis 1995 (de 204 à 290), ainsi que leur coût moyen, alors que l'inflation implicite au PIB est faible. Quant aux très graves (plus de 3 millions d'euros), ils augmentent fortement de 2000 à 2001 (de 34 à 66) et atteignent plus de 80 en 2002. La gravité, au moins mesurée par le coût, tend donc à croître, et le nombre de cas très graves à augmenter. Enfin, le coût moyen des sinistres réglés en 2001 a augmenté de 12 % sur 2000 (derniers éléments connus).

En résumé, si la réalité humaine de l'accident de la route s'améliore, il n'en est pas encore de même pour son contenu économique : le nombre des blessés très gravement atteints et les coûts de ces accidents subis pour les assureurs et les réassureurs croissent très rapidement (5 à 6 fois plus vite que le PIB en valeur !). Étant donné qu'il s'agit d'une partie essentielle des coûts de l'assurance automobile, de grands progrès restent à faire pour que la mutualité des assurés bénéficie de la réduction du nombre des accidents de la route. On notera au passage que les conditions très favorables de la gestion des sinistres R.C. matériels et les efforts consentis collectivement pour limiter le nombre et le coût des petits sinistres corporels (conventions CG-Irsa et Irca sur leur indemnisation directe) ont permis à l'automobiliste français « bon risque », voire « jeune conducteur », de payer l'une des cotisations automobiles les moins élevées d'Europe (source Irsa, – Institut italien de recherche sur l'assurance, – juin 2003).

Les particularités françaises

Faut-il souligner d'abord que l'accident de la route est l'accident le mieux indemnisé en France ? François Ewald rappelle fréquemment que le droit de l'accident n'est pas uniforme en France et que cela est particulièrement

choquant. Jusqu'à la création de la garantie « accidents de la vie », les accidents domestiques et thérapeutiques, voire l'invalidité du conducteur responsable, étaient peu ou mal assurés, donc indemnisés. L'accident du travail échappe au droit commun au profit de l'indemnisation forfaitaire de la Sécurité sociale, sauf s'il s'agit d'un accident de trajet, auquel cas il est indemnisé comme un accident de la route (ce qui n'est que justice !). Ce dernier est donc plus largement indemnisé en France que les autres accidents.

Par ailleurs, l'évolution de la société explique presque « mécaniquement » le maintien d'un niveau élevé de gravité et donc d'indemnisation. La réduction heureuse du nombre de décès se traduit aussi, malheureusement, par l'augmentation de la gravité des handicaps dont sont atteintes les victimes. Le développement de la circulation des motos de plus de 150 cm³ (+ 38 % en dix ans) n'y est pas étranger. Enfin, la multiplication des chefs de préjudices est une caractéristique ancienne, mais très vivante. Le rapport du Conseil national de l'aide aux victimes de juin 2003 en propose une édifiante nomenclature : économiques temporaires, économiques permanents (frais futurs, tierce personne, incidence professionnelle notamment), non-économiques temporaires (dont le *pretium doloris*) et permanents (fonctionnels, d'agrément, esthétiques, sexuels, d'établissement), ainsi que les préjudices économiques et non-économiques des victimes par ricochet (parents de victimes). On peut légitimement penser que le *damnum emergens* (dommage ressenti) et le *lucrum cessans* (perte de capacité de gains) sont ainsi largement évalués, de même que les divers préjudices extra-patrimoniaux. Le rapport du groupe de travail ne manque pas, d'ailleurs, d'affirmer qu'il n'a pas voulu « enfermer la nomenclature » et qu'il ne faut pas restreindre la liberté du juge, dans l'appréciation de la nature des préjudices, sauf à la limiter au montant global de la demande.

Mais ces évolutions – inéluctables et sur lesquelles l'assureur ne peut ni ne doit avoir de prise ni de jugement de valeur – ne sont pas les véritables causes des difficultés actuelles. Connues, prévisibles, elles sont mesurables et font logiquement partie du processus de

tarification. Elles pèsent certes sur le montant des cotisations, elles obèrent en partie les efforts des pouvoirs publics pour faire bénéficier les assurés des effets de la baisse des fréquences d'accidents, mais elles ne jouent pas à long terme sur l'évolution globale des coûts et des prix du service d'assurance qui, depuis 30 trente ans, sont à la baisse.

Dommages corporels graves : le problème de l'inflation

P principal facteur d'incertitude sur la tarification de la RC automobile, l'inflation des coûts pèse durablement sur l'appréciation des résultats de la branche par l'assurance et la réassurance. Pour les dommages corporels graves, cette inflation représente chaque année trois à quatre fois l'évolution générale des prix. Les causes de ce phénomène et ses points d'application sont multiples, comme nous le révèle l'étude Focus de Scor (– septembre 2003) :

- Le coût moyen des sinistres graves dont le taux d'invalidité permanente partielle (IPP) dépasse 75 % augmente très brutalement avec le taux d'IPP : 61 % de plus pour la tranche 80/89 % d'invalidité, que pour la tranche inférieure (70/79 % d'invalidité) et 130 % de plus pour la tranche 90/100 % d'invalidité.
- L'âge des victimes diminuant, les coûts d'indemnisations augmentent, – d'autant qu'il n'existe toujours pas d'étude sur la mortalité spécifique des victimes gravement invalidées. Ce sont donc les tables de mortalité générales qui sont appliquées.
- La fréquence croissante des traumatismes crâniens, dont le coût moyen est lui-même en forte évolution : 37 % des cas de l'échantillon étudié par Scor pour 2001.
- Le coût de la ou des tierces personnes dites « futures » (c'est-à-dire dont l'assistance est définitivement nécessaire après consolidation du handicap) et qui représente 32 % du coût de l'indemnisation. Ces dépenses ne cessent de progresser sous le triple effet de la tendance à multiplier le nombre de tierces personnes nécessaires,

des augmentations de salaires (supérieures à l'indice des prix implicites au PIB) et... des 35 heures.

– Les coûts d'adaptation du logement au handicap progressent de 39 % entre 2000 à et 2001. En outre, les magistrats tendent à accorder une indemnisation permettant d'acquérir un nouveau logement plutôt que d'aménager le logement existant.

De plus, les indemnisations des victimes corporelles graves subissent la dérive des coûts des frais médicaux et des dépenses hospitalières, – élément qu'il n'est pas nécessaire de commenter puisqu'il s'agit d'un phénomène général. Il faut néanmoins souligner que l'inflation est d'autant plus forte que les victimes doivent bénéficier de thérapies lourdes et longues et que l'hospitalisation viagère, plus fréquente qu'auparavant, a connu une progression de coût de 12 % l'an dernier. L'évolution des taux d'intérêt et la révision des modes de calcul de rentes en cas d'option de la victime pour ce mode d'indemnisation ont également pesé sur les coûts en capital des indemnités liquidées au cours des deux dernières années.

Enfin, le phénomène bien connu, mais peu étudié, dit « de réouverture du dossier d'indemnisation en aggravation », ajoute des causes d'incertitudes à ce panorama.

Pour être complet, il faudrait encore souligner qu'il existe toujours des différences majeures d'indemnisations en valeur absolue selon les Cours d'appel qui sont amenées à fixer l'indemnité. Ce n'est pas un faible facteur d'inflation intrinsèque que de savoir et de publier que la victime est plus largement indemnisée à Toulouse qu'à Lille et à Marseille qu'à Rennes ou Strasbourg. On imagine sans peine les effets redoutables de cette dispersion sur la prévision des coûts finaux pour l'assureur.

Y a-t-il des solutions ?

Il serait sans doute plus simple de laisser faire. En effet, il y a peu d'éléments nouveaux dans les causes d'inflation de ces indemnités : les frais médicaux croissent depuis trente ans, le nombre et le coût des tierces personnes aussi, le choix entre

capital et rente est une question ancienne, la gravité et donc le coût augmentent de façon non linéaire par rapport aux taux d'IPP. La conséquence logique en est que le poids des dommages corporels graves ira croissant dans le prix de l'assurance automobile, dès lors que fréquences et coûts moyens seront maîtrisés pour les autres catégories d'accidents. Les assureurs résisteront à la baisse des taux de cotisations faute d'une visibilité suffisante sur les coûts des sinistres graves prévisibles, tout en contestant à juste titre l'évolution favorable des fréquences.

Il serait sans doute plus sage d'ouvrir un débat avec les principaux acteurs, tant les spécialistes de la prévention des accidents que les médecins, les magistrats et le monde de l'assurance, autour de deux idées.

D'une part, le caractère limité de la garantie n'est pas une idée hérétique si l'on veut bien convenir d'une limite socialement acceptable, qui donnerait quelque sécurité à l'engagement de l'assureur. Cela permettrait d'éviter des surenchères à l'américaine dans les demandes de certaines victimes.

D'autre part, la « barémisation », (ou au moins l'encadrement des demandes et des coûts) donnerait l'indispensable sécurité à l'évaluation des sinistres graves. L'idée n'a rien de révolutionnaire : il existe des barèmes d'évaluation (certes, pas d'indemnisation !) médico-légaux, et le rapport du Conseil national d'aide aux victimes propose bien de définir une nomenclature de postes de préjudices et de créer un Référentiel indicatif national, statistique et évolutif. Les divers systèmes de RC objectives expriment une démarche de barémisation (voir la RC des centres de transfusion sanguine). Il existe un barème d'indemnisation de l'Oniam (responsabilité médicale) ainsi que le quasi-barème de la convention d'indemnisation des victimes de petits accidents corporels automobiles. Il restera à démontrer dans la

pratique que le barème (ou le référentiel) ne porte atteinte ni aux intérêts des victimes (il peut être généreux), ni à la souveraineté du juge (il reste maître de l'appréciation du préjudice), et ne conduit pas à figer les normes (il est évolutif). En revanche, le barème apporte une réduction évidente des délais d'indemnisation, l'harmonisation des indemnités – donc plus de justice pour les victimes et pour les assureurs –, mais aussi la prévisibilité des indemnités et la sécurité dans l'évaluation des provisions. Cela, à court terme, peut se traduire dans les tarifs des cotisations, puisqu'il ne nous restera plus qu'à prévoir des fréquences et des risques catastrophiques (et non plus une ou des inflations), ce qui est bien le métier et le savoir-faire des assureurs et réassureurs.

Conclusion

Les accidents corporels, (notamment les plus graves), résultant de l'utilisation de véhicules à moteur ou de toute autre cause, impliquent la société dans son ensemble. Ils illustrent douloureusement la valeur que nous accordons à la vie humaine et/ou aux conditions d'existence de personnes ayant un lourd handicap. L'assureur (et le réassureur) ont pour rôle de rendre solvable cette demande sociale et non – et même surtout pas – de la gouverner. Encore faut-il que les règles du jeu soient claires. Des progrès substantiels ont été faits depuis dix ans vers un droit commun d'indemnisation de l'accident corporel. Ils permettent aujourd'hui de faire les quelques pas décisifs d'organisation de cette indemnisation qui assureront un fonctionnement efficace, et profitable aux victimes, de l'application du droit de la responsabilité civile en France.

SÉCURITÉ ROUTIÈRE ET COTISATIONS D'ASSURANCE AUTOMOBILE

Alain Ficheur

Directeur général, Generali assurances

L'annonce par les pouvoirs publics d'une baisse de plus de 20 % du nombre de blessés et de tués sur la route est une excellente nouvelle, tant pour les citoyens que pour les assureurs. On ne peut cependant pas en tirer des conclusions automatiques immédiates sur l'évolution des prix en assurance automobile. La tarification dans cette branche est en effet un exercice particulièrement complexe, soumis en 2003 à des influences contradictoires.

Le rôle de l'assureur, pour l'assuré, paraît simple : il lui faut encaisser les cotisations, régler les sinistres, payer ses charges et tenter de dégager une marge. Selon cette vision, l'annonce par les pouvoirs publics d'une baisse de 21,2 % du nombre de morts et de 20,3 % du nombre de blessés¹ [12] pourrait laisser présager une baisse de même ordre du prix de l'assurance automobile.

Malheureusement, cette approche trop simple s'accorde mal à la réalité de l'assureur. Elle oublie que les sinistres corporels ne représentent que 26 % de la charge de sinistre [1]. La majorité des remboursements concerne les dommages matériels qui n'évoluent malheureusement pas de manière aussi vertueuse. Elle néglige aussi un des métiers de l'assureur : lisser, entre les assurés mais aussi entre les années, le coût des sinistres qui surviennent.

Nous allons nous efforcer de donner une vision plus complète de l'année 2003 : celle d'une période où le nombre de victimes a sensiblement diminué, mais durant laquelle le coût de ces accidents dramatiques s'est nettement alourdi.

Une année 2002 contrastée

Pour comprendre l'année 2003, il convient de regarder avec quelque recul l'année 2002. Elle a connu, selon les statistiques officielles, deux périodes distinctes :

– le début de l'année a été marqué par une succession de très mauvais indicateurs liés pour une bonne part à l'anticipation, par les conducteurs, d'une amnistie présidentielle en mai 2002. De plus, la mise en place du plan Vigipirate a mobilisé les forces de l'ordre au premier semestre et a limité les contrôles d'alcoolémie et de vitesse ;

– les mois suivants, après l'intervention présidentielle du 14 juillet, l'absence d'amnistie pour les infractions liées aux excès de vitesse et la très forte médiatisation du thème de la sécurité routière, on a assisté à une brutale amélioration de la sécurité sur les routes.

À l'issue de cette année 2002 contrastée, les pouvoirs publics ont dénombré 7655 tués contre 8 687 en 1997 [11], soit une baisse de l'ordre de 10 % en cinq ans. Les années 1997-2002, prises globalement, s'inscrivaient donc dans la tendance, de long terme, de baisse de 2 % par an du nombre des morts sur les routes françaises [12].

Une année 2003 en rupture

A la fin 2002, la volonté politique de limiter l'insécurité routière s'est affirmée. Associée à une médiatisation des comportements dangereux sur la route, cette volonté a permis de faire de 2003 une année exceptionnelle, avec une baisse estimée à 21 % du nombre de victimes par rapport à 2002. Pour apprécier pleinement ce chiffre, il faut se rappeler que :

- la plus forte baisse annuelle observée au cours des trente dernières années était de 6 % ;
- la canicule a eu un effet défavorable en augmentant le nombre d'accidents de près de 6 % entre juillet et août 2003.

Mais la difficulté des assureurs tient précisément au fait que 2003 est une année dont l'interprétation dans la série historique se révèle difficile. Il est impossible de dire à ce stade si elle sera seulement un millésime d'exception qui restera isolé ou une année marquant le début d'une nouvelle ère de sécurité routière. Il faudra probablement attendre au moins deux années avant de pouvoir conclure que les comportements au volant ont durablement changé. À ce jour, les indicateurs dont on dispose en matière de vitesse ou d'alcoolémie au volant ne montrent pas de rupture radicale [13]. On peut également s'interroger sur la persistance de l'évolution des comportements des automobilistes sous l'effet des différentes mesures gouvernementales.

Une mutualisation dans le temps

La tendance tarifaire en assurance doit se regarder avec quelque perspective. Lorsque les tempêtes Lothar et Martin ont traversé la France en 1999, elles ont occasionné en deux jours quinze milliards d'euros de dégâts et ont provoqué plus de deux millions et demi de sinistres,

soit autant qu'en une année « normale » [5]. Si les cotisations d'assurance multirisque habitation ont augmenté par la suite, ce n'est naturellement pas dans les mêmes proportions. L'une des taches de l'assureur consiste notamment à lisser dans le temps les variations brutales de tendance, à la hausse comme à la baisse. En effet, les clients ne comprendraient pas que leurs cotisations connaissent des évolutions brutales, évolutions auxquelles il ne leur est pas toujours possible de faire face.

Une meilleure indemnisation des victimes

On doit également tempérer le lien qui existe entre le nombre d'accidents corporels et le coût global de ces accidents. Au cours des dix dernières années, le montant des indemnités versées aux blessés à la suite d'accidents automobiles a augmenté de plus de 53 %, alors que l'inflation sur la même période s'élevait à 14,5 %. Il s'agit là d'une tendance de fond qui vise à mieux indemniser les victimes ayant conservé des séquelles d'un accident de la route [2].

De plus, le contexte économique général dans lequel les assureurs évoluent a lui aussi pesé sur les indemnisations. Le coût des rentes accordées aux victimes s'est accru pour les assureurs, du fait de la baisse des taux d'intérêt et de l'augmentation de l'espérance de vie. Dans le même temps, les indemnités de tierces personnes, c'est-à-dire celles qui doivent permettre à la victime de rémunérer une aide à domicile ont augmenté de plus de 23 % en 2001. Cette augmentation est due à plusieurs facteurs : la baisse des taux d'intérêt, la hausse des salaires et la plus grande générosité des juges, qui vont souvent au-delà des dires des experts. La cour d'appel de Chambéry a de la sorte attribué à une victime plus de trois millions d'euros d'indemnités pour faire face aux coûts de « tierces personnes », alors qu'un tel montant n'aurait jamais été envisagé cinq ans plus tôt [6].

Enfin, parallèlement à cette tendance de fond, les tribunaux ont récemment renforcé la protection des victimes des accidents de la circulation en intégrant une plus grande palette de postes de préjudices [4]. C'est ainsi que dans les cas où les dédommagements habituels (conséquences sur la vie professionnelle, les frais d'aménagement du domicile liés au handicap, éventuels frais d'aide à domicile...) ne permettent pas d'indemniser suffisamment la victime, les dédommagements liés au préjudice fonctionnel d'agrément (impossibilité de pratiquer un sport habituel, par exemple) se généralisent. Or ces nouvelles indemnisations ont un coût significatif, et la jurisprudence a tendance à le faire supporter aux assureurs plus qu'aux organismes sociaux².

Si l'intérêt social de ces indemnisations plus élevées n'est pas en cause, elles viennent néanmoins diminuer l'espoir de voir les cotisations d'assurance baisser de façon significative immédiatement. L'augmentation du coût des sinistres graves transparait également dans la très forte augmentation des coûts de réassurance pour les entreprises d'assurances. On constate en effet que la hausse des indemnisations consenties en moyenne aux victimes entre 1998 et 2002 (+ 28 %) [2] est nettement supérieure à la baisse du nombre des victimes sur la route pour la même période (- 10 %).

Une prédominance des dommages matériels

Si elle est socialement déterminante, l'amélioration des conditions de sécurité sur la route, n'est que l'un des facteurs d'explication du coût de l'assurance. Il est, de plus, loin d'être prédominant, puisqu'il ne concerne que 26 % des remboursements effectués par les organismes d'assurances [3]. En pratique, 56 % des sommes versées à la suite de sinistres automobiles ont trait à des dommages strictement matériels, 11 % concernent les vols et les incendies de véhicules et 5 % les bris de glace. Sur ces deux derniers postes, qui sont moins significatifs :

- le nombre de vols de véhicules enregistré par le ministère de l'Intérieur a légèrement diminué en 2002 [3], et cette amélioration provient notamment de la mise en place du plan Vigipirate ;
- les bris de glace, en revanche, ont été en recrudescence, avec une hausse de près de 7 % en 2002.

Enfin, sur le poste principal des dommages matériels, les coûts de réparation ne cessent de croître. Ses deux principaux composants connaissent une inflation sans précédent : en 2003, le taux horaire de la main-d'œuvre a progressé de 6,7 % (après une hausse également importante de 6 % en 2002) et le prix des ingrédients des peintures a encore augmenté de 7,3 % (après une hausse de 6,4 % en 2002).

Un contexte financier incertain

L'assureur ne se contente pas d'encaisser les fonds et de régler les sinistres. Entre ces deux pôles, il se préoccupe du placement des sommes collectées. Cette inversion du cycle de production, propre à l'assurance - les cotisations sont payées avant le règlement des prestations prévues au contrat -, place la gestion financière au centre du métier d'assureur. Or ces ressources financières attendues sont prises en compte par les assureurs au moment de concevoir leurs tarifs, et permettent de les maintenir au plus bas dans un marché très concurrentiel. À tel point que, depuis près de dix ans [5], les assureurs paient plus de sinistres et de frais généraux qu'ils n'encaissent de cotisations. Les produits financiers ont permis de combler régulièrement cet écart et de dégager de faibles marges jusqu'en 2000. Mais depuis cette date, ce mode de fonctionnement n'est malheureusement plus envisageable car la volatilité³ des placements a considérablement augmenté :

- sur le marché des actions, le CAC 40 a commencé l'année 2003 à un niveau jugé faible de 3 053 points. À la fin du premier trimestre, un palier à 2 401 points a été atteint, soit une baisse de 21 % en moins de trois mois. Puis, en six mois, le CAC

s'est redressé de près de 40 %. Rappelons qu'il avait frôlé les 7 000 points en septembre 2002 ;

– les obligations, de leur côté, ont connu une des périodes les plus chahutées de leur histoire. Le taux de référence des placements à dix ans est passé de 5,15 % en juin 2002 à 4,06 % en juin 2003 [7]. Cette baisse signifie que les placements des sociétés d'assurances effectués en 2003, qui sont majoritairement investis en obligations, rapporteront dans les prochaines années 20 % de moins que ceux effectués en 2002. En fait, l'impact de cette baisse brutale des taux d'intérêt est double pour les assureurs : outre la difficulté de placer leurs liquidités dans de bonnes conditions, elle renchérit le coût du service des rentes versées aux victimes d'accidents corporels.

Dans ces conditions, il paraît difficile pour un assureur de compter sur d'hypothétiques produits financiers pour rentabiliser son activité. Il doit donc vendre ses contrats à un tarif qui ne prend plus en compte ces gains financiers devenus trop aléatoires.

Un rapide tour d'horizon européen

On pourrait comparer la sécurité routière en France à un élève dont les résultats s'amélioreraient très nettement, mais dont le niveau resterait toutefois insuffisant. Dans la classe européenne, les chiffres publiés annuellement par l'OCDE montrent pourtant une situation intenable [11] : en 2002, en France, on comptait 147 morts sur la route par million d'habitants, contre 95 en Allemagne et 60 en Grande-Bretagne. Les marges de progrès sont donc bien réelles. Pourtant, l'assurance automobile au Royaume-Uni est la plus chère d'Europe, alors que l'assuré français bénéficie des tarifs les plus compétitifs [9]. Ce simple constat illustre l'absence de lien automatique entre sécurité routière et prix de l'assurance automobile. En France, en effet, la baisse des tarifs est liée à l'intensité de la concurrence sur le

marché de l'assurance. La situation est telle que dans un rapport de 1998, le Sénat s'était alarmé de l'impact que cette concurrence pourrait avoir à long terme sur la rentabilité et la stabilité de certaines sociétés [8]. Contrairement à une idée souvent admise, l'assurance automobile est rarement une activité lucrative. Globalement, en 2002, les assureurs ont perdu 324 millions d'euros en proposant cette garantie [3].

Et demain...

Compte tenu de l'ambition des pouvoirs publics français en matière de sécurité routière, nous pouvons espérer que, bientôt, le ratio du nombre de tués sur les routes françaises par habitant se rapprochera de celui observé en Allemagne. Cela amènerait le nombre de morts en France sous la barre des 5 000, soit une réduction additionnelle de 20 % par rapport au niveau observé en 2003.

Ce bouleversement souhaitable et radical du risque automobile n'influera fortement sur les cotisations que s'il est accompagné d'une baisse du nombre de sinistres matériels et d'une maîtrise du coût de ces sinistres. Si ces baisses conjointes surviennent, on peut d'ores et déjà anticiper des impacts pour les sociétés d'assurances et leurs clients.

Du fait de la concurrence qui demeure forte, une baisse durable du nombre de sinistres automobiles entraînera à long terme une chute des prix pratiqués par les assureurs. Les entreprises d'assurances verraient donc leur chiffre d'affaires en assurance automobile baisser. De nouveaux services destinés à compenser ces pertes apparaîtront, renforçant le rôle de l'assureur dans l'assemblage d'offres diverses. Cette baisse imposera également aux assureurs une parfaite maîtrise de leurs frais généraux.

Pour les clients, c'est la perspective de voir apparaître de nouveaux contrats offrant des protections encore plus étendues, comme la panne mécanique, la location longue durée, l'entretien du véhicule ou la prise en charge de la revente du véhicule.

Conclusion

La tarification en assurance automobile est un exercice complexe qui fait intervenir de nombreux facteurs parmi lesquels :

- le nombre d'accidents de chaque type (matériel, corporel, bris de glace, vol) ;
- les coûts d'indemnisation de ces différents types d'accidents ;
- le contexte financier ;
- la concurrence très vive que se livrent tous les acteurs.

Cette concurrence, par l'entremise d'un marché efficace, permet aux assurés français de disposer en toutes circonstances de prix très compétitifs.

La baisse du nombre de tués sur les routes n'est qu'un des éléments qui interviennent dans la détermination du prix payé par le client. « Un fait mal observé est plus pernicieux qu'un mauvais raisonnement », affirmait Paul Valéry. Relativiser l'importance du lien entre le nombre de morts sur les routes et le prix de l'assurance, c'est s'assurer à la fois contre une mauvaise appréciation du phénomène et contre une erreur de raisonnement.

Faisons confiance au marché !

Notes

1. Résultats dits « en remontées rapides », obtenus sur les neuf premiers mois de 2003, susceptibles d'être révisés lors de la publication des chiffres officiels et définitifs par le ministère de l'Intérieur.

2. Arrêt de la Cour de cassation du 20 avril 2003 : le préjudice subi par la victime du fait de la perte des joies usuelles de la vie courante durant la période d'ITT avant consolidation est un préjudice distinct de celui constitué par la perte de revenus et est donc exclu de l'assiette du recours des assureurs.

3. La volatilité est une valeur qui mesure la propension d'un actif (action, obligation, immobilier...) à varier significativement à la hausse ou à la baisse. Plus cet actif a tendance à varier fortement sur une courte période de temps, plus il est dit volatil.

Bibliographie

[1] Fédération française des sociétés d'assurances (FFSA), « Le marché de l'assurance automobile en 2001 », décembre 2002.

[2] FFSA, « Accidents de la circulation : hausse continue des indemnités », *Assurer* (15), novembre 2003.

[3] FFSA, « Assurance automobile : données de cadrage sur 2002 », juin 2003.

[4] FFSA, « Assurance automobile : les sinistres corporels 2001. Indemnités allouées aux victimes d'accidents de la circulation. Dossiers réglés en 2001 », janvier 2003.

[5] FFSA, « Le marché des risques de particuliers : analyse des résultats 2002 », juin 2003.

[6] Division Sinistres, groupe Scor, « Niveau et évolution du coût des accidents corporels graves, France 1997-2001 », septembre 2003.

[7] Institut des actuaires, « Courbes trimestrielles des taux zéro coupon issues du modèle de Vasicek et Fong », 2002-2003.

[8] LAMBERT, A., *Assurons l'avenir de l'assurance*, rapport d'information du Sénat, octobre 1998.

[9] NATOURI, K., « Dossier : l'assurance auto en Europe », *L'Argus de l'assurance*, 6854, p. 32-41, octobre 2003.

[10] TOSETTI, A. ; BEHAR, T. ; FROMENTEAU, M. ; MÉNART, S., *Assurance, Comptabilité, Règlement*, Paris, Economica, 1^{re} éd., mars 2000.

[11] Conférence européenne des ministres des Transports, « Premières données sur la sécurité routière en Europe en 2002 », septembre 2003.

[12] Observatoire national interministériel de Sécurité routière, « Baromètre du mois de septembre 2003 », octobre 2003.

[13] Observatoire national interministériel de Sécurité routière, « Observatoire des vitesses. Premier quadrimestre 2003 », mai 2003.

DE NOUVEAUX DÉFIS POUR L'ASSURANCE

Jean-Pierre Labalette

Président-Directeur général, JP Labalette SA

Les chiffres de l'Observatoire national interministériel de la circulation routière concernant le mois de novembre semblent venir confirmer le recul de la sinistralité enregistré depuis plusieurs mois. L'amélioration de la sécurité routière aura certainement des répercussions sur l'assurance automobile. Celles-ci restent encore à évaluer, notamment au niveau des courtiers.

Les statistiques gouvernementales sur la sécurité routière semblent indiquer une baisse importante des sinistres automobiles. Toutefois, nous ne disposons pas d'un recul suffisant pour en vérifier l'exactitude ni la pérennité. De plus, nous devons garder à l'esprit que ces statistiques ne portent que sur les dommages corporels. Il nous faudrait les rapprocher d'autres indicateurs, tels que l'activité des ambulanciers, des carrossiers ou des équipementiers automobiles. C'est à partir d'un ensemble plus large qu'il sera possible de confirmer ou non une courbe en baisse.

On ne peut certes nier une amélioration dans le domaine des dommages corporels, qui entraîne *ipso facto* une réduction des dommages matériels pour lesquels les statistiques de la profession n'ont pas été publiées. Néanmoins, le désarroi des carrossiers et la baisse constatée chez certains équipementiers dans la fourniture des pièces de rechange tend à démontrer la réalité de la décline de la sinistralité.

Vers une modification des comportements ?

Par ailleurs, il faut examiner également l'évolution des comportements des conducteurs. On peut penser que la mise en place, au cours des trois prochaines années, des 1 000 radars promis accentuera une modification des comportements. Parallèlement, les échos recueillis auprès de la gendarmerie confirment les instructions très fermes données par le ministère de l'Intérieur. L'extrême sévérité attendue dans la répression des infractions permet d'espérer des changements durables.

Ainsi, dans le tunnel du Fréjus, tout dépassement de 3 km/h de la vitesse limite est sanctionné. Sur les autoroutes, les radars automatiques constatent une infraction au-dessus de 138 km/h. Les pénalités pour conduite en imprégnation alcoolique sont

considérablement dissuasives et la campagne médiatique actuelle devrait elle aussi porter ses fruits. Les conducteurs reconnaissent d'ailleurs que, sur la route, les dépassements de limitation de vitesse seraient moins nombreux.

Il est pour l'instant difficile d'apprécier si le progrès est homogène. En effet, les statistiques n'étant pas suffisamment affinées, elles ne permettent pas de dire si cette réduction concerne toutes les catégories de conducteurs ou touche plus particulièrement les jeunes, les vieux, les « malussés », ceux qui roulent beaucoup...

Vers une modification des tarifs d'assurance ?

Doit-on réfléchir à une baisse des tarifs pour tenir compte de la diminution des sinistres ? Ne faut-il pas plutôt profiter de cette diminution pour améliorer l'indemnisation des victimes ? Depuis des décennies, nous déplorons d'une part la faiblesse de l'indemnisation en matière de dommages corporels et, d'autre part, la disparité des sommes allouées par les tribunaux en fonction des jurisprudences des cours d'appel. Pour un même préjudice, on constate des variations de l'ordre de 30 %, parfois plus.

Sans s'aligner sur les tarifs américains, il serait sans doute plus judicieux de réemployer une partie des gains techniques pour revaloriser l'indemnisation des préjudices corporels, en particulier les invalidités très importantes, ainsi que les décès impliquant l'acteur économique de la cellule familiale. En raison de la baisse espérée des fréquences, il sera peut-être même possible d'envisager une réduction du tarif général.

En matière de tarification, nous devons aussi revoir notre approche par rapport à la communication. En effet, la cacophonie règne : nous recevons des circulaires faisant état de majorations de 7 % au 1^{er} janvier, d'autres annonçant le maintien des tarifs, tandis qu'un certain nombre de sociétés d'assurances n'ont pour l'instant pas fait connaître

leurs intentions. Comme d'habitude, la première qui diminuera ses tarifs entraînera les autres et il est à craindre que nous ne connaissions à nouveau les dérives que nous avons subies certaines années avec leurs effets pervers subséquents.

Vers une modification des contrats ?

Par ailleurs, deux phénomènes risquent d'avoir des conséquences pour le secteur de l'assurance. Ainsi, il semble qu'un nombre croissant de conducteurs ne soient pas assurés et que l'augmentation du nombre de retraits de permis ait entraîné l'accroissement de celui de conducteurs roulant sans permis. Dans cette dernière catégorie, il faut aussi inclure ceux, de plus en plus nombreux, qui refusent de passer l'examen en raison de son coût et des délais.

Les retraits de permis nous paraissent être une disposition beaucoup trop contraignante dans la société actuelle. Pour la plupart de nos concitoyens, la voiture est en effet devenue indispensable aussi bien sur le plan professionnel que sur le plan personnel. Cette pénalité peut entraîner des conséquences incalculables, parfois irréversibles, sur la vie sociale, familiale et professionnelle de l'individu.

Il y a quelques années, nous avons créé, en partenariat avec Europ Assistance, un contrat d'assistance qui avait pour but de proposer un chauffeur de remplacement en cas de retrait de permis. Les pouvoirs publics nous avaient sommés de stopper l'opération, alors qu'elle ne portait pas atteinte à l'ordre public, ni n'était contraire au Code des assurances.

Aujourd'hui, les pertes de points peuvent s'additionner très vite à la suite d'infractions mineures et aboutir, en peu de temps, à un retrait de permis. Le permis blanc devrait être automatiquement accordé, nous semble-t-il, à tous ceux qui pourraient démontrer que la suppression du permis de conduire entraîne pour eux un profond bouleversement de leur

existence sur le plan économique, social, familial ou autre. Les sanctions punissant leurs infractions pourraient revêtir d'autres formes : travaux d'utilité publique auprès de la Croix-Rouge ou de centres de soins, amendes plus importantes, stages renforcés de conduite...

Naturellement, dans les cas graves – alcoolémie récurrente, toxicomanie... –, la suspension ne peut être remise en cause. Mais le problème évoqué plus haut demeure : une partie de ceux qui se retrouvent privés de permis iront rejoindre les rangs de ceux qui roulent déjà sans permis et sans assurance.

Dans le cadre de SOS Malus, créé pour les conducteurs dont les contrats d'assurance automobile ont été résiliés en raison d'un trop grand nombre de sinistres, nous établissons des dizaines et des dizaines de milliers de devis par an. Ces devis ne donnent pas tous lieu à des concrétisations, ce qui nous pousse effectivement à nous interroger sur ce que font réellement ces « malusés ». Il semblerait, compte tenu de la population à laquelle nous nous adressons, que l'on atteigne très vite leur niveau d'insolvabilité en raison d'une cotisation d'assurance dont le montant est parfois égal au prix de leur véhicule.

Malgré cela, si l'on en croit les assureurs, les « bonussés » subventionneraient à hauteur de 30 % les « malusés ».

Toutefois, la suppression de la règle du bonus-malus par la Commission européenne, comme il en est question, entraînerait une dérive grave : les sociétés d'assurances à la recherche d'assurés sans sinistralité favoriseraient les « bonussés » au détriment des 3 % de « malusés » et des jeunes conducteurs.

Finalement, le recul historique de l'insécurité routière représente-t-il une occasion ou une menace pour les métiers de l'assurance ? Le citoyen ne peut que se réjouir de la baisse de l'insécurité routière et approuver les mesures mises en place par le gouvernement. Le courtier en assurance, vivant de commissions, devrait, quant à lui, connaître une baisse importante de rentabilité, compte tenu des charges qui pèsent sur les sociétés. Il lui faudra soit négocier des commissions à la hausse – ce qui ne semble pas être dans l'air du temps –, soit envisager des réductions de personnel, ou bien encore des délocalisations.

En bref, comme le dit la sagesse populaire, le malheur des uns fait le bonheur des autres. Mais nous survivrons.

« BOITE NOIRE » AUTOMOBILE ET ASSURANCE

Philippe Pierre

Professeur à l'Université du Maine

Le développement technique des enregistreurs de données automobiles ouvre de nouveaux espaces de réflexion pour les sociétés d'assurances. Les « boîtes noires » permettent en effet de retracer avec précision les circonstances des accidents ou, plus largement, de mieux cerner le comportement routier des conducteurs. Ces potentialités impliquent-elles pour autant un accueil favorable de la part des assureurs ? Une réponse nuancée s'impose, tant sont diverses les contraintes inhérentes à la tarification du risque comme à la gestion des sinistres automobiles.

Les sociétés d'assurances privées, qui par définition ne sont pas vouées à la solidarité nationale ou à l'analyse philanthropique du risque automobile, sont naturellement attentives aux procédés techniques et réglementaires susceptibles d'affiner leur perception du coût de ce risque ou de modérer les frais de gestion des sinistres de la route. L'efficacité s'unit à la vertu lorsque de tels procédés sont par ailleurs présentés comme de précieux alliés de la politique de sécurité routière.

En l'état actuel des choses, la tarification du risque automobile repose sur deux procédures, l'une dite *a priori*, l'autre dite *a posteriori*¹.

La tarification du risque *a priori* conduit à la segmentation du marché automobile selon différentes classes tarifaires, elles-mêmes fonction de divers critères : caractéristiques techniques du véhicule, zone géographique de circulation, usage socio-professionnel de l'automobile... Cette tarification à l'entrée du contrat est peu sujette à la contrainte réglementaire, laissant l'autonomie des volontés s'y déployer par principe².

La tarification *a posteriori* se fonde, quant à elle, sur l'étude rétrospective de la sinistralité des assurés et

permet aux entreprises d'assurances d'adapter le niveau des cotisations à partir de la loi suivante : la déclaration de sinistres passés accroît statistiquement la probabilité de sinistres futurs. L'outil le plus connu en est ici la clause de réduction-majoration, dite de « bonus-malus », instaurée en 1976 et modifiée par divers arrêtés, en particulier par celui du 22 novembre 1991 (art. A 121-1 du Code des assurances). On observera que le bonus-malus s'impose cette fois aux sociétés d'assurances, sous forme d'une clause type obligatoirement insérée dans les contrats. Nombreuses sont à ce stade les marques d'accroissement de la sujétion publique. Ainsi, l'utilisation du permis à points pour la tarification *a posteriori*, régulièrement revendiquée par les assureurs automobiles, continue-t-elle de se heurter à l'interdiction prononcée par l'article L. 223-7 du Code de la route³.

La maîtrise des coûts de gestion des sinistres automobiles est une autre préoccupation essentielle des organismes d'assurances présents sur le marché. Le nombre, hélas toujours massif, des accidents matériels et corporels, associé à la multiplicité des facteurs accidentogènes qui compliquent l'appréciation des responsabilités⁴, rendent structurellement

coûteuses les procédures de règlement des sinistres au point d'avoir un temps réellement compromis l'équilibre économique d'un marché qui demeure financièrement tendu. Les sociétés d'assurances ont de la sorte développé des procédures conventionnelles, afin d'accélérer le traitement des accidents par une schématisation de leurs circonstances, leur gestion pour compte par un assureur mandaté et une forfaitisation des recours intersociétés⁵. Ces conventions sont omniprésentes lors du règlement des sinistres matériels, puisqu'elles contribuent à traiter près de deux millions de cas par an. Leur efficacité a mené les assureurs à étendre récemment leur champ d'application aux petits accidents corporels⁶.

Ces prémisses permettent de cerner la problématique née de l'apparition sur le marché d'enregistreurs de données, dénommés « boîtes noires » par analogie quelque peu simpliste avec le secteur de l'aviation⁷. Extrêmement variés sur le plan technique⁸, de tels enregistreurs permettent actuellement de saisir un certain nombre de paramètres de conduite du véhicule dans le laps de temps qui précède un accident, à l'instar de la vitesse, de l'accélération ou de la décélération, de l'usage des clignotants... Il est également possible de découpler cette mémorisation de la seule survenance de sinistres en développant une boîte noire dont la finalité serait cette fois comportementale, voire, à plus ou moins long terme, de reconstituer l'état de la communication entre le véhicule et une infrastructure routière devenue interactive⁹. L'échelle d'utilisation potentielle des enregistreurs est aussi éminemment variable, qu'il s'agisse de contrôler les auteurs avérés d'infractions au Code de la route, d'améliorer la gestion des flottes de véhicules professionnels ou de s'appliquer à l'ensemble de la population des conducteurs automobiles¹⁰.

De prime abord, l'hypothèse d'une généralisation des « boîtes noires » devrait être favorablement accueillie par les assureurs automobiles. En responsabilisant les conducteurs, elles contribuent tendanciellement à accroître la prévention des accidents et donc à en diminuer la fréquence. En facilitant le décryptage technique des sinistres, elles

permettent d'affiner l'évaluation des parts de responsabilité qui conditionnent la dette de chaque entreprise et restaurent une gestion des accidents suivant leur réalité juridique¹¹.

Cependant, la réalité apparaît plus nuancée, et des réticences se sont fait jour parmi les professionnels de l'assurance. Nous écarterons d'emblée le mauvais procès qui consisterait à imputer cette circonspection à la diminution du niveau des cotisations exigibles auprès d'assurés devenus plus responsables (personnellement) et donc moins responsables (d'accidents) ! Pourtant, de véritables interrogations demeurent. Il faut en effet tenter d'expliquer pourquoi, paradoxalement, les assureurs automobiles nous semblent simultanément demandeurs de l'installation d'enregistreurs de données lorsque est en cause la tarification du risque automobile et peu enthousiastes quand il est question d'user de ces mêmes enregistreurs pour la gestion des sinistres automobiles.

Boîte noire et tarification du risque automobile

A ce jour, la marge de liberté dont disposent les assureurs lors de cette tarification permet sans nul doute d'envisager l'utilisation des enregistreurs de données au même titre que les autres critères opérationnels. Les avantages en sont multiples. Si l'on raisonne *a priori*, les boîtes noires à finalité comportementale permettent de singulièrement perfectionner l'analyse *in situ* de l'automobiliste, en collectant des données sur le mode de conduite du véhicule, la fréquence, la période ou les lieux d'utilisation de celui-ci... Parmi divers exemples, cet affinement permet de dépasser une délimitation statique de la zone géographique de circulation aujourd'hui définie à partir du lieu de garage habituel de l'automobile. Déjà observe-t-on sans surprise plusieurs initiatives spontanées de sociétés d'assurances en vue de l'implantation d'enregistreurs de données dans les véhicules assurés. Entre autres illustrations, on citera le programme

expérimental lancé par la société anglaise Norwich Union qui a chargé les entreprises IBM et Orange de lui procurer un enregistreur servant de support à un nouveau contrat d'assurance, dénommé sans équivoque « *pay as you drive* », et à la mise en œuvre duquel cinq mille conducteurs britanniques ont d'ores et déjà accepté de prêter leur concours¹². Selon cette logique, il n'est plus seulement question d'une tarification *a priori* ou *a posteriori*, mais bel et bien d'une tarification quasi instantanée du risque automobile, aux virtualités insoupçonnables car d'une précision jamais atteinte dans l'histoire de l'assurance...

En l'état, il est peu probable que de telles expérimentations soient contrariées par les autorités françaises, sous réserve de la latitude réglementaire que leur laisse en ce domaine la normalisation européenne¹³. Bien au contraire, on constate que la puissance publique elle-même a fait des enregistreurs de données l'un des instruments de la politique sécuritaire. Ainsi, le ministre de l'Équipement et des Transports a clairement annoncé, à l'issue du comité interministériel sur la sécurité routière du 18 décembre 2002, que des boîtes noires seraient installées lors du renouvellement des flottes des véhicules de l'administration. Il ne s'agit certes pas ici d'améliorer la tarification *a priori* du risque, car l'État est son propre assureur. Les enregistreurs proposés ont à ce jour pour principale ambition d'établir les circonstances des accidents, de manière à en prévenir la réitération et à endiguer ainsi l'augmentation du coût des sinistres¹⁴. On ne peut toutefois s'empêcher de relever combien est tenue la frontière séparant cet usage accidentologique des boîtes noires et leur utilisation à des fins de régulation spécifiquement comportementale, laquelle pourrait à terme s'accroître afin de responsabiliser les agents publics. Une telle démarche ne paraîtrait pas alors fondamentalement différente de celle poursuivie par la clause de bonus-malus... À quand l'allocation de cotisations – et/ou de pénalités – aux agents dont les enregistreurs de données auront attesté les vertus de conducteurs¹⁵ ?...

Rétrospectivement, il importe de souligner que les premiers enregistreurs ont été imposés par les

pouvoirs publics en matière de transports routiers¹⁶. Sans doute s'agissait-il avant tout de permettre le contrôle des conditions de travail des chauffeurs professionnels, mais un tel dispositif participe indubitablement lui aussi de l'amélioration globale de la sécurité routière. Au demeurant, l'introduction du nouveau tachygraphe numérique à l'échelle de l'Europe, dont les instances ont adopté récemment les spécifications techniques¹⁷, témoigne non seulement des préoccupations sociales traditionnelles, mais aussi d'un souci direct de régulation des comportements routiers puisqu'il permettra notamment la détection de vitesses excessives sur les vingt-quatre dernières heures d'utilisation du véhicule.

Volonté croissante des sociétés d'assurances, encouragements accrus des pouvoirs publics, tout serait-il juridiquement rose au pays de la boîte noire ? Une réponse positive, dépourvue de la moindre nuance, serait hélas bien hâtive... De fait, des interrogations, voire de véritables obstacles de droit, se profilent en la matière. Au premier rang de celles-ci figurent les contraintes qui s'attachent à l'harmonisation européenne, dès lors que l'équipement d'enregistrement dont la généralisation est envisagée s'intègre à la structure du véhicule, relevant dès lors de la compétence législative de l'Union¹⁸. Il est toutefois permis d'envisager raisonnablement le soutien des instances européennes, comme l'atteste, parmi d'autres, la récente prise de position de la Commission favorable à l'élaboration d'une spécification technique normalisée des boîtes noires¹⁹.

Il serait également vain d'ignorer la difficulté d'articuler le recueil croissant de données *a priori* techniques et le respect de l'intimité de l'automobiliste. Car la conduite mène inéluctablement au conducteur... On sait les conquêtes successives, et heureuses, qu'a connues ces dernières années le droit de chacun au respect de sa vie privée, qu'il s'agisse de l'aborder par sa facette de droit civil²⁰ ou par sa dimension de liberté publique, garantie tout particulièrement par la Commission nationale informatique et libertés depuis la loi du 6 janvier 1978²¹. Les risques de dérive qui procèdent de l'exploitation des données enregistrées par les boîtes

noires sont nombreux. Une analyse extrêmement poussée par la société d'assurances en charge de leur décryptage ne pourrait-elle conduire à déceler des comportements compulsifs, erratiques, voire pathologiques, et à résilier ou à refuser « par précaution » tant le contrat d'assurance automobile que d'autres contrats tels ceux concernant les assurances maladie, accidents corporels ou sur la vie ? Bien évidemment, ce danger d'exploitation abusive vaut aussi à l'égard des proches de l'assuré issus du cercle familial, aussi bien conjugal que parental²².

La nouveauté du thème empêche d'ébaucher une réponse nourrie par l'étude du droit positif. En raisonnant par analogie, quelques pistes de réflexion se dévoilent toutefois. Particulièrement, on citera une recommandation de la Commission nationale informatique et libertés, en date du 10 juillet 1990 et « concernant les traitements automatisés mis en œuvre par les sociétés de taxis »²³. Consultée sur les procédures de traitement automatisé des demandes de clients reçues à un standard téléphonique, ladite Commission y recommandait notamment que, « afin de ne pas porter atteinte à la vie privée, aucune information permettant d'effectuer un historique des courses ne soit conservée ». *A fortiori*, compte tenu de la nature plus intrusive des enregistreurs de données accidentologiques ou comportementaux, il est souhaitable que leur généralisation auprès des particuliers s'accompagne de diverses précautions : information préalable et spécifique de l'assuré, limitation technique des possibilités d'accès aux données enregistrées pour en exclure d'autres bénéficiaires que leurs destinataires naturels – ici les entreprises d'assurances –, exploitation confidentielle des enregistrements par celles-ci avec des garanties procédurales – on songe à la faculté pour le conducteur d'en prendre connaissance pour que le résultat en soit débattu contradictoirement –, contrôle administratif des fichiers éventuellement constitués par les sociétés sur la base des données recueillies...

Toutes ces garanties ont d'autant plus vocation à prospérer qu'elles devraient également s'appliquer à l'exploitation des données postérieurement à un sinistre automobile.

Boîte noire et gestion des sinistres automobiles

La finalité des enregistreurs de données est donc, à ce stade, au moins partiellement modifiée²⁴. Il est désormais question de reconstituer avec le maximum de précision les données de l'accident²⁵, pour imputer à chacun des conducteurs impliqués la part de responsabilité qui lui échoit. En première analyse, cette démarche semble devoir à nouveau satisfaire les intérêts des sociétés d'assurances, en permettant de restituer une image juridiquement fidèle du sinistre, mais aussi en limitant les possibilités de fraudes, particulièrement coûteuses dans le secteur automobile. Dès lors que seront écartées les objections tirées de l'obligation au respect de la vie privée, l'admissibilité des enregistrements obtenus dans le débat probatoire n'est aucunement douteuse, l'accident constituant un fait juridique dont les circonstances peuvent être librement établies par tout intéressé.

Cependant, des considérations d'un autre ordre peuvent susciter la circonspection des assureurs. Ainsi que nous l'avons initialement observé, la gestion de masse des sinistres automobiles repose sur des conventions intersociétés qui en permettent la rationalisation par simplification. Aussi bien, les schémas types inclus dans ces accords et auxquels renvoient les célèbres « constats amiables » n'ont nullement pour finalité la reproduction de l'image exacte de l'accident. Bien au contraire, ce souci de simplification conduit à exclure délibérément différents facteurs de responsabilité éventuelle, à l'exemple de la vitesse, du défaut de signalisation lumineuse ou sonore, de l'état de surcharge du véhicule...

Dans un tel contexte, on comprend mieux pourquoi l'introduction de nouvelles variables pourrait rebuter les gestionnaires de sinistres. Elle contrarie en effet l'accélération de leur traitement, considérable depuis les années 1960 malgré l'augmentation du nombre des accidents, et les économies financières qui en résultent actuellement. Sur le strict plan juridique, on observera également

que l'apparition des boîtes noires, qu'il semble exclu de laisser inaccessibles aux accidentés²⁶, met en exergue l'un des points faibles des accords intersociétés. En droit, ceux-ci sont en effet parfaitement inopposables aux assurés, qui peuvent dès lors en contester tous les critères d'évaluation devant les tribunaux, au risque de retarder le règlement et donc de le rendre plus coûteux²⁷. En fait, ces accords ne sont que très marginalement contestés par les protagonistes des accidents, attentifs à un paiement rapide et le plus souvent convaincus que la signature du constat amiable les dépossède de toute autre appréciation des responsabilités encourues. Dès lors que des instruments d'évaluation tels que les enregistreurs seront systématisés, et donc en nombre suffisant pour être exploitables à grande échelle, il devient concevable que les accidentés demandent qu'ils soient pris en compte pour un réexamen de leurs droits, au risque de signer la fin du constat amiable et des conventions dont il conditionne le déclenchement.

Sur ce plan, il est intéressant de relever que quelques décisions de justice ont déjà tiré les conséquences d'un refus de production des données enregistrées par le détenteur de l'enregistreur. Ainsi, à propos des disques tachygraphes présents dans les poids lourds, la cour d'appel de Versailles a-t-elle admis que le refus d'un voiturier de les laisser examiner confortait la présomption de conduite fautive du chauffeur poursuivi²⁸. Mais, *a contrario*, il importe aussi de souligner que, quel que soit leur niveau de perfectionnement et quand bien même ils seraient en mesure de collecter des données extérieures au véhicule par dialogue avec l'infrastructure routière, les enregistreurs ne permettront sans doute jamais de recueillir l'exhaustivité des circonstances des accidents, créant par là même un nouveau gisement de contentieux que la schématisation volontaire avait précisément pour finalité d'éviter.

Aussi bien, la réflexion relative à la généralisation des boîtes noires ne saurait être dissociée de celle portant sur l'exploitation des données des accidents. Les accords intersociétés reposent sur le traitement du sinistre par l'assureur direct de la victime, alors même que la dette d'indemnisation serait à la charge d'un

tiers responsable, lui-même censé rester passif en ne contestant pas cette forme de règlement²⁹. Cette gestion pour compte individualisée survivra-t-elle à la généralisation d'enregistreurs propres à provoquer de nouvelles revendications de la part des auteurs des accidents, intéressés par une évaluation exacte de leurs responsabilités qui influence les tarifs ou franchises qui leur sont appliqués ? L'absence de retour d'expérience exclut à ce jour une réponse positive ou négative. Il faut néanmoins observer que, au-delà de l'incidence propre des boîtes noires, les nouvelles technologies de la route vont, elles aussi, complexifier le profil des sinistres, en conduisant à l'intégration de nouvelles données imputables au rôle des techniques embarquées ou à l'infrastructure si celle-ci devient communicante. Il deviendra donc à terme, enregistreur de données ou pas, de plus en plus délicat de schématiser un accident, comme c'est aujourd'hui le cas.

Toutes ces raisons conduisent à porter la réflexion sur d'autres procédés de gestion des sinistres de masse, à l'égard desquels les enregistreurs se révéleraient un atout et non un obstacle. Il est ainsi loisible d'envisager une mutualisation de la gestion par les sociétés opérant sur le marché automobile, regroupées au sein d'une instance commune. Celle-ci centraliserait l'ensemble des données des accidents – par serveur informatique ? – avant de les répercuter vers les régleurs de sinistres attachés aux organismes pour qu'en soient tirées les conséquences financières. Au demeurant, un mode de gestion centralisée est d'ores et déjà opérationnel pour le règlement assurantiel de certains accidents de la circulation. Depuis le 15 janvier 1984, un organisme spécifique, Trans PV, créé par les sociétés d'assurances en collaboration avec les autorités publiques, a pour rôle d'obtenir de l'ensemble des services de police judiciaire copie des procès-verbaux qu'ils ont établis à la suite d'un accident corporel. Cette communication, réalisée sous le contrôle du parquet, permet en une seconde étape la redistribution des procès-verbaux d'accidents aux assureurs concernés. Une telle procédure a comme intérêt majeur de réduire les délais d'obtention de ces documents en provenance des services de police³⁰.

Conclusion

Comme le démontre l'exemple de Trans PV, le thème de l'acceptabilité juridique des boîtes noires sollicite autant la réflexion des entreprises d'assurances que celle des pouvoirs publics. Aussi bien, est-il envisageable de laisser s'exprimer la créativité des premières et de ne confier à l'autorité administrative qu'un rôle minimum : concours à la diffusion des enregistreurs³¹, standardisation impulsée sur le plan européen, garantie contre les risques d'atteinte au respect de la vie privée. Toutefois, il est également possible de soutenir une intervention accrue de l'État, à qui pourrait être notamment confiée, par le biais d'une institution indépendante, la gestion des données enregistrées avant qu'elles ne soient accessibles aux professionnels de l'assurance³². Des moyens termes sont enfin imaginables, à l'exemple d'un cantonnement régalién des possibilités d'exploitation des données mémorisées, qui seraient par exemple réservées aux sinistres corporels les plus graves.

Mutatis mutandis, le meilleur compromis en ce domaine sera sans conteste celui qui parviendra à fédérer en un même élan la somme des intérêts personnels des automobilistes, des intérêts catégoriels tout aussi légitimes des sociétés d'assurances, et de l'intérêt public réceptif à chaque évolution technologique concourant à enrayer le drame récurrent des accidents de la route.

Notes

1. Sur l'ensemble de la question, voir G. Thiry, « Le coût du risque automobile, les pratiques de tarification et d'indemnisation », *Risques*, n° 2, 1990, p. 113 ; Y. Lambert-Faivre, *Droit des assurances*, Dalloz, 11^e éd., 2001, n° 795 sq.

2. Ainsi, la surcotisation applicable aux conducteurs novices, plafonnée réglementairement (art. A. 335-9-1 du Code des assurances), ne s'impose aucunement aux sociétés d'assurances qui peuvent choisir de leur appliquer la cotisation de référence. La liberté contractuelle s'estompe en revanche lorsque le candidat à l'assurance se heurte à un refus d'assurer, qui le conduira à saisir le Bureau central de tarification (art. L. 212-1 du Code des assurances), apte à imposer alors aux parties le montant de la cotisation et les franchises éventuelles.

3. D'autres modes de tarification a posteriori sont encore envisageables, à l'instar des « points d'inaptitudes » utilisés par la Société d'assurance automobile du Québec depuis décembre 1992 : il s'agit en l'occurrence de moduler la cotisation selon les infractions des conducteurs au Code de la sécurité routière, plutôt que selon les accidents (sur cette tarification, voir G. Dionne, « Les points d'inaptitude doivent-ils être utilisés par les assureurs ? » *Risques*, n° 44, déc. 2000, p. 82).

4. Sur les facteurs explicatifs de l'insécurité routière, voir G. Rosenwald, « L'insécurité routière : quels rôles pour les assureurs et la société civile ? » *Risques*, n° 44, déc. 2000, p. 74.

5. Sur l'ensemble de la question, et particulièrement la convention générale Irsa (Indemnisation directe de l'assuré et recours entre sociétés d'assurances) applicable à la grande majorité des sinistres matériels, voir Lamy Assurances, éd. 2004, n° 2603 sq. ; G. Defrance, « La convention Irsa améliore la qualité du service aux clients », *L'Argus de l'assurance*, n° 6644, 1999, p. 16.

6. Convention d'indemnisation et de recours corporel automobile (Irca) applicable depuis le 1^{er} avril 2002 ; à ce sujet, voir Lamy Assurances, op. cit., n° 2626.

7. Ainsi, les boîtes noires utilisées en aéronautique permettent d'enregistrer sur une longue période plus de 300 types d'informations, qu'il y ait sinistre ou non, ce qui est loin d'être le cas des modèles à ce jour disponibles dans le domaine automobile : la durée d'enregistrement est de l'ordre de la minute et les données ne sont stockées qu'en cas d'accident.

8. Sur la typologie des boîtes noires disponibles sur le marché, voir V. J. Delsey, « Étude pour les spécifications d'une boîte noire », document Inrets.

9. Sur les projets d'infrastructure routière communicante, voir notamment J. M. Blosseville et J. Nouvier, *L'Infrastructure intelligente*, Hermès Science Publications, 2002 ; et, plus généralement, L. Meillaud et A. Schneider, *Demain l'automobile*, Prologos, 2002.

10. À propos de cette trilogie fonctionnelle, voir l'intéressante étude du comité des experts du Conseil national de la sécurité routière du 6 juin 2002, « L'utilisation des boîtes noires pour la sécurité routière », <http://www.securiteroutiere.gouv.fr>

11. Voir en ce sens la communication de la Commission des communautés européennes du 2 juin 2003 (com. 2003 311 final) : « Concernant les enregistreurs (boîtes noires), leur installation à terme dans certaines catégories de véhicules routiers, comme pour les autres modes de transport, permettra de comprendre les causes techniques d'accidents,

responsabilisera les automobilistes, accélérera les procédures judiciaires consécutives aux accidents, en réduira les coûts et permettra de prendre des mesures préventives plus efficaces ».

12. Informations recueillies sur le site <http://www.qualistram.fr> (le 11 avril 2003). Voir également en amont l'initiative d'une entreprise française qui se propose de mettre à la disposition des sociétés d'assurances une boîte noire comparable : <http://www.assurg.com>

13. Voir infra et note 18.

14. De fait, les boîtes noires concernées sont des enregistreurs du type de celui mis au point par la société Siemens, l'Uds, qui mémorise les paramètres du véhicule dans les trente secondes qui précèdent l'accident et les quinze secondes qui le suivent.

15. Le secteur des flottes d'entreprises privées témoigne lui aussi de cette volonté pionnière, à l'exemple de celui donné par le groupe Schlumberger qui a – entre autres mesures – équipé la plupart de ses véhicules de boîtes noires et constaté que le nombre des accidents de ses employés était passé de 100 en 1998 à 64 en 2002 ; Auto-Moto, 28 février 2003.

16. Voir, en particulier au niveau européen, le règlement communautaire n° 3820-85 du 20 octobre 1985.

17. Règlement communautaire n° 1360-2002 du 13 juin 2002.

18. Art. 71 du traité CE : « En vue de réaliser la mise en œuvre de l'article 70 et compte tenu des aspects spéciaux des transports, le Conseil, statuant conformément à la procédure visée à l'article 251 et après consultation du Comité économique et social et du Comité des régions, établit [...] les mesures permettant d'améliorer la sécurité des transports » ; art. 95 du traité CE, 3° : « La Commission, dans ses propositions prévues au paragraphe 1 en matière de santé, de sécurité, de protection de l'environnement et de protection des consommateurs, prend pour base un niveau de protection élevé en tenant compte notamment de toute nouvelle évolution basée sur des faits scientifiques. Dans le cadre de leurs compétences respectives, le Parlement européen et le Conseil s'efforcent également d'atteindre cet objectif ».

19. Communication de la Commission des communautés européennes du 2 juin 2003, précitée, note 12.

20. Art. 9, alinéa 1 du Code civil : « Chacun a droit au respect de sa vie privée... ».

21. Loi n° 78-17 du 6 janvier 1978 relative à l'informatique, aux fichiers et aux libertés.

22. Aux États-Unis, certains « mouchards » sont désormais posés dans les véhicules pour faciliter la surveillance parentale

des enfants jeunes conducteurs (limitation de vitesse, sorties nocturnes...). Encore cette surveillance peut-elle être légitimée par l'autorité parentale.

23. Délibération n° 90-093 du 10 juillet 1990, <http://www.cnil.fr>

24. Ainsi que nous l'avons précédemment observé, la césure entre les enregistreurs à finalité comportementale et accidentologique est parfois bien tenue ; toute analyse du sinistre permet donc également une analyse comportementale – part des responsabilités encourue – de nature à faciliter la tarification a posteriori.

25. Sur les possibilités techniques offertes par un enregistreur du type Uds, voir supra, note 15.

26. Voir supra « Boîte noire et tarification du risque automobile ».

27. Rép. min. à QE n° 5363, JO Sénat Q., 16 juin 1994, p. 1487. À cet égard, il est symptomatique que le « barème de responsabilité » de la convention générale Irsa ait été renommé « barème de répartition des recours entre adhérents » lors de l'actualisation de la convention le 1^{er} janvier 2003.

28. CA Versailles, 11 janvier 2001, Juris-Data n° 2001-143812.

29. Art. 1, Convention générale Irsa, 1^{er} janvier 2003 : « Quels que soient la typologie de l'accident, la nature et le montant des dommages, les sociétés adhérentes s'obligent, préalablement à l'exercice de leur recours, à indemniser elles-mêmes leurs assurés dans la mesure de leur droit à réparation déterminé selon les règles du droit commun ».

30. Deux mois dans 60 % des cas, quatre mois dans 90 % d'entre eux. Sur la question, voir H. Margeat, « L'indemnisation par l'assurance », in « La loi Badinter, deux ans d'application », RGAT, 1988, numéro spécial, p. 93.

31. La loi n° 2003-495 du 12 juin 2003 portant sur la lutte contre la violence routière a ainsi imposé la généralisation des régulateurs de vitesse sur les véhicules neufs (art. 17).

32. À cet égard, on relèvera l'intéressant arrêt de la Cour de cassation en date du 7 mai 1996 (<http://www.legifrance.gouv.fr> ; pourvoi n° 95-85674) qui, sur le fondement de l'article 8 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales, considère que la constatation des contraventions au moyen d'un cinémomètre associé à un appareil de prise de vues est parfaitement compatible avec le respect de la vie privée de l'automobiliste, l'arrêt d'appel ayant notamment souligné que le véhicule ne saurait être assimilé à un lieu privé et « qu'il ne dépend que des seuls conducteurs en respectant les limitations de vitesse, de ne pas être photographiés par ce type d'appareil ».

3.

Le gouvernement d'entreprise : a-t-on progressé ?

■ Philippe Trainar

La gouvernance d'entreprise : situation et réflexions

■ Daniel Bouton

Principes du gouvernement d'entreprise

■ *Entretien avec* Claude Bébéar

■ Bertrand Jacquillat

Gouvernement d'entreprise et marchés financiers

■ *Entretien avec* Danielle Blanchard et George Dionne

■ Pierre Bollon

Il est encore long le chemin...

■ Céline Alix • Jacques Mistral

Le capitalisme américain entre Enron et Max Weber

■ Nicolas Véron

Gouvernement d'entreprise : qui est l'arbitre ?

■ Patrick Peugeot

La gouvernance est-elle un problème pour les mutuelles ?

■ Jean-Charles Rochet

La gouvernance d'entreprise des intermédiaires financiers

■ Thomas Philippon

Gouvernance d'entreprise et bien-être social

LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE : SITUATION ET RÉFLEXIONS

Philippe Trainar

Directeur des affaires économiques, financières et internationales, FFSA

Le thème du gouvernement d'entreprise se retrouve dans tous les débats de société contemporains liés à l'entreprise. Dès qu'un risque économique, social, financier ou politique se concrétise dans une entreprise, il témoignerait d'une défaillance dans sa gouvernance. La dégradation des résultats, les faillites, les licenciements, les grèves, les atteintes à l'environnement, les discriminations ne feraient que révéler les insuffisances de la gouvernance des entreprises impliquées. La justice a sensiblement contribué à cette évolution, dans la mesure où l'immunité relative accordée aux individus a tout naturellement conduit à une mise en cause croissante de la responsabilité de l'entreprise. La gouvernance de l'entreprise s'est ainsi trouvée progressivement investie d'une responsabilité élargie en termes d'obligations de résultats économiques, sociaux et financiers, avec une confusion de plus en plus nette entre « gouvernement d'entreprise » et « gestion des risques ».

Sommes-nous là devant une dérive excessive du concept de gouvernement d'entreprise ou s'agit-il d'une évolution de société incontournable ? D'emblée, on peut affirmer que tel n'était pas le sens original de ce concept. Celui-ci est apparu dans le courant des années 1970 lorsque l'on s'est rendu compte de la disparition des « capitaines d'industrie » au profit d'un nouveau type de dirigeants correspondant à la fameuse technostructure dénoncée par Galbraith¹. La séparation de la propriété et de la compétence avait été poussée jusqu'au point où les intérêts des propriétaires, actionnaires ou sociétaires (selon la nature de l'entreprise) étaient totalement marginalisés dans la gestion de l'entreprise. Les

managers semblaient avoir définitivement capturé le pouvoir. Ils se concevaient en qualité de représentants, non plus des intérêts des propriétaires, mais de ceux de l'entreprise comme organisation *sui generis*. Dans cette perspective, l'objectif de l'entreprise n'était pas de maximiser la richesse des détenteurs du capital (les *shareholders* dans la terminologie anglo-saxonne), mais d'assurer la croissance de long terme de l'entreprise en maintenant un équilibre entre les différentes parties prenantes à sa vie économique (les *stakeholders*), c'est-à-dire les salariés, les fournisseurs, les clients, les banquiers et les collectivités publiques au même titre que les actionnaires. Pour le financement de cette croissance, point n'était besoin de faire appel aux fonds propres et aux actionnaires, l'autofinancement et le crédit y pourvoient. L'entreprise capitaliste assumait donc une véritable responsabilité sociale en l'absence de toute obligation légale, réglementaire ou jurisprudentielle en la matière. La marginalisation des actionnaires était permise par l'absence de besoins en fonds propres importants pour le financement de l'entreprise.

Les difficultés de plus en plus nombreuses rencontrées par ce modèle technocratique, notamment le ralentissement de la croissance et l'explosion de l'inflation qui a suivi le choc pétrolier de 1974, ont mené à sa remise en cause. D'une part, l'explosion de l'inflation a conduit à l'abandon des politiques monétaires laxistes des années antérieures et à l'assèchement du crédit. Les entreprises ont donc été obligées de faire appel aux fonds propres pour se financer, d'autant que les banques, soucieuses de limiter leur risque de crédit, n'ont plus accordé de

prêts qu'en fonction de la solidité en capitaux propres des entreprises concernées, voire, plus récemment, de leur *rating* par les agences de notation. Le phénomène a été renforcé par les privatisations qui ont sollicité les épargnants et les investisseurs sur une large échelle. D'autre part, l'objectif de croissance de long terme sous-jacent au modèle a été contesté. Difficilement contrôlable, il autorisait des dérives importantes qui ne pouvaient être corrigées que tardivement, lorsque les détenteurs du capital risquaient d'être ruinés. Parallèlement, la conviction s'est progressivement imposée sur le fait que les mécanismes de la concurrence et du profit, lorsqu'ils sont combinés, permettent de maximiser le bien-être de la société dans de bien meilleures conditions que la cartellisation du marché et la poursuite d'un objectif de croissance de long terme.

Dans les années 1980, les conditions économiques et intellectuelles étaient donc à maturité pour un « retour » des détenteurs du capital. Cependant, il est peu à peu apparu que ce « retour » ne correspondait pas à un simple changement d'équilibre entre les différentes parties constituantes de l'entreprise, mais à un changement radical de modèle². En effet, on ne dispose d'aucune mesure fiable du « bien-être » de ces parties constituantes, hormis pour les détenteurs du capital. Malheureusement, comme l'ont montré tous les travaux récents³, dans les organismes à objectifs multiples – et l'entreprise serait un tel organisme si elle devait maximiser le « bien-être » de toutes ses parties constituantes – ceux non pris en compte sont systématiquement négligés par le management au profit des autres objectifs. Un seul moyen permettait d'éviter cela, c'était de revenir à la forme de gouvernement d'entreprise que l'on venait de rejeter et qui accordait un large pouvoir discrétionnaire au management aux dépens des intérêts des détenteurs du capital. Mais, cela était impossible car les entreprises avaient besoin de fonds propres. Des arguments d'efficacité sont venus s'ajouter, dans la mesure où le processus de décision est beaucoup plus efficient lorsque le contrôle est unifié (bien des « *joint venture* » illustrent l'inefficacité des structures de contrôle partagé). La conclusion que l'on en a

raisonnablement tirée est que le gouvernement d'entreprise devait avant tout reposer sur la prise en compte des intérêts des détenteurs du capital.

Ce point de vue était conforté par le fait que les *stakeholders* sont relativement bien protégés par les contrats les liant à l'entreprise, que les salariés le sont par les lois sociales en vigueur dans la plupart des pays développés, alors que les intérêts des détenteurs du capital l'étaient beaucoup moins, voire pas du tout. Notamment, en cas de défaillance, les actionnaires sont servis en dernier, après toutes les autres parties constituantes de l'entreprise. Une séparation des rôles apparaissait donc clairement. D'une part, le gouvernement d'entreprise traitait les questions relatives à la défense des intérêts des détenteurs du capital par rapport au management. D'autre part, le gouvernement, c'est-à-dire « le politique », qui est seul légitime pour représenter les intérêts de l'ensemble des *stakeholders*, avait la charge de les protéger, en incitant notamment les entreprises à « internaliser » les « externalités » négatives liées à leurs décisions et à leurs activités (législation, concertation etc.). Pour autant, la formule n'a pas été perçue comme totalement satisfaisante dans tous les pays, notamment par les salariés français. On peut toutefois se demander si cette perception, qui contraste assez sensiblement avec celle des pays anglo-saxons, n'est pas imputable au fait que le contrôle de l'entreprise par les actionnaires aurait des effets externes sur les salariés beaucoup plus négatifs en France que dans les autres pays, en raison non point tant d'un comportement différent des actionnaires que des rigidités spécifiques bien connues du marché du travail français.

Le concept de gouvernement d'entreprise marque donc une rupture par rapport au mode antérieur de gestion de l'entreprise. S'il ne vise certes pas à contester le rôle central du management et sa séparation par rapport aux détenteurs du capital, il n'est pas dans son champ de préoccupation de favoriser une meilleure prise en compte des intérêts des autres *stakeholders*. Ce n'est pas qu'il s'opposerait à cette prise en compte mais, celle-ci relevant d'autres dimensions de la vie de l'entreprise et de procédures

notamment publiques, il se concentre plutôt sur les conditions optimales de contrôle du management par les détenteurs du capital. Pour résumer les choses, on peut dire que le gouvernement d'entreprise a pour objectif la prise en compte de la *shareholder value*, entendue au sens large du terme, tandis que la *stakeholder value* relève d'autres dimensions de la vie de l'entreprise. La définition d'objectifs et de responsabilités claires est essentielle au bon fonctionnement de l'entreprise.

Naturellement, cette définition et la distinction légitime qui en résulte entre la *shareholder value* et la *stakeholder value* ne préjuge en rien des relations que ces deux dimensions de la vie de l'entreprise entretiennent et qui doivent être gérées activement, aussi bien par les entreprises elles-mêmes que par les intéressés, notamment les salariés et leurs représentants, ainsi que par les pouvoirs publics. Et, un rapprochement de la *shareholder value* avec la *stakeholder value* est possible dès lors que les attentes des actionnaires ne se limitent pas à la seule maximisation du profit ou des dividendes mais sachent inclure des objectifs de *compliance* avec des standards généraux sur l'environnement, le climat social, l'éthique professionnelle... C'est l'objet des comptes-rendus *ad hoc* des rapports annuels, dont est saisie l'assemblée générale et qui pourraient, d'une manière ou d'une autre, être validés par les actionnaires.

Le gouvernement d'entreprise s'inscrit donc dans ce cadre. La diffusion de la détention d'actions parmi les ménages, soit directement, soit indirectement, dans le cadre de l'épargne retraite ou des fonds de pension, la dispersion de la propriété qui en est résultée, la vague de fusions/acquisitions et d'OPA ayant marqué la fin des années 1990, la dérégulation des marchés financiers et les crises financières qui ont ponctué l'histoire économique depuis 1997 soulignent l'actualité et l'importance de cette question.

La principale objection adressée à ce concept de gouvernement d'entreprise a trait à la priorité que les actionnaires accorderaient à la poursuite du profit de court terme. Mais, cette objection n'est fondée sur aucun argument théorique ou empirique solide. En théorie, sachant que la valeur du capital est égale à la

somme de ses revenus futurs actualisés, il n'y a aucun intérêt pour un investisseur à rechercher un profit de court terme aux dépens du profit de long terme puisque celui de court terme supplémentaire ainsi obtenu serait immédiatement compensé par une baisse de la valeur du capital, c'est-à-dire par une moins-value latente et donc une perte potentielle. En pratique, il est difficile de prétendre que les actionnaires et les administrateurs ne soient mus que par des considérations de court terme. En témoigne la bulle Internet qui est, pour une part non négligeable, imputable à des anticipations erronées concernant la rentabilité à long terme des investissements dans le secteur des nouvelles technologies de l'information et dont l'ampleur a été maximale sur les marchés où la *shareholder value* est la moins contestée, c'est-à-dire aux États-Unis.

En l'absence d'un modèle unique de bonne gouvernance d'entreprise, les articles et les *interviews* présentés dans ce dossier ne pouvaient aborder le sujet à partir de ses différentes dimensions techniques prises séparément. Ils s'articulent plutôt comme autant de points de vue différents, et pourtant largement convergents, sur le sujet appréhendé à chaque fois dans toute sa globalité.

Daniel Bouton, dans un article mettant parfaitement en perspective les réflexions menées dans le cadre du rapport Afep/Medef, souligne les dangers de mesures uniformes qui s'imposeraient à toutes les entreprises. Le mode de fonctionnement de chaque conseil d'administration doit en effet pouvoir s'accorder avec les spécificités de son actionnariat, de son activité et des circonstances. C'est ce qui fait l'intérêt de l'autorégulation par rapport à la loi ou au règlement. En contrepartie, Daniel Bouton insiste sur la nécessaire transparence des arbitrages effectués en la matière. L'entreprise doit donc expliquer clairement au marché ses choix. Daniel Bouton revient aussi sur l'importance de l'indépendance des administrateurs et d'un comité des rémunérations indépendant. Mais, c'est moins la matérialité des critères de l'indépendance que l'esprit de cette indépendance qui doit guider les choix de l'entreprise. En conclusion, Daniel Bouton insiste sur

le fait que le gouvernement d'entreprise est une question plus de principes et de morale que de règles détaillées.

Claude Bébéar, dans une interview qu'il faut méditer, s'interroge toutefois sur les limites de cette démarche ou, plus exactement, sur le cadre dans lequel celle-ci doit s'inscrire. Il s'inquiète en effet du fossé en train de se creuser entre la rationalité des marchés financiers, qui spéculent sur les écarts de valorisation à court terme, et la rationalité économique de l'entreprise, qui vise à la création de richesse sur le moyen-long terme. Ce n'est pas seulement la déconnexion entre la bourse et l'économie réelle qui l'inquiète, mais surtout la prévalence de la première sur la seconde. L'enjeu est considérable, car il y va du destin de l'entrepreneur « schumpeterien » et de la capacité de nos sociétés à continuer à innover et à créer de la richesse. Les règles de bonne gouvernance, tout comme les nouvelles normes comptables, doivent donc viser à desserrer l'étau que la spéculation financière de court terme, avec ses comportements moutonniers, fait peser sur la création de richesses économiques à plus long terme.

Bertrand Jacquillat estime cependant que les effets pervers, mis en évidence par la crise financière récente, ne sont pas imputables aux marchés financiers eux-mêmes mais à des conflits d'intérêt mal gérés entre acteurs financiers. Il pointe ainsi le doigt sur l'entente tacite entre certaines directions financières et les analystes financiers, sur les effets pervers des stocks options, sur les comportements des dirigeants et sur les conflits d'intérêt au sein des banques entre l'analyse financière, l'attribution de financement, l'activité de fusion/acquisition et l'introduction en bourse. Pour autant, la déconnexion entre la bourse et l'économie réelle n'est pas une fatalité : les études empiriques citées par Bertrand Jacquillat montrent que la bonne gouvernance est créatrice de valeur.

Danielle Blanchard et Georges Dionne, dans leur interview, n'aboutissent pas à des conclusions très différentes. Ils pointent notamment du doigt les effets extrêmement pervers des options d'achat d'actions qui incitent les dirigeants à négliger la maîtrise des

risques comme l'ont fait ressortir des études empiriques sur les mines d'or aux États-Unis. Ils insistent cependant aussi sur la responsabilité des conflits d'intérêt mal gérés entre les dirigeants des entreprises et leurs actionnaires. Ils soulignent notamment l'inaptitude des structures de gouvernance traditionnelle à protéger les actionnaires moins bien informés que les dirigeants. Leurs conclusions rejoignent celles de Daniel Bouton : ils recommandent une plus grande indépendance des administrateurs et une séparation plus claire des fonctions de gestion par rapport aux fonctions d'audit et d'évaluation, tout en reconnaissant que ces exigences ne facilitent pas la recherche des compétences correspondantes.

Pierre Bollon, un peu dans le même esprit, souligne que les scandales financiers récents font ressortir les progrès qu'il reste à faire en matière de gouvernement d'entreprise. Il mentionne notamment la persistance de résolutions contraires aux recommandations de l'Association française de la gestion financière, qui concernerait un tiers des sociétés. Il faut néanmoins noter que les recommandations dont il s'agit font au-delà de celles du rapport Bouton. Après que l'on se soit concentré sur le fonctionnement des conseils d'administration, ce sont les assemblées générales qui devraient plus particulièrement faire l'objet des efforts futurs, selon l'auteur.

Céline Alix et Jacques Mistral nous présentent une société américaine prenant brutalement conscience des dérapages d'une partie de l'élite financière et décidant tout aussi brutalement de les corriger. Mais, cette ardeur n'exclut pas bien des hésitations : comment en effet domestiquer l'espoir de gain sans tuer l'esprit d'entreprise ? L'usage dévoyé des stocks option est, par exemple, l'une des causes évidentes des scandales récents ; mais, ne constituent-ils pas un mode de rémunération incontournable, en particulier dans les jeunes entreprises en forte croissance ? Les mesures prises depuis deux ans sont d'inégale portée. La plus importante, bien sûr, c'est que l'autorégulation des auditeurs a été emportée. Par contre, l'impunité des avocats n'a été qu'ébranlée et les agences de notation ont été mises sous une surveillance légère ; l'accès des

analystes à l'information a été restreint, le cumul des fonctions de régulateur et d'organisateur du marché par le New York Stock Exchange reste contesté, l'opacité des *hedge funds* est remise en cause et les pratiques des *mutual funds* sont dénoncées. En conclusion, Céline Alix et Jacques Mistral se demandent si ces nouvelles contraintes, en particulier celles concernant le fonctionnement des conseils d'administration et la diffusion de l'information financière, ne vont pas constituer un obstacle sérieux à la prise de risque aux États-Unis.

Nicolas Véron s'interroge, avec beaucoup de perspicacité, sur les limites de la démarche française en matière de gouvernance d'entreprise. Cette démarche lui paraît rester ambiguë tant par rapport au « *comply or explain* » qui a été retenu dès 1992 par le rapport Cadbury et intégré dans les règles de cotation au London Stock Exchange, que par rapport au consensus de place qui a été très large au Royaume-Uni quand il s'est concentré sur les émetteurs en France. Nicolas Véron en conclut que la démarche française est inachevée et que des évolutions importantes vont très probablement encore intervenir dans les années à venir, d'autant que la pression européenne devient très forte sur les deux points mentionnés ci-dessus. Le risque est que la défaillance des acteurs de marché n'incite les pouvoirs publics à intervenir et à imposer à la place une solution unique pour tous.

Patrick Peugeot illustre, à partir d'un exemple auquel il donne la force de l'évidence, l'absence d'un modèle de gouvernance unique qui pourrait s'imposer à l'ensemble des entreprises. S'appuyant sur l'exemple des sociétés d'assurances mutuelles, il montre très clairement que des règles comme celles de l'indépendance des administrateurs et du renouvellement limité des mandats n'ont tout simplement pas de sens dans ce type de société. Elles sont en effet contradictoires avec le principe de base du mutualisme qui veut que les administrateurs soient des sociétaires et qu'ils acquièrent leurs compétences en quelque sorte sur le tas – et donc nécessairement dans la durée. Patrick Peugeot en conclut qu'il faut chercher d'autres procédures mieux

adaptées à la nature du mutualisme, comme celle de la validation des candidatures au conseil d'administration par un comité des sages. De même, la pratique des comités spécialisés semble mieux adaptée aux sociétés mutuelles que la mise en place d'un conseil de surveillance.

Jean-Charles Rochet s'interroge quant à lui sur la contribution que la régulation et la supervision peuvent apporter à la bonne gouvernance des secteurs financiers, tels que l'assurance et la banque. Partant du constat que les principales défaillances intervenues dans ces secteurs ont résulté soit de la sous-capitalisation des entreprises concernées, soit d'un comportement de prise de risque excessif par leurs dirigeants, il souligne l'insuffisance des réformes en cours qui privilégient trop les régulations complexes et qui ne traitent pas les causes de l'intervention en général trop tardive des contrôleurs. Jean-Charles Rochet met en évidence un problème de gouvernance des autorités administratives parallèle au problème de gouvernance des entreprises. La solution à ce problème de gouvernance se trouve, selon lui, dans une plus grande indépendance et responsabilisation des autorités de contrôle.

Thomas Philippon conclut la série d'articles en revenant sur la question initiale des relations entre la *shareholder value* et la *stakeholder value*. Sur la base d'une analyse économique rigoureuse, il constate que la bonne gouvernance d'entreprise et la maximisation de la valeur actionnariale ne sont pas nécessairement optimales en termes de bien-être social et qu'elles peuvent avoir des effets négatifs sur le reste de l'économie. C'est ainsi que la cartellisation du marché résout parfaitement le problème des relations entre les dirigeants et les actionnaires, mais aux dépens des consommateurs et des salariés. Les pouvoirs publics, ayant en charge les intérêts de l'ensemble des *stakeholders*, ne peuvent pas se désintéresser de cette question. Thomas Philippon met toutefois en garde contre les solutions simplistes, par exemple celle qui consiste à introduire les salariés dans les conseils d'administration. Il insiste en revanche sur l'importance d'une presse indépendante et d'une justice fiable.

En conclusion, il faut souligner tout à la fois l'importance et la complexité du gouvernement d'entreprise. Comme le stipule Gérard de La Martinière dans son entretien en tête de la revue : « Pour une part, le gouvernement d'entreprise correspond à des standards communs à toutes les entreprises et que tout actionnaire est en droit d'attendre de la société dans laquelle il a investi ». ... « Pour une autre part, il correspond à une organisation et plus généralement à une image, propres à chaque entreprise, que chacune d'entre elles est seule à pouvoir assumer ». Tous les auteurs sollicités estiment qu'il est important que le marché se soit doté de règles de bonne gouvernance. Certains pensent qu'elles doivent être renforcées sur tel ou tel point. Pour autant, ils sont aussi unanimes pour considérer que ces règles ne sauraient constituer un

one best way et qu'il faut impérativement veiller à préserver les capacités de création et d'innovation de nos entreprises. Naturellement, la flexibilité, dès lors requise dans l'application de ces règles, doit avoir pour contrepartie une information transparente sur les raisons des écarts éventuels par rapport aux recommandations du marché.

Notes

1. Cf. J.K. Galbraith (1967), *Le Nouvel état industriel*, Gallimard.
2. Cf. J. Tirole (2001), « *Corporate Governance* », *Econometrica*, n°1.
3. Cf. notamment B. Holmström et P. Milgrom (1991), « *Multi-task Principal-Agent Analyses : Incentive Contracts, Asset Ownership and Job Design* », *Journal of Law, Economics and Organization*, 7, *special issue*.

PRINCIPES DU GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

Daniel Bouton

Président-directeur général, Société générale

Plus que de règles de détail, le gouvernement d'entreprise doit se nourrir de principes – lesquels ne sont rien sans la morale. Préférer la liberté d'organisation des entreprises et le libre jeu de l'autorégulation à l'uniformisation et la contrainte. Organisation rigoureuse, transparence, évaluation, tels sont les thèmes essentiels du gouvernement d'entreprise.

Question réservée à quelques juristes spécialisés il y a quelques années, le gouvernement d'entreprise (c'est-à-dire le système de direction et de contrôle des entreprises) est aujourd'hui une question débattue et étudiée par les sociologues, les économistes, les philosophes... C'est aussi devenu un sujet important dans la stratégie de communication des sociétés cotées. Les investisseurs institutionnels, les fonds de pension font appel à des agences qui notent la qualité du gouvernement d'entreprise dans chaque société. Peu à peu émerge un consensus international autour de ce dispositif : l'OCDE a publié des principes, l'Union européenne se penche sur le sujet et chaque pays a son ou ses référentiels. Pour les entrepreneurs, ce thème paraît souvent étrange du fait qu'il vise à décrire et à théoriser leur quotidien : prendre des décisions, convaincre un conseil d'administration, rendre compte aux actionnaires...

Dans des économies de marché de plus en plus internationales, il est normal, sous la pression des investisseurs, de mettre en place des normes garantissant un minimum d'organisation dans la manière dont chaque entreprise est dirigée. Cela permet de s'assurer que chaque responsabilité est bien

remplie, et que les contrôles interne et externe sont bien assurés. Le gouvernement d'entreprise est une forme de « contrôle qualité » qui rassure les investisseurs et minimise leurs risques.

Comply or explain, telle est sa devise : elle exprime à la fois la philosophie du système (décrire, expliquer, communiquer) et sa limite. Quel est le « bon gouvernement d'entreprise » ? Qui doit le définir ? Il importe de lutter contre toute volonté d'uniformisation, toute tentative de réglementation détaillée. La vie quotidienne des entreprises, les structures actionnariales, la diversité des structures juridiques justifient une approche par les principes, souple et transparente.

Des droits différents

Le premier fondement du gouvernement d'entreprise est le droit des sociétés applicable dans chaque pays. Même si les modèles juridiques tendent à se rapprocher, les différences restent fortes. Il suffit de comparer le droit allemand, qui privilégie le système dual, et le droit français, qui offre un choix très large.

L'incapacité à créer un droit unifié de la société européenne depuis quarante ans montre l'ampleur de la difficulté.

Il convient d'accepter ces différences. Il n'existe pas de système juridique « intrinsèquement supérieur » pour l'organisation d'une société. Système dual, système moniste, avec dissociation des fonctions de président ou de directeur général ou non, chaque système est acceptable dès lors qu'il s'accompagne d'une organisation rigoureuse des pouvoirs de direction et de contrôle, et d'une parfaite transparence à l'égard des actionnaires. Les expériences malheureuses observées depuis quelques années montrent qu'aucun système n'est le garant du bon fonctionnement de l'entreprise. L'uniformité n'est pas la panacée, l'Union européenne l'a bien compris et, à la suite du rapport Winter, a choisi de privilégier la transparence, associée à quelques principes, plutôt qu'une harmonisation autoritaire.

L'autorégulation d'abord

Il appartient évidemment aux législateurs de chaque pays de définir les règles relatives à l'organisation des sociétés, en particulier en ce qui concerne les pouvoirs respectifs de l'assemblée des actionnaires et du conseil d'administration. Ces questions, au cœur du droit de l'actionnaire, sont généralement décrites très précisément (droits de vote, droit au dividende, pouvoirs de l'assemblée générale), c'est la raison pour laquelle les rapports sur le gouvernement d'entreprise (Cadbury, Afep/Medef...) traitent peu du rôle de l'assemblée. En revanche, l'organisation du système de décision entre direction générale et conseil d'administration n'est pas précisément décrite dans la loi.

Le conseil d'administration « détermine les orientations de l'activité de la société et veille à leur mise en œuvre (...) ; il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la société »¹. « Le Directeur général est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toute circonstance au nom de la société »². Il importait donc que la pratique définisse

des règles qui ne soient pas elles non plus uniformes, mais permettent au conseil d'administration d'exercer pleinement sa mission.

Vu la grande diversité des sociétés cotées, il n'est guère souhaitable d'imposer à tous les conseils d'administration des modes d'organisation et de fonctionnement formalisés et identiques. Ceux-ci doivent être en harmonie avec la composition de l'actionnariat, la dimension et la nature de l'activité de chaque entreprise et prendre en compte les circonstances particulières qu'elle peut traverser. Chaque conseil en est le meilleur juge : sa première responsabilité est d'adopter le mode d'organisation et de fonctionnement qui va lui permettre d'accomplir au mieux sa mission. En revanche, cette organisation doit être transparente et expliquée au marché et aux actionnaires. Dans tous les grands pays développés, les émetteurs ont établi des codes de bonne conduite aidant chacun à se situer – tel a été l'objet en France des rapports élaborés à l'initiative de l'Afep et du Medef en 1995, 1999 et 2002. Aujourd'hui réunis dans un document unique sous le titre *Le Gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*, ces rapports entendent être le code de référence auquel les sociétés devront se conformer, ou expliquer en quoi et pourquoi leurs pratiques diffèrent.

Cette logique d'autorégulation est parfois contestée. Elle a pourtant produit des effets très positifs, comme en témoignent les rapports annuels publiés en 2003.

La publication d'informations sur le gouvernement d'entreprise est maintenant systématique (notamment celles portant sur l'organisation des travaux du conseil et sur les administrateurs). De même, la création d'un comité des comptes est généralisée parmi les sociétés du CAC 40 : plus de 90 % d'entre elles ont un comité des rémunérations.

Ces exemples montrent la rapidité des progrès accomplis grâce à l'autorégulation. Dans les sociétés du CAC 40, la part moyenne des administrateurs indépendants est déjà de 44 %, soit largement plus du tiers recommandé par le rapport Viénot. Plus significatif encore, dans 85 % des cas, le

rapport annuel mentionne que la qualification d'administrateur indépendant a fait l'objet d'un débat, soit au sein du comité de sélection, soit au sein du conseil d'administration.

Les pratiques peuvent donc évoluer sans la loi par le seul jeu de l'exigence de transparence – ce qui ne signifie pas que la loi est inutile, mais il convient d'y recourir à bon escient, sans créer d'obligations inadaptées. En 2002, la loi dite « Houillon », puis en 2003 celle de sécurité financière, ont remis en cause certaines dispositions de la loi sur les nouvelles régulations économiques (NRE), relatives au cumul des mandats, adoptée en 2001 – c'est le cas, par exemple, de la déclaration des conventions courantes. Ces deux exemples sont typiques d'un législateur « maladroit » qui veut appliquer des règles trop uniformes. Légiférer est utile, parfois nécessaire, mais après avoir fait une étude d'impact de la mesure envisagée. Est-il nécessaire d'appliquer des règles souvent contraignantes à des sociétés, sans toujours distinguer entre celles qui sont cotées et celles qui ne le sont pas ?

La réponse ne peut qu'être négative. Les problèmes à traiter sont très divers et, surtout, la relation à l'actionnaire est d'une nature très différente.

Des travaux organisés

Il existe, depuis toujours, un ordonnancement juridique formel des travaux du conseil d'administration. Le gouvernement d'entreprise tente d'organiser strictement ces travaux pour que, du respect de certaines règles, naissent une pratique favorisant la transparence du système de décision. C'est la raison pour laquelle un règlement intérieur du conseil d'administration est nécessaire, qui doit notamment préciser :

- les cas d'approbation préalable du conseil pour des opérations stratégiques ;
- les règles selon lesquelles le conseil est informé de la situation financière, de la situation de trésorerie et des engagements de la société.

De même, le règlement intérieur définit l'organisation du travail du conseil.

Point fondamental, les décisions d'un conseil d'administration sont collégiales. S'il existe des comités, c'est uniquement pour préparer les décisions ; ils ne sont pas détachables du conseil d'administration et ne sauraient se substituer à sa responsabilité. Leur nombre et leur structure dépendent de chaque conseil ; il est cependant essentiel que certains sujets fassent l'objet d'un travail préparatoire au sein d'un comité spécialisé (examen des comptes, rémunérations et options, sélection des dirigeants et administrateurs). Chaque comité doit avoir son propre règlement et rendre compte de son activité dans le rapport annuel.

Certains voient dans ces règles un excès de formalisme. Cela peut se comprendre, mais les actionnaires ont le droit de savoir comment fonctionne l'entreprise, et surtout le droit de vérifier qu'elle fonctionne conformément à ses principes d'organisation. Pour qu'un tel contrôle soit possible, il importe que l'actionnaire connaisse le règlement intérieur et son application concrète.

La composition

Dès 1995, le premier rapport Afep/Medef insistait sur la suppression des mandats croisés, et plus généralement sur l'indépendance des administrateurs : « Le conseil est un savant dosage de compétence, d'expérience et d'indépendance ». Ces qualités, avant tout personnelles, ne tiennent pas à l'appartenance à telle ou telle catégorie d'actionnaires. Quant au débat sur l'indépendance, il est souvent biaisé par le vocabulaire ; c'est pourquoi le rapport Afep/Medef de 2002 a souhaité clarifier la portée de cette notion et définir une grille de critères, tout en soulignant qu'il appartient au conseil d'administration, sur proposition du comité des nominations, d'examiner au cas par cas la situation de chacun de ses membres. Le conseil peut juger qu'un administrateur ne peut être qualifié « d'indépendant » bien qu'il réponde aux critères, ou à l'inverse l'estimer indépendant, même s'il n'y répond pas. L'important est que cette

décision soit prise de manière transparente et qu'il en soit fait mention dans le rapport annuel. C'est ainsi que la lecture du rapport annuel 2002 d'une société du CAC 40 révèle que tel administrateur, bien que nommé depuis plus de douze ans, est considéré comme indépendant par le conseil d'administration, contrairement aux critères du rapport Afep/Medef.

La même question se pose avec les administrateurs

représentant des actionnaires importants. Si la société est contrôlée, tout administrateur représentant une entreprise participant à ce contrôle est considéré comme non indépendant. Si tel n'est pas le cas, au-delà d'un seuil de détention de 10 % en capital ou en droits de vote, le conseil doit s'interroger sur la qualification d'indépendant, en tenant notamment compte de la composition du capital de la société.

Les critères de l'indépendance

- ▶ Ne pas être salarié ou mandataire social de la société, salarié ou administrateur de la société mère ou d'une société quelle consolide et ne pas l'avoir été au cours des cinq années précédentes.
- ▶ Ne pas être mandataire social d'une société qui détient directement ou indirectement un mandat d'administrateur ou dans laquelle un salarié désigné en tant que tel ou un mandataire social (actuel ou l'ayant été depuis moins de cinq ans) détient un mandat d'administrateur.
- ▶ Ne pas être³ client, fournisseur, banquier d'affaire, banquier de financement :
 - significatif de la société ou de son groupe ;
 - ou pour lequel la société ou son groupe représente une part significative de l'activité.
- ▶ Ne pas avoir de lien familial proche avec un mandataire social.
- ▶ Ne pas avoir été auditeur de l'entreprise au cours des cinq années précédentes.
- ▶ Ne pas être administrateur de l'entreprise depuis plus de douze ans⁴.

La rémunération des dirigeants

Avant même que la loi ne la rende obligatoire, la publication des rémunérations avait été mise en œuvre par de nombreuses sociétés cotées. En France, mais aussi dans beaucoup de pays européens, la publication des rémunérations individuelles des chefs d'entreprise constitue un sujet de débat. En Allemagne, seule la publication de la rémunération de l'ensemble du directoire est pratiquée.

Depuis la loi NRE, l'opinion publique s'est emparée de cette information et la classe politique annonce régulièrement une nouvelle réglementation, comme s'il pouvait appartenir au législateur de dicter aux entreprises leur conduite en la matière. Si les rémunérations versées sont élevées, rappelons que dans beaucoup d'entreprises, le directeur général n'est

pas la personne la mieux payée – c'est le cas, par exemple, dans les entreprises de taille internationale.

La fixation de la rémunération des mandataires sociaux est une mission essentielle du conseil d'administration ; sa préparation revient au comité des rémunérations. La rémunération englobe l'ensemble du statut du directeur général (fixe + variable + avantages en nature + stock-options + retraite + indemnités de départ).

Le comité des rémunérations doit veiller tout particulièrement à la définition des règles de fixation de la part variable, à leur cohérence vis-à-vis de l'évaluation des performances des dirigeants et à la stratégie à moyen terme de l'entreprise. Il doit aussi préparer les décisions du conseil d'administration en matière de stock-options (fixation du prix, liste des bénéficiaires...), dans le cadre défini par l'assemblée générale. L'ensemble de ces décisions est retracé en détail dans le rapport annuel et mis à la disposition des actionnaires. Faut-il aller au-delà et prévoir un

vote de l'assemblée générale ? Cette question est largement discutée : en Grande-Bretagne, un débat de ce type a été introduit avec un vote « consultatif ». Il ne faudrait cependant pas transformer l'assemblée en un lieu où se votent des vœux ou des motions : elle est avant tout un lieu de débat et de décision, et il lui faut garder ce caractère. Que les rémunérations fassent l'objet d'une discussion sur la base des informations du rapport annuel est évidemment justifié et nécessaire. L'expérience montre que les assemblées générales se saisissent de cette question assez systématiquement. Faut-il aller plus loin et rendre ce débat obligatoire ? Pourquoi pas ? En revanche, un vote consultatif est dépourvu de sens. La fixation de la rémunération du directeur général est de la compétence de l'organisme qui le nomme, c'est-à-dire le conseil d'administration. Toute autre logique ne ferait qu'affaiblir la responsabilité des administrateurs dans leur mission d'évaluation de la performance des dirigeants.

La mission d'évaluation

L'évaluation n'est pas l'acte de management le plus largement répandu dans les entreprises françaises. Celle des conseils d'administration, bien que recommandée dans le rapport Viénot, n'entre que très progressivement dans les usages. Au-delà d'un débat régulier du conseil sur son propre fonctionnement, il est pourtant indispensable de procéder au moins une fois tous les trois ans à une évaluation formelle, le cas échéant avec l'aide d'un cabinet de conseil.

L'évaluation des dirigeants est plus courante, elle se fait au sein du comité des nominations, mais elle reste peu formalisée. Il serait souhaitable d'aller plus loin et d'introduire la pratique anglo-saxonne de

l'évaluation par les administrateurs extérieurs à l'entreprise (c'est-à-dire ni les salariés, ni les mandataires sociaux). Cette réunion, qui se tiendrait une fois par an, hors la présence des mandataires sociaux, permettrait de mieux structurer la réflexion sur l'efficacité et l'avenir du management. Le comité des rémunérations devrait ensuite tenir compte des conclusions de cette réunion pour fixer la rémunération des dirigeants.

En guise de conclusion

Une organisation rigoureuse, la transparence et l'évaluation, tels sont les thèmes essentiels du gouvernement d'entreprise, qui, plus que des règles de détail, doit se nourrir de principes.

Mais les principes eux-mêmes ne sont rien sans la morale. Il y aura toujours des crises, des erreurs de gestion, des fraudes, car l'entreprise reste une œuvre humaine. Les procédures du gouvernement d'entreprise ne les empêcheront pas. En revanche, elles peuvent faciliter l'exercice des responsabilités grâce à l'organisation et à la transparence des procédures. Pour cela, elles doivent être adaptées à la structure juridique et actionnariale de chaque entreprise.

Notes

1. Art. L. 225-35 du Code de commerce.
2. Art. L. 225-56 du Code de commerce.
3. Ni même être lié directement ou indirectement.
4. À titre de règle pratique, la perte de la qualité d'administrateur indépendant ne devrait intervenir qu'à l'expiration du mandat au cours duquel il aurait dépassé la durée de douze ans.

Claude Bébéar

Président, conseil de surveillance, groupe AXA

Entretien réalisé par François Ewald

Risques : Pourquoi avez-vous estimé nécessaire d'engager cette bataille contre les « saboteurs » du capitalisme¹ ? Quelle est l'urgence ?

Claude Bébéar : Actuellement, le problème fondamental est le divorce entre la sphère financière et la sphère économique réelle, entre le monde financier et les entreprises. La bourse vit dans le court terme alors que les entreprises se déploient dans le moyen et le long terme. La bourse ne s'intéresse pas à la réalité des entreprises, mais à la possibilité de réaliser des plus-values rapides. D'où ce divorce entre le besoin des entreprises – disposer de capitaux à moyen/long terme – et le jeu de la bourse qui, lui, ne se soucie pas de l'entreprise. Pour les milieux financiers, les entreprises sont des « sous-jacents ». C'est tout dire. Auparavant, quand on achetait une action, on étudiait la réalité économique de l'entreprise, et on faisait un pari raisonné sur son avenir. Ce n'est plus le cas. On ne parie plus sur l'avenir de l'entreprise mais sur ce que les autres vont penser de sa valeur à court terme. La bourse est déconnectée de la valeur réelle de l'entreprise.

Cela est grave. Pourquoi ? Parce que l'économie réelle a besoin de faire appel aux marchés financiers pour financer sa croissance et son développement. Une augmentation de capital est fortement influencée par la valeur boursière de l'action. Si l'augmentation de capital se réalise avec des actions beaucoup trop chères, elle ne peut, à terme, qu'entraîner la déception des investisseurs. Inversement, si l'on est obligé pour lever le même montant de capitaux de mettre sur le marché beaucoup plus d'actions qu'il n'est raisonnable, on dilue la part des actionnaires actuels qui se sentent frustrés. Ainsi le divorce entre l'économie réelle et la bourse est mauvais, aussi bien pour les entreprises que pour les investisseurs.

Pourquoi en avoir parlé maintenant ? Parce que pendant la « bulle », cela aurait été complètement vain : personne n'écoutait.

Risques : C'est quelque chose que vous ressentiez depuis longtemps ?

Claude Bébéar : Quand vous êtes dans l'économie réelle, vous pouvez être étonné par les réactions de la bourse sur votre titre. Lorsque AXA en 1991 prend le contrôle d'Equitable aux États-Unis, la bourse ne comprend pas ; elle est convaincue que « le marché de l'assurance vie aux États-Unis est malade et qu'Equitable est mourant ». Le titre AXA perd la moitié de sa valeur. Un an après, les mêmes crient au miracle et le titre s'envole. Des exemples comme ceux-là, on peut les multiplier. En 2000, conformément à ce que nous pensions depuis longtemps et à ce que l'ensemble des acteurs du marché nous incitaient à faire, AXA décide de racheter ses minoritaires américains et anglais. Recommandations des mêmes acteurs aux investisseurs : « Il s'agit d'un mouvement stratégique important tout à fait opportun. Mais, comme cela va créer une dilution des actions pendant un an ou deux, vendez ! ».

Risques : Cela n'a-t-il pas toujours été comme ça ? Pourquoi y-a-t-il aujourd'hui une urgence particulière ?

Claude Bébéar : Il y a toujours eu de la spéculation, mais elle était moins importante auparavant car il y avait moins d'outils disponibles. On pratiquait le *stock-picking* : on étudiait les valeurs en profondeur et on les achetait pour les conserver. Certes, l'aller-retour rapide sur les marchés pouvait se faire, mais beaucoup moins qu'aujourd'hui et pour plusieurs raisons. D'une part, il y avait beaucoup moins de valeurs disponibles ; on investissait sur son marché

national et on ne s'intéressait guère au marché mondial ; une étude exhaustive des possibilités avant d'investir était possible. Actuellement, c'est l'inverse : le marché s'est mondialisé avec un nombre infini de valeurs à suivre, donc d'opportunités. D'autre part, acheter des actions et les vendre coûtait cher. Les opérations étaient compliquées. Il y avait donc des freins. Aujourd'hui, on peut acheter et vendre instantanément, dans la minute qui suit ; le coût de la transaction est faible. Il existe aussi de plus en plus d'outils permettant de se couvrir, d'investir sur une valeur en pariant soit que le titre va monter, soit qu'il va descendre ; se pratiquent des ventes à découvert, des *calls*, des *puts*, l'utilisation de produits complexes inexistants auparavant. Cette sophistication de la finance entraîne un éloignement de la réalité de l'entreprise. À part quelques investisseurs qui jouent vraiment le *stock-picking* sur le long terme, comme Warren Buffett qui avoue ne jamais jouer en bourse et acheter des valeurs après examen pour les garder, les investisseurs institutionnels et les boursicoteurs, quant à eux, achètent pour revendre rapidement. La maladie a même gagné les fonds de pension. Par nature, ce devrait être des investisseurs de long terme puisque leurs engagements sont à long terme. Or, le constat est que leurs portefeuilles tournent à grande vitesse : sept mois pour les placements de fonds de pension américains. Ainsi, aujourd'hui, une valeur est conservée sept mois contre sept ans il y a une dizaine d'années.

Risques : Votre livre peut être lu comme une dénonciation de la prise de pouvoir de certains agents du capitalisme – analystes, agences de notation, banques d'affaires, avocats... Ce que vous décrivez, n'est-ce pas une bataille pour le pouvoir ?

Claude Bébéar : On leur a laissé prendre un certain pouvoir. Il y a aujourd'hui tellement de valeurs disponibles qu'il est impossible de toutes les étudier. On observe ce qu'avancent les analystes financiers et on regarde ce qu'argumentent les sociétés de notation, avec une tendance à s'en remettre à leur analyse sans exercer un esprit critique. Tout le problème est là.

Les analystes financiers travaillent avec peu d'informations, en l'occurrence, celles, officielles, qu'une entreprise donne au public, et celles résultant de discussions qu'ils peuvent avoir avec les managers des entreprises, sachant que les informations diffusées sont bien évidemment triées. La vision des analystes est donc naturellement tronquée. En outre, ils n'ont pas une véritable connaissance de l'entreprise et de ses métiers. Cette connaissance n'est qu'intellectuelle. Leurs avis sont ainsi péremptoirs, car définis à partir d'éléments limités. Ils ont, par ailleurs, des comportements extrêmement moutonniers : on parle du « consensus » des analystes. En fait, pour un analyste, produire une information différente des autres, c'est prendre un risque – considérablement réduit s'il s'en tient à ce que disent ses confrères. C'est ainsi que quelques leaders peuvent donner le « la » et entraîner les autres dans des erreurs profondes.

Cependant, cela n'est rien à côté de la puissance accordée aux agences de notation. Elles ne se contentent pas d'analyser une entreprise : elles les notent. Banquiers, prêteurs, investisseurs regardent ces notes comme parole d'évangile. Si vous êtes dégradé, le cours plonge. Si vous êtes « *upgradé* », le cours monte. Les investisseurs font confiance aux agences de notation au lieu d'exercer leur propre jugement.

Plus embêtant encore : l'attitude des banquiers. Les prêts consentis sont liés aux notes des agences. Plus la note est bonne, plus vous améliorez vos conditions de crédit ; *a contrario*, plus elle est mauvaise et moins les conditions de crédit seront bonnes. Si cette note change à un moment donné, les conditions du prêt accordé peuvent être automatiquement modifiées. Certains contrats de prêts précisent même qu'en dessous d'une certaine notation, le prêt consenti doit être immédiatement remboursé, précipitant alors une crise de trésorerie de l'entreprise et à terme sa faillite. Cela parce qu'une agence de notation a jugé, dans sa grande sagesse, que telle entreprise devait être dégradée. C'est ce qui a failli se passer pour Vivendi lorsque Jean-René Fourtou en a pris la direction.

Moody's s'activait à dégrader de deux crans Vivendi, dont la qualité de signature entrainait dans la catégorie des *junks bonds*. Non seulement Vivendi ne pouvait plus emprunter l'argent nécessaire, mais devait en plus rembourser les prêts accordés précédemment. Or, les actifs de Vivendi restaient supérieurs à ses passifs. La société n'était donc pas en faillite bien que les actionnaires, ayant acheté les actions à des taux très élevés, aient perdu beaucoup. Par contre le *downgrading* de Moody's risquait de provoquer une situation de cessation de paiement pour Vivendi. Voilà donc une entreprise avec plus d'actifs que de passifs, qui remplace un management un peu fantaisiste par un management sérieux et expérimenté, et cela n'est pas pris en compte ! Heureusement, sous un délai de quarante-huit heures, une négociation avec les banques a permis d'éviter la cessation de paiement ; Moody's a cependant maintenu le *downgrading*. Est-ce sérieux ?

Risques : La bataille que vous décrivez est une bataille sur la valeur : comment estimer la « vraie » valeur d'une entreprise ? Nous dirons que tous ces instruments, toutes ces techniques sont, d'une certaine manière, conçus pour arriver à en avoir une estimation partagée. Comment estimer la vraie valeur d'une entreprise ?

Claude Bébéar : Les marchés ne regardent pas la vraie « création de valeur » de l'entreprise – pour reprendre une expression à la mode – sur le moyen et long terme, mais la possibilité pour l'action de monter dans le court terme. Ils ne s'intéressent pas réellement à la valeur, mais à l'opinion que les autres vont avoir de la valeur de l'entreprise dans les mois suivants. Car, finalement c'est bien cela : qu'est-ce qui fait le cours à l'instant T ? L'opinion des investisseurs. Lorsque vous investissez en bourse, votre problème n'est pas de connaître la valeur réelle de l'entreprise, ni comment elle va réellement évoluer. Il est de savoir ce que le marché va en penser dans les mois qui viennent. Quelle est la valeur réelle d'une entreprise ? Cela est difficile à déterminer car ce n'est pas mathématique.

Telle entreprise peut, pour moi, valoir énormément parce que nous pouvons ensemble développer des synergies. Je peux être prêt à payer très cher pour cela. Par contre, celui pour lequel cette même entreprise ne représente pas un tel intérêt lui attribuera une valeur moindre.

Cela étant dit, il est possible de calculer une valeur « intrinsèque » de l'entreprise en faisant des hypothèses sur son avenir, sur la valeur de ses collaborateurs et la fidélité de sa clientèle. D'après ces éléments se déduisent les bénéfices à venir.

Les profits futurs sont actualisés en utilisant un taux d'intérêt arbitraire qui permet d'obtenir la valeur « intrinsèque » de l'entreprise. Cette valeur reste cependant approximative et très discutable car elle dépend de toute une série d'hypothèses.

Risques : Cela veut-il dire qu'il faudrait imaginer de nouveaux instruments de mesure de la valeur des entreprises ?

Claude Bébéar : C'est tout le travail sur les normes comptables. La comptabilité doit refléter la valeur de l'entreprise. Mais quelles normes appliquer ?

On peut évaluer les actifs à leur prix d'achat : s'ils ont été achetés il y a dix, vingt, trente, cinquante ans, cela n'a guère de sens. Ce mode d'évaluation n'est pas raisonnable. On peut aussi les estimer à leur valeur de marché, mais c'est une estimation extrêmement volatile car cette valeur peut fluctuer très vite et n'importe comment. Estimer la valeur d'une entreprise à sa valeur liquidative n'a guère de sens car une entreprise n'est pas faite pour être liquidée tous les matins mais avant tout pour se développer dans le temps. La valeur de marché n'est donc pas non plus la bonne mesure.

Quelle est donc la valeur de l'entreprise ? La valeur qu'elle aura pour une autre entreprise ? La valeur boursière instantanée reflétant un consensus de place souvent spéculatif ? La valeur arrêtée par les comptables ? La première valeur est très subjective et non chiffrable *a priori*. La seconde est soumise aux fluctuations erratiques des marchés. Ainsi ressort l'importance de la mesure de la valeur par les

comptables, c'est-à-dire l'importance des normes comptables. Elles doivent permettre de mesurer les variations de la santé de l'entreprise, abstraction faite des fluctuations hautement spéculatives que connaissent les marchés. Sauf cas exceptionnels, la réalité économique d'une entreprise – donc sans valeur objective – évolue lentement. Pour cette raison, la publication des comptes trimestriels n'a aucun sens.

Risques : Afin de remettre les choses sur pied dans cette bataille pour la vérité, vous proposez une série de réformes qui concernent les jeux de pouvoir entre l'actionnaire, l'entreprise et ses instances de gouvernement. Transformer les micro-pouvoirs de la *corporate governance* va-t-il suffire à remédier à la situation ?

Claude Bébéar : Il y a besoin de réglementations tout en sachant que, *in fine*, tout dépend des hommes et d'une éthique de la responsabilité.

Il y a un certain nombre de réglementations à prendre, mais pas trop : concernant les *hedge funds*, les dérivés de crédits et les risques formidables qu'ils font courir, les paradis fiscaux, les prêts de titres. Et ces réglementations doivent aujourd'hui être internationales, comme l'est l'économie.

Cependant le problème essentiel réside dans le fait que les dirigeants soient responsabilisés et considèrent que leur rôle est bien d'être les décideurs. Un dirigeant ne doit pas mettre uniquement son sort dans les mains des analystes financiers, mais recevoir leur avis avec réserve, comme étant de simples opinions. Il ne doit pas accepter la dictature des agences de notation. Il ne faut plus tolérer que les prêts bancaires soient liés aux avis des sociétés de notation et obtenir un renversement de la tendance qui fait que certains organismes de régulation interdisent aux fonds de pensions d'investir dans des valeurs mal notées. Une société peut très bien avoir été classée à moins de BBB par telle ou telle agence de notation, alors même qu'elle apparaîtra une bonne affaire à celui qui se sera soucié d'en prendre une connaissance approfondie. Il n'appartient pas aux

agences de notation de décider si un investissement est judicieux.

Les actionnaires doivent jouer leur rôle et s'engager à plus long terme en s'impliquant plus qu'auparavant dans la vie de l'entreprise. Ils en sont les propriétaires et cela leur donne des droits et des devoirs. Ou alors on change de système. Ils doivent exercer leur droit de vote. Les organismes institutionnels expliqueront à ceux qui leur ont confié leur argent pourquoi et comment ils ont voté. L'actionnaire a le devoir, non pas d'intervenir dans la gestion quotidienne de l'entreprise, mais, à un moment donné, de demander des comptes au conseil d'administration et de sanctionner si nécessaire.

Il faut aussi cesser de confondre les fonctions de responsabilité et celles de contrôle. Cela concerne en particulier les conseils d'administration. Ces derniers choisissent les dirigeants et prennent les décisions sur les grands investissements participant ainsi à la gestion de l'entreprise. On leur demande de proposer à l'assemblée générale les auditeurs, c'est-à-dire ceux qui vont contrôler le fonctionnement de l'entreprise ! Cela me paraît quelque peu schizophrénique. Je suggère donc que l'on distingue entre le management et le contrôle : le choix des auditeurs serait exercé par un corps, indépendant du conseil d'administration, élu par l'assemblée générale. Appelons les membres de ce corps : des censeurs. Ainsi, référerait à l'assemblée générale : le corps des administrateurs responsables de la bonne marche de l'entreprise et celui des censeurs dont la mission est le choix des auditeurs et de ce qui se passe. Les premiers présenteront au conseil d'administration ce qu'ils ont fait, les seconds ce qu'ils ont constaté.

Risques : Pour retomber sur ses pieds, le capitalisme devrait être démocratisé. Vous plaidez pour une « démocratie participative » de l'actionnariat.

Claude Bébéar : Le système est démocratique. Mais cette démocratie a été usurpée ou a été détournée.

La meilleure façon de remettre les choses en ordre est certainement d'organiser la transparence, c'est-à-dire l'obligation d'avoir à montrer ce que l'on fait de façon

très détaillée. La transparence ne peut qu'inciter à la responsabilité, au courage et à plus d'éthique. C'est plutôt par la transparence que par la loi que les mentalités changeront.

Risques : Ce qui conduit à une certaine forme de socialisation de l'entreprise.

Claude Bébéar : Sans doute.

Risques : Vous semblez confiant dans le fait que les rapports de pouvoir entre le monde des « intermédiaires » et le couple entrepreneur/investisseur puissent s'inverser.

Claude Bébéar : On peut déjà constater que les mentalités changent tant au niveau des conseils d'administration que chez certains grands opérateurs. George Soros lui-même se voit contraint de battre sa coulpe et d'appeler à ce que l'on freine la spéculation.

L'issue appartient aux entrepreneurs. S'ils refusent la dictature des intermédiaires, elle disparaîtra. Cela suppose que les patrons repensent leur communication financière, qu'ils considèrent que c'est de leur responsabilité d'avoir des actionnaires fidèles et qu'ils s'impliquent en conséquence. Les patrons ne doivent pas chercher à satisfaire le marché mais à le convaincre du bien-fondé de leur stratégie et de leur action. Alors que l'exemple d'un Warren Buffet montre que c'est en investissant sur le long terme que l'on gagne le plus, à quoi cela sert-il qu'un fonds de pension fasse tourner ses actions tous les sept mois, sinon à favoriser l'enrichissement des collaborateurs qui, en charge des transactions, ont tout intérêt à les multiplier ? Cela doit changer.

Risques : Vous en appelez à la responsabilité des dirigeants, une responsabilité que vous constatez par ailleurs défaillante. Le type d'hommes que vous appelez n'est-il pas trop exceptionnel ? Y-a-t-il vraiment beaucoup d'individus capables de jouer le rôle que vous leur assignez ?

Claude Bébéar : Beaucoup de petites et de moyennes entreprises ont à leur tête des patrons qui décident pour l'entièreté de l'entreprise parce qu'elle est leur entreprise. Ils ont le souci de tous les *stakeholders*. Ils doivent penser sans arrêt aux clients : « Est-ce que ce que je fais est bien pour le client ? ». Ils doivent penser aussi au personnel : « Est-ce que mon personnel est bien motivé ? Est-ce qu'il travaille bien ? » Et enfin, ils doivent penser au capital, car c'est le leur, ainsi qu'à l'environnement. Il y a beaucoup de personnes de ce type dans les PME, dont on ne reconnaît pas suffisamment la qualité.

Les grandes entreprises, quant à elles, transforment très souvent leurs dirigeants en fonctionnaires. Il y a en effet peu de différence entre le comportement du haut dirigeant d'une grande entreprise et de celui d'une administration. Ce sont des personnes qui, au cours de leur carrière, ont préparé les décisions sans voir l'entreprise dans son ensemble. La hiérarchie de l'entreprise les a émasculés de la même manière que dans l'administration. Car que fait le parfait fonctionnaire ? Il ne prend pas de décisions, il prépare celles qu'un autre doit prendre. C'est une mauvaise formation.

Il faudrait que les grandes entreprises détectent les talents et les placent dans des fonctions au sein desquelles ils puissent très tôt se former à prendre des responsabilités. C'est ce que permet l'organisation de l'entreprise en centres de profits : on peut en confier la gestion à des personnes très jeunes qui ont à prendre de vraies décisions et dont on peut immédiatement apprécier la pertinence.

Et il faut développer la formation universitaire en cours de carrière. Le système américain avec un retour à l'université aux environs de trente ans pour un MBA est intéressant.

Risques : Une des fonctions essentielles d'un gouvernant est donc de faire émerger des élites.

Claude Bébéar : Absolument !

Risques : Y aurait-il une crise des élites ?

Claude Bébéar : Il y a une crise de la formation des élites plus que des élites elles-mêmes. Il y a beaucoup de gens de valeur qui ont la fibre entrepreneuriale. Lorsque j'ai commencé dans la vie, au début des années 1960, il y avait, dans la population active, 60 % de salariés et 40 % de non salariés, c'est-à-dire 40 % d'entrepreneurs au sens large. Aujourd'hui, 95 % de la population est salariée. Le salariat ne forme guère à l'esprit d'entreprise.

En grossissant le trait, on peut dire que la population active est composée très majoritairement de prolétaires, prolétaires de base et prolétaires de luxe. Qu'est-ce qui caractérise le prolétaire ? Ne pas exercer de responsabilité et avoir l'incertitude du lendemain. Un cadre supérieur est un prolétaire de luxe. Souvent, il n'a pas de vraie responsabilité et il a l'incertitude sinon du lendemain, du moins du surlendemain. Cela développe chez lui une mentalité qui ressemble à celle du prolétaire, pas à celle de l'entrepreneur.

La France possède de très belles entreprises et quelques très bons chefs d'entreprise. Mais, nous sommes tous passés par les grandes écoles, nous sommes tous préparés à servir l'État ou l'entreprise, à être des serviteurs mais pas des patrons qui savent résister. Patron de PME, membre de profession libérale installé à son compte, il me semble que l'on est plus un homme responsable quand on exerce de telles activités plutôt que lorsque l'on dirige une administration, qu'elle soit d'État ou privée.

Risques : Avez-vous le sentiment, en menant cette bataille pour une refondation du capitalisme, de participer à un mouvement plus général dont on peut trouver des échos chez les « altermondialistes » ?

Claude Bébéar : Nous ne sommes pas obligés de tout accepter la bouche ouverte. Je ne suis pas choqué par le fait qu'il y ait des « altermondialistes » qui s'opposent à la mondialisation. On peut seulement regretter qu'ils agissent plus avec leurs tripes qu'avec leur raison. Nous ne pouvons pas échapper à la mondialisation, mais il faudrait distinguer ce qui est bon et ce qu'il faut discipliner. L'OMC par exemple protège les petits pays contre les grands.

Risques : On peut très bien dire que les altermondialistes critiquent les mêmes effets que vous, en l'occurrence, la prise du pouvoir par les « courttermistes ».

Claude Bébéar : Ou par ceux qui oublient que l'économie n'est pas tout. Paul Volker avouait dans une réunion : « Du point de vue proprement financier, la faillite de la Thaïlande équivaut à celle de la troisième banque de Pittsburgh ». Financièrement donc, pratiquement rien, alors que du point de vue humain, l'impact est énorme. Cela veut bien dire qu'un « laisser-faire, laissez-passer » trop large est préjudiciable. L'ouverture des frontières est en soi la meilleure des choses, mais de façon progressive. Lorsqu'il y a des forts et des faibles, il importe de protéger les faibles contre la tentation des forts de profiter de leur force.

Risques : Je retiens de notre entretien que, au cœur de votre propos, apparaissent les problèmes, très philosophiques, de la vérité et de la vraie mesure de la valeur.

Claude Bébéar : En ce qui concerne la valeur, le problème est que, dans une économie ouverte, dans une économie d'innovation, elle est extraordinairement instable. L'innovation peut en effet tuer une activité pour en créer une autre à côté. C'est ce qui se passe aujourd'hui avec la Chine : elle fabrique parfaitement des produits très sophistiqués à des prix défiant toute concurrence. Ce faisant, elle détruit la valeur d'autres fabricants de produits identiques dans les diverses parties du monde, y compris en Asie. On peut faire toutes les études possibles sur la valeur d'une entreprise dans le long terme, si une « Chine » fait brusquement irruption, c'est peine perdue. Le risque de l'innovation est difficile à évaluer parce qu'il est imprévisible.

L'énorme différence entre aujourd'hui et le début du XIX^e siècle, et même le XX^e jusqu'aux années 1970, c'est que l'innovation était alors très lente. Les grandes innovations, comme le chemin de fer,

prenaient du temps. Maintenant, nous sommes dans une économie avec deux éléments en lutte : l'innovation, extrêmement rapide, et une pâte humaine à évolution lente. L'échec récent des entreprises basées sur les nouvelles technologies est dû au fait que la pâte humaine a été incapable d'absorber suffisamment vite les nouvelles technologies. Toute étude de la valeur se heurtera à

l'innovation déstabilisante, la plupart du temps imprévisible. Qui pouvait prévoir l'irruption d'Internet ? Ce n'était pas écrit. Et cela a complètement transformé beaucoup de choses.

Note

1. Ils vont tuer le capitalisme, *Claude Bébéar et Philippe Manière, Plon, 2003.*

GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE ET MARCHÉS FINANCIERS

Bertrand Jacquillat

*Président-directeur général, Associés en Finance
Professeur des universités, Sciences-Po Paris*

La confiance dans les marchés financiers a été fortement ébranlée depuis 2000 et l'éclatement de la bulle boursière. Depuis, le thème du respect des règles de bonne gouvernance d'entreprise est au centre du débat public. Certes, le fonctionnement du conseil d'administration doit être amélioré, mais la confiance dans les marchés financiers ne reviendra que lorsqu'un certain nombre de dysfonctionnements auront été maîtrisés. Cet article recense certains d'entre eux ainsi que l'éclairage de la recherche universitaire sur leur analyse, voire sur les solutions pour les surmonter.

Les investisseurs ont un intérêt évident à connaître la « vraie » valeur des entreprises. Il n'en demeure pas moins que l'histoire financière contemporaine suggère que les cours boursiers de la période 1998-2000 ne la reflètent pas nécessairement. En effet, beaucoup de sociétés – et notamment dans le secteur des valeurs technologiques et informatiques – étaient surévaluées au moment de la bulle boursière de cette période.

L'éclatement de cette bulle a sérieusement érodé la confiance des investisseurs, tant dans les marchés financiers¹ que dans les entreprises, si l'on en juge par le niveau élevé de la prime de risque depuis lors. D'août 2001 à octobre 2003, le niveau moyen de la prime de risque, tel qu'il est calculé quotidiennement par Associés en Finance, a été de 4,90 %, avec certains pics en septembre 2002 (6,75 %) ou mars 2003 (7,40 %). Calculé sur cinq ans, d'octobre 1998 à octobre 2003, période couvrant un cycle boursier complet de hausse puis de baisse, ce niveau moyen n'est que de 3,70 %, ce qui correspond peu ou prou à sa moyenne historique depuis 25 ans. Cette

différence de prime de risque moyenne, entre une moyenne longue et une moyenne courte, de 1,20 %, se traduit par une « perte » de capitalisation boursière de l'ordre de 30 %, soit environ 400 milliards d'euros pour les seules sociétés cotées françaises. Cela entraîne également des coûts de financement plus élevés pour les entreprises, et par conséquent un déficit d'investissements productifs pour l'économie.

D'une situation de surévaluation très significative, on est donc passé à une situation de sous-évaluation.

Un très grand nombre d'observateurs se sont penchés sur les causes de la surévaluation qui a conduit à l'éclatement de la bulle boursière à partir du printemps 2000, et à la perte de confiance des opérateurs dans les marchés financiers et les entreprises. Cette surévaluation a-t-elle été due aux agissements frauduleux de quelques auditeurs et commissaires aux comptes, aux manquements et à la légèreté des analystes financiers, au déficit de gouvernement d'entreprise, ou tout simplement à l'exubérance irrationnelle de chacun des acteurs ?

Le cahier n° 2 du *Cercle des économistes* s'intitulait « Le gouvernement d'entreprise n'est pas du seul ressort du conseil d'administration ». Effectivement, les très nombreuses questions apparues après l'éclatement de la bulle et les réponses (évoquées ci-après) apportées à certaines d'entre elles pour redonner confiance dans les marchés financiers et les entreprises, dépassent largement le fonctionnement et les modalités du gouvernement d'entreprise entendu *stricto sensu*.

Les marchés financiers et le gouvernement d'entreprise

Les marchés financiers peuvent-ils assumer une meilleure discipline, un meilleur contrôle des décisions des dirigeants ? Ou bien les conseils d'administration doivent-ils assumer davantage de responsabilités ? Convient-il de modifier l'équilibre entre un management puissant, des conseils d'administration timorés et des investisseurs en général passifs ?

Les marchés financiers assument des fonctions économiques importantes : l'allocation des ressources dans l'économie, la liquidité de placements longs, le partage et la transmission des risques. Ils assurent une fonction supplémentaire qui est celle de discipliner les comportements des dirigeants *via* le marché du contrôle – les OPA/OPE hostiles. Ces opérations ont démontré leur effet positif dans la mesure où, dans la majorité des cas, la valeur de l'ensemble après opération est supérieure à la somme des valeurs de la « cible » et du « prédateur » avant l'opération. De ce point de vue, la nouvelle directive européenne de novembre 2003 sur les OPA, qui laisse aux États membres une grande latitude pour les entraver, ne va pas dans le bon sens. Quoi qu'il en soit, ces opérations, qui sanctionnent dans nombre de cas l'impéritie de certaines équipes dirigeantes et font des entreprises

la cible des prédateurs, représentent des sanctions très lourdes et donc rares.

Encore faut-il qu'en temps normal les marchés financiers donnent les bons signaux, c'est-à-dire que les cours des sociétés soient représentatifs de leur valeur. Si tel n'était pas le cas, des signaux erronés et donc des valorisations peu fidèles risqueraient d'inciter les dirigeants à prendre des décisions inadéquates. D'aucuns pensent que ce fut le cas dans les années 1998-2000. Qui plus est, certaines actions et décisions des dirigeants d'entreprises peuvent elles-mêmes véhiculer des signaux erronés. C'est alors le rôle du conseil d'administration d'éviter ces perturbations.

Les règles et les modalités du gouvernement d'entreprise ont-elles une incidence sur la création de valeur ?

Pendant de nombreuses années, les investisseurs ont cru avoir de bonnes raisons de ne prêter qu'une lointaine attention au gouvernement d'entreprise : les recherches universitaires ne trouvaient que peu de lien entre ses pratiques et les performances économiques et financières des sociétés, sans doute parce que la mise en œuvre de la recherche d'une corrélation entre les deux était très lourde. Les bases de données sur les pratiques de gouvernement d'entreprise étaient insuffisantes, si bien que ces recherches portaient sur de trop petits échantillons de sociétés et de trop courtes périodes.

Gompers, Ishir et Metrick² ont entrepris une recherche en profondeur en étudiant 1 500 sociétés américaines au cours de la décennie 1990-2000. Il en ressort que les entreprises ayant de bonnes pratiques de gouvernance et qui sont davantage « à l'écoute » de leurs actionnaires ont eu une rentabilité annuelle supérieure de 8,5 % à celles gérées de manière autoritaire (ce qui constitue une différence énorme compte tenu d'un taux de rentabilité annuel boursier de l'ensemble des sociétés américaines de 12,7 % sur la même période). Une bonne gouvernance d'entreprise semblerait donc contribuer à la création de valeur.

Le jeu des analystes financiers

Les directions financières des entreprises manipulent-elles à la fois les chiffres comptables et les analystes financiers pour influencer sur les consensus des estimations de résultats de ces derniers, avec pour objectif la manipulation de leurs cours boursiers ?

Par une sorte d'entente tacite conjointe entre certaines directions financières d'entreprises et des analystes financiers, la nature du travail de ces derniers s'est profondément dévoyée à partir du début des années 1990, avec la focalisation des uns et des autres sur la « surprise des bénéfiques » (*earnings surprise*). La surprise des bénéfiques, c'est la différence entre le bénéfice par action (BPA) annoncé par la société et celui prévu par les analystes. Elle est positive lorsque le premier est supérieur au second, et négative dans le cas inverse. La tâche principale de la plupart des analystes est devenue celle de la prévision des bénéfiques trimestriels et des bénéfiques de l'exercice en cours ou du prochain exercice des sociétés.

Selon Brown³, jusqu'à il y a dix ans (1994), le nombre de sociétés pour lesquelles les surprises des bénéfiques étaient positives était à peu près équivalent à celui pour lesquelles elles étaient négatives. Depuis le marché haussier de 1994, la proportion des surprises négatives est tombée à 20 % et celle des positives a dépassé 70 %. Malgré la crise de confiance qui a affecté la profession des analystes financiers, la situation est restée la même en 2003. En effet, pour le premier trimestre de l'exercice 2003 et les 500 sociétés de l'indice *Standard and Poor's*, il y a eu 63,4 % de surprises positives et seulement 18 % de négatives. Le « jeu » des sociétés concernées et des analystes serait donc davantage d'essayer de battre l'estimation trimestrielle ou annuelle des bénéfiques que de produire une augmentation des bénéfiques.

En France en 2003, rares sont les grands groupes cotés qui ont profité de la publication de leurs comptes annuels 2002 pour livrer leurs prévisions sur l'exercice 2003. Air Liquide, Lafarge, Axa et Michelin, notamment, ont refusé de formuler la

moindre prévision, suivant en cela l'exemple de Coca Cola ou Gillette qui ont affirmé qu'à l'avenir ils ne fourniraient plus de telles estimations car « donner des estimations empêche de se concentrer sur les initiatives stratégiques permettant de réussir sur le long terme ». Corrélativement, les nouveaux comportements que l'on peut observer depuis quelques mois chez les analystes leur permettent de regagner de la crédibilité dans la mesure où ils se concentrent à nouveau sur l'estimation des facteurs clé de la valorisation d'une entreprise – à savoir les flux de trésorerie disponibles à long terme, ou les estimations de risque et de non-liquidité.

Le retour à ces pratiques de bon sens permettra aux entreprises de retrouver des marges de manœuvre et de se consacrer à la stratégie sans être terrifiées par l'impact de leurs résultats trimestriels sur leurs cours de bourse.

Les informations divulguées par les entreprises aux acteurs extérieurs sont-elles suffisamment précises et transparentes ?

La nature, la quantité et la qualité de l'information financière communiquée aux investisseurs par les émetteurs est un sujet difficile et délicat. À tout le moins peut-on mesurer si elle s'est améliorée ou non dans un passé récent. Selon une étude du cabinet de conseil Shelley, Taylor & Associates, la communication financière des 1 000 plus grandes entreprises mondiales, évaluée à partir de l'analyse du contenu de leurs rapports annuels et de leur site Internet, s'est détériorée entre 2000 et 2002. Ainsi, seulement 18 % d'entre elles incluaient en 2002 des états ou commentaires prévisionnels à deux ans, contre 79 % en 2000. Dans le cadre d'un environnement économique récessif, seulement 30 % des sociétés commentaient des mauvaises nouvelles contre 50 % deux ans plus tôt. À l'évidence, les responsables d'entreprises rechignent à être incriminés, d'où ce déficit en matière de communication, qui risquerait de les engager ; pourtant les investisseurs préféreraient sans doute être tenus informés des mauvaises nouvelles que de ne pas recevoir du tout d'informations...

Quelle est l'importance des standards comptables dans la formation des cours de bourse ? Les normes

IAS 32 et 39 que l'International Accounting Standards Board veut mettre en place sont-elles toujours adéquates, quel que soit le secteur auquel elles s'appliqueraient ? Quel rôle les analystes financiers jouent-ils dans la formation des cours boursiers ?

Boni et Womack⁴ ont fait une synthèse des recherches universitaires consacrées aux conflits d'intérêts auxquels furent confrontés les analystes financiers à partir des années 1994-1995. Comme on l'a vu, ceux-ci ont joué un jeu étriqué avec les directions financières d'entreprises, ce qui a abouti à une vision de leur travail à court terme, alors qu'ils sont censés éclairer les investisseurs sur la qualité des sociétés qu'ils suivent. Leurs liens parfois étroits avec les départements *Corporate finance* de leur employeur étaient une autre source de conflit d'intérêts, dans la mesure où ils défendaient les intérêts de celui-ci plutôt que ceux des investisseurs qu'ils étaient censés servir.

Boni et Womack⁵ ont par ailleurs examiné la qualité de leurs recommandations. Selon eux les *upgrades* et *downgrades* des analystes prédisent les rentabilités boursières à court terme, ce qui implique que leurs recommandations apportent de la valeur ajoutée. Cependant la proportion des *upgrades* ayant été quatre à cinq fois plus importante pendant la bulle boursière que celle des *downgrades*, on peut les soupçonner d'avoir significativement contribué à l'exubérance irrationnelle. En tout cas, la loi Sabarnes-Oxley puis la *Securities and Exchange Commission* (SEC) américaine ont donné les moyens à l'analyse financière indépendante de se développer.

Rémunération des dirigeants et contrôle des sociétés

Les modes et les niveaux de rémunération des dirigeants ont-ils dérivés à un point tel qu'ils sont devenus des mécanismes incitatifs pervers ? Quelle est leur incidence sur les résultats publiés par les sociétés et sur leurs cours de bourse ?

La valorisation d'une société en bourse dépend de l'approche traditionnelle de trois éléments : les perspectives de *cash flow* libres susceptibles d'être générés bon an mal an par l'entreprise, le risque de l'entreprise tel qu'il est perçu par le marché (et dont les agences de notation ne donnent qu'une vision étroite, et en tout cas trop synthétique), enfin le degré de liquidité des titres en bourse. À ces facteurs dits « endogènes », dont l'entreprise a une certaine maîtrise, s'ajoutent des facteurs exogènes tels que les niveaux des taux d'intérêt, de la prime de risque et de la prime de non-liquidité globales des marchés, sur lesquels l'entreprise n'a aucune influence.

L'importance de la part prise par les rémunérations dites « incitatives » des dirigeants dans leur rémunération totale, et notamment l'attribution de stock-options – dont le principe était louable puisque sa motivation était de réconcilier les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires – a eu *in fine* des effets très pervers. Grande fut la tentation pour les dirigeants de manipuler les résultats des sociétés dont ils avaient la charge. À cela s'est ajoutée l'impression d'un enrichissement sans cause, du fait que leur attribution dépendait des performances boursières absolues et non relatives des sociétés et de la très forte hausse boursière des années 1995-2000. Il eut été préférable de ne faire dépendre l'attribution de stock-options que des performances hors effets exogènes, tels que la baisse des taux d'intérêt et des primes de risque intervenue au cours des années 1990, comme l'ont suggéré Jacquillat et Beaumont⁶, voire de privilégier d'autres modes incitatifs de rémunération plus appropriés comme le suggèrent Hall et Murphy⁷.

La situation d'oligopole dans laquelle se trouve à la fois les cabinets d'audit (seulement quatre mondiaux) et les agences de notation (deux, voire trois, seulement mondiaux) est-elle judicieuse et soutenable ?

Si l'on prend l'exemple des grandes sociétés françaises qui estiment ne pouvoir faire appel, pour contrôler leurs comptes, qu'à des sociétés d'audit internationales parce qu'elles sont elles-mêmes des sociétés internationales, les quatre grands cabinets d'origine anglo-saxonne devraient avoir 50 % du

marché, du fait de la règle française du double commissariat aux comptes. Cette situation est-elle tenable ? Et si un autre scandale du type Enron en faisait disparaître un des quatre ?

Chaney et Philipich⁸ montrent l'importance de la réputation des firmes d'audit dans la valorisation des sociétés cotées en bourse. Selon eux, la décision d'Arthur Andersen de faire disparaître leurs documents de travail relatifs à Enron a eu pour conséquence non seulement la chute brutale et très importante du cours en bourse d'Enron, mais aussi celle de toutes les autres sociétés qu'ils auditaient (par rapport à celles dont s'occupaient d'autres cabinets). La destruction de valeur a été en moyenne de 30 millions de dollars par société contrôlée par Arthur Andersen. N'est ce pas, dans une certaine mesure, l'absence de véritable concurrence entre quelques auditeurs mondiaux seulement – qui tous ont subi des revers, certes plus réduits que celui d'Arthur Andersen avec Enron – qui affecte peu ou prou la valeur de toutes les sociétés par le biais d'une confiance écornée dans ceux que l'on peut appeler les « professionnels du chiffre » ?

Autres conflits d'intérêts

Les banques d'affaires connaissent-elles des conflits d'intérêts ? Leur rôle et leur importance seront-ils amenés à évoluer ?

La plupart des banques d'affaires font partie d'institutions financières plus vastes pour lesquelles, dans ces périodes de vaches maigres, elles constituent un foyer de non-profits sinon de pertes, malgré les efforts de restructuration entrepris depuis trois ans.

Les entreprises industrielles et commerciales connaissant des difficultés au niveau de leurs crédits n'obtiennent-elles pas des financements de ces établissements, avec pour contrepartie la promesse d'accorder des mandats de fusion/acquisition à leur banque d'affaire lorsqu'elles

feront de telles opérations ? Le phénomène a une double conséquence : celle de mandats tournants entre banques d'affaires et celle d'un conflit d'intérêts. Quels intérêts la banque d'affaire servira-t-elle en de telles circonstances : son client société et ses actionnaires ou les créances de l'institution bancaire à laquelle elle appartient ?

Les procédures d'introduction en bourse sont-elles à revoir ? Les sociétés de capital-risque jouent-elles un rôle de certification vis-à-vis des entreprises dans lesquelles elles ont investi et qu'elles introduisent en bourse, ou bien sont-elles en conflit d'intérêts ?

Les actionnaires d'une société ont à leur disposition trois procédures principales pour introduire leurs titres en bourse, apparues chronologiquement dans cet ordre sur le marché français : l'offre à prix minimal, l'offre à prix ferme et l'offre avec placement garanti. La première, spécifiquement française, était l'unique mode d'introduction des titres d'une société en bourse jusqu'au début des années 1990. L'offre à prix minimal et l'offre à prix ferme impliquaient une assistance bancaire assez limitée, leur processus étant géré de façon anonyme, essentiellement par ce qui est devenu Euronext. Avec les privatisations, les banques d'affaires, notamment anglo-saxonnes, ont convaincu les candidats à l'introduction en bourse de choisir la modalité de l'offre de titres avec placement garanti, par laquelle un syndicat de placement bancaire prend en main l'ensemble du processus administratif, financier et de placement des titres, moyennant une rémunération pouvant représenter jusqu'à 7 % de la valeur des titres placés. La garantie du placement ôte certes une épine du pied et un souci aux actionnaires cédants, mais à quel prix ? Au-delà de celui, explicite, que l'on vient d'évoquer, il y a le prix implicite de la garantie (qui à notre connaissance n'a jamais eu à jouer lors d'une introduction en bourse), qui se manifeste par une sous-évaluation plus marquée des titres lors de ce type d'introduction en bourse par rapport aux deux autres procédures. Ainsi, selon Derrien⁹, la rentabilité pour l'investisseur du

placement en titres de sociétés introduites en bourse – dans la mesure où il en obtiendrait –, serait de 9,63 % dans les 10 jours suivant la date d'introduction en bourse pour l'offre à prix minimal, de 12,99 % pour l'offre à prix ferme et de 19,03 % pour l'offre à prix garanti.

Cette dernière procédure est donc explicitement et implicitement plus coûteuse que les deux autres, sans compter qu'étant assez opaque et tout sauf anonyme, elle peut éventuellement donner lieu à des comportements répréhensibles.

Les banquiers introducteurs du syndicat de placement allouent prioritairement une partie non négligeable des titres de la société qu'ils introduisent à des cadres dirigeants d'autres sociétés, dont ils espèrent obtenir ultérieurement des mandats de fusions-acquisitions. C'est ce qui ressort du procès en cours de Franck Quattrone, banquier d'affaires « star » de Credit Suisse First Borton dans le domaine des sociétés technologiques de la Silicon Valley, qui se serait livré à de telles pratiques entre 1995 et 2000.

Il sera intéressant de suivre le projet d'introduction en bourse de Google en 2004, qui envisage de recourir à un système d'enchères sur son propre site, semblable à la procédure de placement à prix minimal.

Par ailleurs, les spécialistes se sont interrogés sur l'incidence de la structure de l'actionnariat sur les performances des titres introduits en bourse et le phénomène de sous-évaluation. La sous-évaluation des titres lors de leur introduction en bourse est certes nécessaire pour attirer de nouveaux investisseurs, à condition d'être limitée pour protéger les intérêts des actionnaires vendeurs, notamment lors de la présence dans le capital de la société avant son introduction en bourse d'une ou plusieurs sociétés de capital risque et capital développement. Selon Masulis et Xi Li¹⁰, les introductions en bourse de sociétés dans lesquelles une partie du capital est détenue et vendue par une société de capital risque ou de capital développement se font avec une sous-évaluation moindre qu'en l'absence de telles sociétés dans le capital.

Davantage de réglementation ramènerait-elle la confiance, et si oui sous quelle forme ? Par exemple

l'interdiction des ventes à découvert d'actions serait-elle une mesure salubre susceptible d'empêcher l'apparition de nouvelles bulles boursières ? La loi Sabarnes-Oxley de 2002 a-t-elle eu des effets que l'on peut déjà mesurer sur les pratiques du gouvernement d'entreprise ?

Les *hedge funds* jouent-ils un rôle déstabilisateur et manipulent-ils les cours en bourse des entreprises, comme d'aucuns le prétendent ?

Conclusion

Deux points sont à évoquer à titre conclusif : l'un concerne l'état de la gouvernance d'entreprise aux États-Unis, l'autre celui du danger d'une certaine uniformité des modalités et des règles de gouvernance des entreprises.

Holstrom et Kaplan¹¹ relativisent les accusations portées au système américain en essayant de répondre à la question suivante : « Est-il bien exact que le système américain de gouvernement d'entreprise a été aussi médiocre qu'on a bien voulu le dire ? » Autrement dit : est-ce que quelques mauvais arbres ne masquent pas une forêt florissante ? Sans vouloir en inférer un lien de cause à effet, ils font observer que, quel que soit le début de la date d'observation (1982, 1987, 1992, 1997 ou 2001), les performances boursières globales en terme de taux de rentabilité obtenus par les investisseurs jusqu'en 2003 sur le marché américain ont été supérieures à ceux des pays d'Europe ou des pays de la zone pacifique. Il en a été de même pour les taux de croissance réels du produit intérieur brut par habitant pour toutes les périodes.

Enfin, on peut se poser la question de savoir s'il existe un système de gouvernement d'entreprise pour « toutes les saisons ». Ce système peut-il être le même pour des entreprises naissantes ou petites et pour des entreprises parvenues à maturité ?

À l'évidence, la réponse à cette question est négative, ne serait-ce que du fait des modes de financement différenciés tout au long du développement de la société. En général, la propriété

et le contrôle va du fondateur, de sa famille et de ses amis aux *business angels*, puis aux sociétés de capital risque, à d'autres sociétés et à un actionnariat dispersé quand l'entreprise fait appel au marché financier. Chacune de ces entités exerce une forme différente de contrôle et de gouvernement d'entreprise.

Trop de réglementation, qui dans une certaine mesure pourrait redonner confiance dans les marchés financiers et les entreprises, entraînerait inévitablement une uniformisation des modalités de gouvernement des entreprises qui nuirait à un souci légitime de flexibilité.

Telles sont les questions sur lesquelles se sont penchés universitaires et acteurs des marchés financiers depuis l'année 2000, et auxquelles nous n'avons pas aujourd'hui toutes les réponses.

Notes

1. Le texte est adapté de « Peut-on faire confiance aux marchés financiers ? L'actualité du sujet », in Chroniques économiques 2003, coordonnées par Bertrand Jacquillat, Le Cercle des économistes, Descartes et Cie, 2003.

2. Voir Paul Gompers, Jay Ishir et Andrew Matrick « Corporate Governance and Equity Prices », in Quarterly Journal of Economics, 2003.

3. Voir Laurence D. Brown, « A Temporal analysis of Earnings Surprises : Profits versus Losses », in Journal of Accounting Research, automne 2002.

4. Voir Leslie Boni et Kent Womack, « Wall Street's Credibility Problem : misaligned Incentives and Dubious Fixes », in Brookings-Wharton Paper on Financial Services, 2002.

5. Voir Leslie Boni et Kent Womack, « Analysts, Industries and Price momentum », in Working Paper, University of New Mexico, mars 2003.

6. Voir Bertrand Jacquillat et Daniel Beaumont, « De la création de richesse à la mesure de la valeur », in Chroniques Economiques Sedes, Tome 45, 15 juillet 1996.

7. Voir Brian J. Hall et Kevin J. Murphy, « The Trouble with Stock Options », in The Journal of Economic Perspectives, été 2003.

8. Voir Paul Chaney et Kirk L. Philipich, « Shredded Reputation : The Case of Audit Failure », in Journal of Accounting Research, Vol. 40, n° 4, September 2002.

9. Voir François Derrien, Trois essais sur les introductions en bourse, Thèse de doctorat, HEC, 2002.

10. Voir Ronald W. Masulis et Xi Li, « Venture Capital Investment by IPO Underwriters : Certification or Conflict of Interest », in Research Paper, juillet 2003, Vanderbilt University.

11. Voir Steve Kaplan et Bengt Holstrom « The Status of US Corporate Governance : What's Right and What's Wrong ? », in Working Paper, n° 185, mars 2003, University of Chicago.

Danielle Blanchard

Consultante, Capital-risque, Québec

Georges Dionne

Titulaire de la chaire de Gestion des risques, HEC Montréal

Membre de la chaire d'Économie de l'assurance, université Paris X-Nanterre

Entretien réalisé par Pierre Picard

Risques : Vous avez entrepris de nombreux projets de recherche sur la gestion des risques et l'assurance sans avoir vraiment abordé les problèmes de gouvernance d'entreprise qui y sont associés. Le cas Enron, aux États-Unis, semble avoir modifié votre façon d'aborder le sujet ; est-ce bien le cas ?

Georges Dionne : En fait, mes inquiétudes remontent à plusieurs années. La faillite de la Barings en Angleterre et les difficultés du *Long Term Capital Management* (LTCM) aux États-Unis ont révélé combien le contrôle des activités de gestion des risques était important pour les actionnaires des entreprises. Le cas Enron a surtout mis en relief l'inaptitude des structures de gouvernance conventionnelles à protéger les actionnaires, souvent moins bien informés que les dirigeants sur les activités de gestion des risques des entreprises. Il témoigne également des conflits d'intérêts possibles entre dirigeants et actionnaires à ce sujet, notamment lorsque les dirigeants et les administrateurs sont rémunérés par des options d'achat d'actions de l'entreprise.

Risques : Avant d'aborder cette relation éventuellement conflictuelle entre actionnaires et dirigeants, relatons plus en détail le cas Enron. Danielle Blanchard, en tant que spécialiste des systèmes financiers et comptables, vous avez évidemment suivi cette affaire avec intérêt. On a beaucoup entendu parler des reproches adressés aux dirigeants d'Arthur Andersen, qui se sont retrouvés en situation de conflit d'intérêts parce qu'ils assumaient le rôle de responsable de

l'audit externe d'Enron tout en réalisant des mandats de consultation pour l'entreprise.

Danielle Blanchard : Oui, le Congrès des États-Unis, par la loi Sarbanes-Oxley de 2002, a agi rapidement en créant, entre autres, *Public Company Accounting Oversight Board* (PCAOB), dont l'un des rôles consiste à inventorier les sociétés d'audit externes et à établir des standards d'audit, de contrôle de la qualité, d'éthique et d'indépendance de ces firmes.

Risques : Les membres du conseil d'administration d'Enron ont reçu, eux aussi, une part de reproches.

Danielle Blanchard : En effet, il est maintenant bien établi que le conseil d'administration a failli dans son rôle de protection des actionnaires lors de l'évolution des événements précédant la banqueroute en décembre 2001, contribuant ainsi à la chute désormais célèbre de cette entreprise. Plusieurs membres de ce conseil détenaient des informations sur les pratiques de gestion de la société, mais ont choisi de les ignorer et de ne pas les transmettre aux actionnaires. Il s'agissait des compensations excessives attribuées aux dirigeants et à certains membres du conseil, de manipulation de l'information et, notamment, de la divulgation de fausses statistiques sur le potentiel de croissance de l'entreprise afin d'augmenter la valeur des actions et des options. Les dirigeants d'Enron étaient en grande partie rémunérés par un système de compensation basé sur des options d'achat d'actions de l'entreprise. Par exemple, le *Chief Executive Officer* (CEO) d'Enron a reçu plus de 140 millions de dollars en compensation en 2000, alors que son salaire annuel de base était à

peine supérieur à 1 million de dollars. Avec le recul, lorsqu'on observe l'écart entre les deux formes de rémunération, on comprend assez aisément qu'il ait pu être un facteur important de distorsion dans le comportement des gestionnaires. En effet, les valeurs de marché des actions sont très influencées par les revenus futurs anticipés. Or, les dirigeants ont manipulé les rapports sur les revenus dans le but d'amplifier la valeur des actions. Ils ont également exagéré les valeurs des actifs et sous-évalué celles des dettes.

Risques : Les observateurs sont étonnés de constater à quel point les comités d'audit et de rémunération des hauts dirigeants de l'entreprise ont été silencieux sur ces manipulations de données. Ces administrateurs étaient-ils vraiment incompetents ? Plusieurs d'entre eux étaient-ils eux-mêmes en conflit d'intérêts, étant rémunérés par des options d'achat d'actions, ou bien avaient-ils des intérêts dans d'autres entreprises en relation d'affaires avec Enron ?

Danielle Blanchard : Les réponses à ces questions ne sont pas encore connues.

La plupart des observateurs partagent l'avis que les distorsions provoquées par le fonctionnement du conseil d'administration ont été suffisamment importantes pour que de nouvelles procédures soient mises en place. En fait, les Américains ont réagi rapidement, mais plusieurs experts ne sont pas encore convaincus que les mesures entreprises apporteront les résultats escomptés.

Risques : En effet, nous observons, depuis la faillite d'Enron en décembre 2001, que plusieurs règles de gouvernance sont discutées, et même appliquées aux États-Unis. Quelles en sont les principales en ce qui concerne le fonctionnement des conseils d'administration ?

Danielle Blanchard : La loi Sarbanes-Oxley, signée le 30 juillet 2002 par le président des États-Unis, amende le *Securities and Exchange Act* de 1934 et enjoint la *Securities and Exchange Commission* (SEC)

de faire respecter ces amendements et de promulguer des règlements et des contrôles visant à protéger le public et les investisseurs dans le sens de cette nouvelle loi. Le 13 février 2002, la SEC avait déjà demandé au *New York Stock Exchange* (Nyse) de réviser sa politique pour ce qui concerne les standards et les exigences de gouvernance des entreprises listées sur cette bourse. Le 1^{er} août 2002, le conseil du Nyse a approuvé, entre autres, les mesures suivantes :

- les conseils d'administration doivent être composés d'administrateurs compétents et indépendants ;
- les comités de nomination/gouvernance et de rémunération doivent être entièrement composés d'administrateurs indépendants ;
- chaque entreprise listée doit compter un minimum de trois personnes dans son comité d'audit, composé exclusivement d'administrateurs indépendants, et au moins l'une de ces personnes doit être un expert financier reconnu ;
- chaque entreprise listée doit avoir une fonction d'audit interne ;
- les entreprises listées doivent adopter des règles standards minimales et divulguer des directives concernant la gouvernance de l'entreprise.

La notion d'indépendance est technique et longue à définir. Pour des raisons de temps et d'espace, elle ne sera pas reprise ici. Nous suggérons au lecteur de consulter le site Internet www.nyse.com. On y établit que le conseil d'administration doit s'assurer de l'indépendance de ses membres et est tenu de divulguer, le cas échéant, toute information pertinente sur des liens de dépendance avec l'entreprise concernant éventuellement l'un ou l'autre d'entre eux. Par ailleurs, il est important de souligner que rien n'y est spécifié au sujet du comité d'évaluation et de gestion des risques, sinon que le comité d'audit doit discuter des politiques d'évaluation et de gestion des risques.

Risques : Comment interprétez-vous cette politique ?

Georges Dionne : La gestion des risques incombe à la direction de l'entreprise, chargée d'évaluer et de gérer son exposition aux différents risques. Le comité

d'audit, lui, doit débattre des politiques et directives régissant le processus d'évaluation et de gestion des principaux risques auxquels l'entreprise est exposée, et des mesures prises pour suivre et contrôler ces expositions. Certaines entreprises, particulièrement celles de type financier, approuvent et surveillent leurs activités d'évaluation et de gestion des risques selon des méthodes différentes de celles du comité d'audit – par exemple à l'aide de comités d'évaluation et de gestion des risques. Dans ces cas, le comité d'audit n'est pas requis comme étant la seule entité responsable auprès du conseil de l'évaluation et de la gestion des risques, mais il demeure responsable de l'organisation de débats sur le processus en lui-même. En d'autres termes, les processus mis en place par les entreprises doivent être révisés dans leur globalité par le comité d'audit, mais ne sont pas modifiés par lui. Par ailleurs, aucune règle n'est suggérée sur la nécessité et la composition des comités d'évaluation et de gestion des risques.

Risques : Est-ce suffisant pour vous ?

Georges Dionne : À mon avis, c'est sous-évaluer l'importance des risques dans beaucoup de secteurs d'activités et les conflits de gouvernance pouvant être associés à leur gestion. Enron a utilisé plusieurs outils de gestion des risques, dont les produits dérivés. La firme a même été un intermédiaire important dans les transactions de ces produits. De plus, il n'est pas certain que les exigences relatives aux compétences des membres des comités d'audit et d'évaluation et de gestion des risques soient les mêmes. Leurs instruments sont difficiles à utiliser et à surveiller, et leur compréhension exige souvent de bonnes connaissances en finance, en mathématiques et en statistiques. En conséquence, il paraît douteux que des membres de comités d'audit sans formation spécialisée puissent surveiller efficacement les enjeux de couverture et de spéculation qui leur sont soumis, souvent de façon rapide et très sommaire. Par exemple, à la réunion du comité d'audit d'Enron du 12 février 2001, neuf points importants étaient à l'ordre du jour, dont deux en lien avec l'évaluation et

la gestion des risques. Eh bien, la réunion n'a duré que quatre-vingt-cinq minutes ! Même si ce comité était composé de sommités en gestion et en enseignement universitaire, il est peu probable que tous les sujets aient pu être approfondis, particulièrement ceux concernant des transactions qui auraient pu leur paraître douteuses ou génératrices de conflits d'intérêts.

Risques : Revenons sur la relation de conflit potentiel entre les dirigeants et les actionnaires au sujet des objectifs de la gestion des risques. Il semble maintenant que des travaux de chercheurs aient bien documenté ce sujet ?

Georges Dionne : En effet, il est aujourd'hui reconnu que de tels types de conflits d'intérêts peuvent surgir, notamment lorsque les dirigeants sont rémunérés par des options d'achat d'actions de l'entreprise. Prenons l'exemple de la gestion des risques des mines d'or, car c'est celui qui est étudié en détail depuis plusieurs années. La principale variable aléatoire associée aux risques financiers de l'entreprise est le prix de vente d'une once d'or. Les trois principales questions que se posent continuellement les dirigeants des entreprises minières sont les suivantes :

– Doit-on couvrir le prix de vente contre les fluctuations futures ?

– Si oui, dans quelles proportions ?

– Et avec quels instruments ?

On accepte aujourd'hui l'idée que le but principal de la gestion des risques soit de maximiser la valeur de l'entreprise ou de ses actions. Cependant, elle peut également servir à maximiser le bien-être des dirigeants – ce second objectif peut d'ailleurs être en conflit avec le premier, surtout lorsque les dirigeants sont rémunérés de façon significative par des options d'achat d'actions. Ce type de conflit risque alors d'entraîner des problèmes de gouvernance. Peter Tufano, de l'université Harvard, a ainsi vérifié dans l'industrie des producteurs d'or en Amérique du Nord que les dirigeants rémunérés par des options sur actions des entreprises entreprenaient moins

d'activités de gestion des risques que ceux qui ne le sont pas. Des résultats similaires ont été obtenus par Thouraya Triki et moi-même avec une mise à jour des données, et également par d'autres chercheurs avec des données d'industries différentes.

Ce résultat s'explique par le fait que la valeur des options des dirigeants augmente avec la volatilité des actions ou avec la volatilité de la valeur de la firme. Donc, en présence d'asymétrie d'information entre dirigeants et actionnaires, nous pouvons même obtenir une relation négative entre la valeur des actions et leur volatilité, ce qui constitue un résultat inhabituel.

D'autres études démontrent que les entreprises se protégeant le plus contre les risques sont celles ayant le plus grand nombre d'administrateurs externes dans leur conseil d'administration. En revanche, les auteurs de ces études n'ont pas vérifié l'indépendance de ces administrateurs externes...

Risques : Que suggérez-vous ?

Georges Dionne : À mon avis, si le conseil d'administration souhaite réellement assumer son rôle de surveillance, il doit veiller à ce que son comité de gestion ou d'évaluation des risques soit composé d'administrateurs indépendants ne détenant aucune option d'achat d'actions de l'entreprise.

Risques : Ne serait-il pas plus simple d'éliminer volontairement ce type de rémunération ?

Danielle Blanchard : Peut-être, mais il faudrait alors trouver d'autres mécanismes incitatifs, et il n'est pas garanti que les entreprises en croissance fassent ce choix à court terme, même si Microsoft, par exemple, a récemment décidé d'abolir son programme de rémunération des gestionnaires par options d'achat d'actions (Voir *The Economist*, 13 juillet 2003).

IL EST ENCORE LONG LE CHEMIN...

Pierre Bollon

*Délégué général, Association française de la gestion financière
Membre du Board of Governors,
International Corporate Governance Network*

Si d'importants progrès ont été accomplis au cours des dernières années en matière de gouvernement d'entreprise, beaucoup reste encore à faire. Les principes, sur lesquels un large consensus s'est progressivement établi, sont encore insuffisamment appliqués, dans la forme et dans l'esprit. L'attention devrait davantage se tourner vers l'amélioration de l'efficacité des assemblées générales et des modalités d'exercice du droit de vote. Les investisseurs, enfin, devraient – ils vont d'ailleurs y être contraints – se mobiliser bien plus encore qu'aujourd'hui. En définitive, cependant, seule une implication accrue du « buy-side » dans la gouvernance des marchés permettra d'améliorer fondamentalement la situation.

C'est entendu, beaucoup de progrès ont été faits en quelques années en matière de gouvernement d'entreprise (GE). Les pionniers, qui se sont regroupés au niveau mondial au sein de l'International Corporate Governance Network (ICGN), ne peuvent plus maintenant se décrire comme une *vox clamentis in deserto*. C'est, tout au contraire, le danger inverse qui menace aujourd'hui : tout le monde en parle, au point que le gouvernement d'entreprise semble en passe de devenir un « pont aux ânes ».

Mais n'est-il pas aussi parfois un cache-misère ? Car enfin, pourrait-on argumenter, nous n'avons pas constaté que la montée en charge du gouvernement d'entreprise se soit accompagnée de progrès considérables dans le fonctionnement du capitalisme de marché... Il n'a, en tout cas, pas empêché le gonflement puis l'éclatement de la plus importante bulle boursière survenue depuis les années 1920, et la multiplication, dans quasiment tous les pays et tous les secteurs, de scandales financiers (d'Enron à Parmalat en passant par Ahold).

Face à ce début de confusion, il nous semble que deux remarques s'imposent :

– La première, c'est de rester raisonnable, et ne pas

assigner à l'amélioration du gouvernement d'entreprise des objectifs démesurés. Disons-le franchement, le gouvernement d'entreprise ne peut pas être la pierre philosophale résolvant totalement les problèmes entre actionnaires et équipes dirigeantes. Il est encore moins à même de traiter d'autres maux dont nous souffrons, et qui relèvent, pour leur part, en grande partie d'une amélioration de la gouvernance des marchés. Les investisseurs et les gérants (le « buy-side ») devraient à l'avenir davantage contrebalancer l'influence, jusqu'ici quasi exclusive, des émetteurs et des banques d'investissement. Cependant, c'est là un débat qui dépasserait de loin le thème de ce dossier de la revue *Risques*.

– La seconde remarque est que, comme il reste beaucoup à faire en matière de gouvernement d'entreprise, il n'est pas surprenant que les effets bénéfiques ressentis soient, jusqu'à présent, modérés.

En fait, il conviendrait désormais d'avancer plus résolument sur trois fronts :

- les principes devraient être mieux appliqués ;
- l'attention devrait davantage se tourner vers l'amélioration de l'efficacité des assemblées générales et des modalités d'exercice du droit de vote ;
- enfin, les investisseurs devraient se mobiliser bien plus encore qu'ils ne le font actuellement.

Appliquer les principes

Un assez fort consensus se dégage des travaux des différentes – et nombreuses – entités ayant collaboré à faire émerger progressivement les principes d'un bon gouvernement d'entreprise. C'est désormais sur la

mise en œuvre réelle de ceux-ci, dans la forme mais aussi et surtout dans leur esprit, qu'il faut concentrer les efforts. Prenons, pour être concrets, l'analyse sur cinq ans que faite par l'Association française de la gestion financière (AFG), avec son partenaire Proxinvest, de l'application par les entreprises des principes qu'elle préconise¹.

Tableau 1 : Résultats comparés du programme de veille de 1999 à 2003 sur les sociétés du SBF 120 (1)

Nature des résolutions contraires aux recommandations de l'AFG								
Année	Assemblées générales analysées	Sociétés signalées aux adhérents de l'AFG	Dispositifs anti-OPA	Cumuls de mandats d'administrateur	Droits de vote multiples	Limitations des droits de vote	Conseil composé à plus de deux-tiers d'administrateurs non libres d'intérêt	Absence de comité de sélection des administrateurs
1999	31	21 67,7 %	21 67,7 %	(*)	2 6,5 %	(*)	(*)	(*)
2000	39	26 66,7 %	18 46,2 %	13 33,3 %	0	3 7,7 %	(*)	(*)
2001	122	64 52,5 %	32 26,2 %	21 17,2 %	2 1,6 %	3 2,5 %	(*)	(*)
2002	123	73 59,3 %	23 18,7 %	12 9,8 %	7 5,7 %	1 0,8 %	(*)	(*)
2003	121	41 33,9 %	15 12,4 %	3 2,5 %	-	-	26 21,5 %	21 17,4 %

(1) En 1999 et 2000, sociétés du CAC 40 uniquement. (*) Non pris en compte cette année-là.
Source : AFG, Proxinvest.

Il en ressort notamment :

- Une amélioration globale, qui s'est fortement accentuée en 2003. Beaucoup reste cependant à faire car près du tiers des entreprises proposent toujours, lors des assemblées générales, des résolutions contraires à un bon gouvernement d'entreprise !
- La persistance de difficultés sur des points précis, et notamment les dispositifs anti-OPA, le nombre insuffisant d'administrateurs non libres d'intérêt et l'absence de comité de sélection des administrateurs. Mais, si l'action pour améliorer le fonctionnement des conseils d'administration reste d'actualité – saluons à cet égard la création de l'Institut français des administrateurs – c'est aujourd'hui sur le fonctionnement des assemblées générales et sur la véracité et la pertinence des comptes que devra se concentrer l'action en matière de gouvernement d'entreprise.

Concentrer l'effort sur les assemblées générales

Le Cercle des économistes a très justement intitulé son rapport d'avril 2003 réalisé sous la direction de Bertrand Jacquillat : « Le gouvernement d'entreprise n'est pas du seul ressort du conseil d'administration ». Nous partageons pleinement cette analyse.

L'objectif principal doit être désormais de tout faire pour que l'assemblée générale voie son fonctionnement amélioré, notamment en rendant moins difficile et moins onéreux l'exercice matériel du droit de vote. Il faudra, pour cela, lever quelques obstacles, dont certains sont de nature réglementaire

et d'autres supposent une mobilisation accrue des émetteurs et des conservateurs de titres ; il s'agit de :

- l'introduction dans notre droit de la « *record date* », qui se substituerait au blocage des titres ;
- la validation des procurations de vote au-delà d'une seule assemblée ;
- la simplification du processus de convocation aux assemblées générales ;
- l'amélioration de l'accès à l'information pour les actionnaires, point évidemment essentiel.

Il faudra, bien entendu, alors que les portefeuilles se sont très fortement européanisés et même internationalisés, faciliter le vote transfrontalier. Ce devrait même être, à notre sens, l'un des principaux objectifs de la Commission européenne en matière de gouvernement d'entreprise.

Cependant, plus fondamentalement, c'est le rôle même des assemblées générales qui doit être revu.

Aujourd'hui, celles-ci sont trop fréquemment des chambres d'enregistrement, lorsqu'elles ne tournent pas au « *show* » destiné à éblouir le petit porteur. Il faut impérativement trouver les voies et moyens afin que les sujets essentiels y soient débattus, en présence et avec l'active participation d'un nombre significatif d'actionnaires.

L'assemblée générale devrait ainsi pouvoir notamment s'impliquer davantage dans le choix des administrateurs et l'évaluation des travaux du conseil d'administration, dans la politique de rémunération de l'équipe dirigeante (plans d'option, « *golden parachutes* »...), dans la détermination de la politique d'endettement (les années récentes ont montré que cette politique a joué un rôle clef dans les désastres financiers) et dans l'examen des comptes. Les comptes doivent être présentés sous une forme compréhensible pour les non spécialistes et faire ressortir les points essentiels, fréquemment enfouis aujourd'hui dans les « annexes ». La stratégie de l'entreprise doit, bien entendu, y être réellement présentée et débattue.

Mais cela implique que les actionnaires, petits et gros, ne se comportent plus en « *absentee landlords* ».

Mobiliser davantage les actionnaires

Un début de réaction émerge cependant depuis quelques années, sous l'impulsion aux États-Unis des fonds de pension, au Royaume-Uni des fonds de pension et des assureurs (l'ABI, Association of British Insurers, a joué un rôle pionnier en la matière) et en France des sociétés de gestion sous l'influence de l'AFG – « Bien gérer, c'est aussi bien voter » selon l'expression de son président, Alain Leclair – et de sa commission « Gouvernement d'entreprise » présidée par Jean-Pierre Hellebuyck d'Axa Investment Managers.

Bref, les actionnaires de long terme – cela n'est guère étonnant –, sont en pointe et, se refusant à ne voter qu'avec leurs pieds (en vendant les titres : c'est le « *Wall Street Walk* »), entendent de façon croissante voter avec leurs mains. Mais on est encore loin d'une mobilisation à la hauteur des enjeux. La pression sur les investisseurs institutionnels va fortement croître au cours des prochains mois : ils vont devoir s'organiser pour exercer les droits de vote afférents aux titres qu'ils détiennent.

Si des progrès ont donc indéniablement été accomplis, le chemin à parcourir pour s'approcher d'une bonne gouvernance d'entreprise reste encore très long. Mais que les premiers pèlerins ne se découragent pas : ils sont sur la bonne route et reçoivent continûment des renforts.

Plus fondamentalement pourtant, seule une meilleure gouvernance des marchés, faisant toute sa place au « *buy-side* », pourra améliorer véritablement le fonctionnement de notre système économique.

Notes

1. Pour une présentation de l'action volontariste de l'industrie française de la gestion pour compte de tiers en matière de gouvernement d'entreprise, voir Pierre Bollon, « Bien gérer, c'est aussi bien voter », in Revue d'économie financière, n° 63, novembre 2001 et le site de l'Association française de la gestion financière www.afg.asso.fr

LE CAPITALISME AMÉRICAIN ENTRE ENRON ET MAX WEBER

Céline Alix

Avocat, ambassade de France à Washington

Jacques Mistral

Ministre-conseiller financier, ambassade de France à Washington

L'ère des scandales financiers qui s'est ouverte l'été 2002 par l'affaire Enron et qui se poursuit aujourd'hui autour des mutual funds rappelle par certains côtés le capitalisme effréné de la fin du XIX^e siècle. Le balancier de la finance américaine ne cesse d'osciller entre un capitalisme rigoureux tel qu'il est prôné par Max Weber et un capitalisme enragé mais innovateur à la manière d'Enron. Aujourd'hui, le législateur et le régulateur américains s'efforcent de ramener le balancier vers le centre et le vent de la réforme n'en finit pas de souffler sur le monde financier, touchant tour à tour chacun des acteurs. Au prix du sacro-saint esprit d'entreprise ?

Depuis deux ans le capitalisme américain est dans tous ses états ! Les scandales financiers qui se sont succédés après l'effondrement d'Enron ont conduit à dénoncer le comportement impérial de certains *chief executive officers* (CEO) ; en contrepoint, ils ont mis en lumière l'insuffisance flagrante des contrôles exercés sur les grandes sociétés cotées américaines qui ont pu, pour certaines, manipuler comme à loisir le marché.

Depuis lors, l'Amérique s'interroge et réagit : si le système de gouvernement d'entreprise est toujours jugé le « meilleur du monde », des correctifs s'imposaient et les premiers ont été adoptés avec rapidité. Après la loi Sarbanes-Oxley, votée dès juillet 2002, de nombreux autres chantiers ont été ouverts, et d'autres s'ouvrent encore puisque l'automne 2003 a vu surgir de nouveaux scandales liés au fonctionnement de la Bourse de New York et à la gestion des *mutual funds*.

L'objectif de cet article est de prendre la mesure des changements qui ont déjà eu lieu ou qui sont encore en gestation. Sont décrits successivement les changements affectant le fonctionnement des conseils d'administration, le rôle des « gardiens » (*gatekeepers*) chargés d'assurer le respect des règles et, enfin, le comportement des acteurs du marché¹.

En fait, la portée de ces réformes n'est pas encore définitivement établie. Cela peut se comprendre parce que le capitalisme américain est, depuis toujours, traversé par deux inspirations bien différentes : l'« esprit du capitalisme » cher à Max Weber, fait d'ardeur au travail, de sens de l'épargne, d'exigence morale, mais aussi, ce que l'on pourrait appeler l'« esprit de la frontière », la recherche du trésor caché, la rapacité sans frein, le recours à des moyens plus ou moins avouables. Suivant les périodes, c'est l'une ou l'autre de ces tendances qui domine. Cet éclairage permet de mieux appréhender l'époque récente.

Un nouveau « Gilded Age » ?

L'expression *Gilded Age*² a été très tôt empruntée à une nouvelle de Mark Twain pour caractériser la période d'expansion rapide et débridée à la charnière du XIX^e siècle et du XX^e siècle, seul moment de la courte histoire américaine auquel soit ainsi attachée une qualification péjorative. C'est une période où le règne de l'argent semblait absolu, où les mœurs des classes dirigeantes étaient souvent extravagantes, où la politique était corrompue, où les laissés-pour-compte étaient légion. Mais c'est aussi une période qui a vu l'épanouissement des industries de l'acier et des chemins de fer, la création d'un véritable marché à l'échelle du continent, l'expansion et l'enrichissement des grandes cités, le développement rapide des secteurs du pétrole, de l'automobile et de l'électricité. C'est, enfin, une période de luttes sociales et de réformes, le « progressivisme », par lesquelles la société a cherché à reprendre le contrôle des forces libérées par les « esprits animaux ». Aujourd'hui, le regard porté sur cette période est plus nuancé : on y voit couramment les excès et les injustices certes, mais aussi les innovations et les progrès.

Il est clair que cette période présente des points communs avec celle que nous venons de traverser. On y retrouve d'abord l'enrichissement astronomique d'une toute petite fraction de la population, l'influence de l'argent sur la politique, celle de l'enrichissement rapide sur les mentalités³. Rappelons un seul exemple, celui des dirigeants qui se sont enrichis au moment de la faillite de leur entreprise, limite extrême de l'irresponsabilité. Le *Financial Times* a recensé, il y a un an, les 25 grandes entreprises qui ont fait faillite entre 1999 et 2001 et estimé à 3,3 milliards de dollars les revenus dégagés par leurs dirigeants pendant que mûrissait leur échec : 512 millions de dollars pour Gary Winnick (Global Crossing), 247 millions de dollars pour Kenneth Lay (Enron), 50 millions de dollars pour Scott Sullivan

(Worldcom), etc. À ce stade, toutes les normes antérieures sont transgressées⁴. Certes, du point de vue économique, il s'agit d'un non-sens évident, car le rôle du marché est de donner les incitations appropriées : mais, dans cette situation, en quoi consiste l'incitation ? « *The dice are loaded, the losers take all* », concluait le journal.

Pour en arriver là, il a fallu la conjonction de deux facteurs : un nouveau mode de rémunération des dirigeants et la surestimation hyperbolique du rôle des CEO, de leur « leadership⁵ ». Les stocks-options sont bien sûr le moteur qui a poussé les dirigeants à propulser vers des sommets le cours de Bourse de leur société en utilisant les méthodes comptables les plus créatives. Il est intéressant de voir comment une bonne idée – rendre les dirigeants plus sensibles aux intérêts de l'actionnariat – a ainsi été dévoyée. Mais tout aussi significative a été l'élévation des CEO au rang de héros, voire de demi-dieux. Lee Iacocca avait été le seul à atteindre ce niveau de notoriété au début de la décennie 1980 et le seul à avoir fait la couverture de *Business Week* cette année-là ; en 1999, ils étaient 19. C'est une époque où le travail des conseils d'administration se concentrait sur la recherche du leader charismatique capable d'amener l'entreprise au premier rang. Les rémunérations et gratifications diverses accordées en contrepartie, en cas d'échec comme de succès, paraissaient sans limites.

En revisitant cette période, il ne paraît donc pas difficile d'instruire un procès à charge⁶. On aurait assisté, à la fin du XX^e siècle, au retour à un capitalisme dont l'inspiration libérale (la dérégulation), la tolérance pour les inégalités, l'acharnement à diminuer l'impôt, en particulier celui des plus aisés, renoueraient avec certains traits du XIX^e siècle. Mais la condamnation est peut-être prématurée et, de plus, comme on l'a vu, la fin du XIX^e siècle a été une période d'innovation extraordinaire, celle aussi où la puissance des États-Unis à l'échelle internationale a commencé à s'affirmer (guerre victorieuse contre l'Espagne et tentation coloniale aux Philippines). Il y a, sans esprit de paradoxe, de bonnes façons de prendre la défense des années 1990 : car les « *roaring nineties*⁷ » ne se réduisent pas à Enron et à ses semblables.

Silicon Valley n'était pas une bulle. Si une figure emblématique émerge de cette période, ce n'est certainement pas Kenneth Lay, mais bien plutôt Jeff Bezos, le fondateur d'Amazon. Là, il ne s'agit pas de mystification transformant une entreprise de la vieille économie en star de la Bourse. La réalité de l'innovation n'est pas à mettre en doute ; certes, un changement technique rapide rend l'avenir opaque, mais il a été absurde d'imaginer que le taux de croissance du trafic Internet de 1 000 % observé pendant presque deux ans pouvait être soutenu ; l'expérience a montré qu'il n'était « que » de 75 à 150 %. Toutefois, quelle période d'innovation n'a pas connu de telles erreurs de perspective ? Il n'est pas temps de jeter à l'eau ce qu'a apporté la « nouvelle économie », il y a du Schumpeter dans ce capitalisme-là.

Fondamentalement, l'esprit du capitalisme est en effet ce qui règle deux soupapes : où va le profit ? qui dispose des capitaux ? La décennie 1990 a été une période véritablement révolutionnaire à ce double titre. Elle a orienté les capitaux vers de nouveaux emplois risqués mais porteurs d'avenir que les investisseurs traditionnels n'auraient probablement abordés qu'avec une extrême prudence. Elle a aussi transféré une masse considérable de revenus et de profits vers une nouvelle classe d'entrepreneurs. Il y a là une grande différence avec d'autres épisodes spéculatifs : si la spéculation pousse les bulbes de tulipes à des hauteurs vertigineuses, comme ce fut le cas au XVII^e siècle, il n'en reste rien quand la bulle se dégonfle ; mais si le prix des actions high-tech atteint des sommets, on assiste à un transfert de richesse des épargnants traditionnels vers de jeunes talents pleins d'imagination et l'économie tout entière bénéficie des retombées de leurs aventures entrepreneuriales : d'où proviendraient sinon les gains de productivité que l'on a continué à enregistrer pendant la récession ?

En ce qui concerne Enron, la cause est donc entendue. Les périodes de grande prospérité sont couramment des périodes de grands scandales. Et s'il n'y a pas de boom sans escrocs, arrive un moment où il faut discipliner la rapacité, à l'aide de menottes le cas échéant. Mais comment domestiquer l'espoir de gain sans tuer l'esprit d'entreprise ?

Comment en quelque sorte réconcilier Max Weber et Joseph Schumpeter ? Le moment devait arriver où seraient reposées les questions de la responsabilité et de l'éthique et où l'on revisiterait les règles qui leur donnent un contenu social. Le cœur du sujet concerne le rôle des conseils d'administration et leur relation avec le CEO.

Les conseils d'administration face à leurs responsabilités

Un des premiers objectifs de la loi Sarbanes-Oxley a été d'établir un meilleur équilibre entre le conseil d'administration – émanation des actionnaires – et le CEO. Notons d'entrée de jeu que le rôle central du CEO, combinant les responsabilités à la tête du management et du conseil, n'a pas été modifié, contrairement à l'exemple d'autres pays (Allemagne, Grande-Bretagne). Le CEO reste ce qu'il était parce qu'il constitue toujours, dans ce pays, la figure emblématique de l'entreprise. Dans ce contexte, la réforme vise à redonner un rôle plus actif au conseil ; parallèlement, une réflexion a été engagée sur l'épineux problème de la rémunération des dirigeants et sur la question de la participation des actionnaires à la désignation des administrateurs.

■ Un mot d'ordre, l'indépendance

Le législateur et l'autorité de régulation boursière, la Securities and Exchange Commission (SEC), ont renforcé les pouvoirs du conseil d'administration, notamment par le biais du comité d'audit ; la loi Sarbanes-Oxley en fait un véritable organe de contrôle du CEO, un arbitre impartial entre la direction et les auditeurs externes, ou encore l'« intendant » des actionnaires, pour reprendre l'expression du président de la SEC, William Donaldson.

Le corollaire en est l'indépendance de ce conseil, censée lui rendre sa légitimité et son autorité. Aux

termes des nouveaux textes, le conseil d'administration doit être composé au moins pour moitié d'administrateurs « indépendants » et le comité d'audit ne peut comprendre que des administrateurs indépendants.

Parallèlement, le comité d'audit dispose de véritables pouvoirs de supervision en devenant responsable du recrutement, de la rémunération et du contrôle des firmes d'audit engagées par la société ; ce comité a aussi le pouvoir d'engager des conseils externes pour l'assister dans ses missions.

Un peu plus d'un an après l'adoption de la loi Sarbanes-Oxley, ces nouvelles règles ont eu pour conséquence tangible d'amener les comités d'audit à se réunir plus souvent, plus longtemps et sans doute plus sérieusement ! Cependant, une indépendance plus grande et une responsabilité plus lourde (incluant une exposition judiciaire accrue) rendent la recherche de nouveaux administrateurs plus ardue. Le président de la SEC lui-même a reconnu la pénurie de candidats aux fonctions de membres des comités d'audit et invité à puiser parmi une nouvelle génération d'administrateurs mieux formés dans les écoles de management et les *law schools*.

En tout cas, les sociétés ont tendance, pour attirer des administrateurs compétents, à augmenter les rémunérations proposées, alors même que le débat autour des gratifications des CEO et des dirigeants, en particulier à propos des schémas fondés sur la performance du titre de la société, est loin d'être clos, ayant même été relancé par les conditions de rémunération du patron du New York Stock Exchange (Nyse), Dick Grasso.

■ La rémunération des dirigeants et leurs résultats

Trop nombreux sont les exemples où les schémas de rémunération des dirigeants ont été dévoyés parce que ceux-ci ont cherché à promouvoir leur intérêt personnel au détriment de l'intérêt des investisseurs.

Plus précisément, ce qui a profondément choqué l'opinion, ce sont l'augmentation des rémunérations des dirigeants alors que les cours des actions des

sociétés s'effondrent, le montant de leurs primes de départ lorsqu'ils sont remerciés pour manque de performance, les niveaux mirobolants de certaines rémunérations par rapport aux salaires de base dans les entreprises, la réalisation de plus-values peu avant la faillite...

Pour rétablir la confiance des investisseurs dans le management des sociétés cotées, le Congrès, la SEC et les marchés financiers autorégulés ont concomitamment adopté de nouvelles mesures visant notamment à :

- renforcer l'indépendance autour du processus de fixation de la rémunération des dirigeants ;
- réglementer les conventions financières entre les dirigeants et la société ;
- impliquer davantage les actionnaires dans la mise en place de plans de stock-options. La SEC a approuvé dans des délais records les nouvelles règles du Nyse et du Nasdaq soumettant désormais au vote des actionnaires l'ensemble des plans de compensation en actions, y compris les plans de stock-options destinés aux dirigeants.

Toutefois, la question centrale posée par la comptabilisation des stock-options n'a toujours pas été tranchée. C'est le point sur lequel l'affrontement de la « vieille » et de la « nouvelle » économie est le plus violent. Pour la bonne tenue des livres des grands groupes, la comptabilisation des options en charges d'exploitation est parfaitement défendable et d'ailleurs beaucoup se soumettent à cette procédure spontanément ; mais ce sont aussi les entreprises dans lesquelles le rôle incitatif des options est le moins évident, celles où le lien entre la performance individuelle et le résultat de l'entreprise est le moins clair et celles enfin où la tentation de la manipulation des comptes est la plus forte. L'histoire invite dans ce secteur à la prudence. Mais pour les jeunes entreprises innovantes, il en va tout autrement : le rôle d'incitation joué par les options est parfaitement clair et leur traitement en charges du compte d'exploitation constituerait un handicap évident. Sur ce point, le Congrès hésite, comme il le fait depuis dix ans, à trancher et le secteur high-tech n'est pas près de rendre les armes.

■ Faut-il reparler de démocratie actionnariale ?

Les investisseurs institutionnels et les associations de porteurs ont fait valoir que tant que les conseils d'administration ne seraient pas plus directement responsables devant les actionnaires, l'efficacité de leur rôle ne serait pas assurée.

Malgré une forte opposition de la communauté des affaires, la SEC a adopté en octobre 2003 un projet de règle révisant les principes gouvernant l'élection des membres du conseil d'administration par correspondance (*proxies*) afin de permettre aux actionnaires, dans certaines conditions, de proposer à l'assemblée générale des candidats différents de ceux qui sont présentés par les dirigeants.

Cette réforme, si elle aboutissait, constituerait un changement radical dans la gouvernance américaine telle qu'elle a toujours été pratiquée. Il n'est pas surprenant qu'elle soit largement débattue et violemment décriée par ceux qui y voient le danger d'une déstabilisation du CEO avec l'introduction d'une sorte de dualisme des pouvoirs dans l'entreprise. Sans surprise, ces derniers reprochent à la SEC sa précipitation à proposer des règles d'une telle importance sur un sujet qui appellerait plutôt à leurs yeux une intervention législative.

Les gardiens (« gatekeepers ») rappelés à leurs devoirs

La faillite d'Enron a mis en pleine lumière les déficiences des gardiens (*gatekeepers*) chargés d'assurer le respect des règles. L'autorégulation traditionnelle des professions comptables et d'audit a été la première mise à mal, l'impunité traditionnelle des avocats est ébranlée et la question de la supervision des agences de notation est en cours d'examen.

■ L'autorégulation des auditeurs est terminée

Afin d'accroître l'indépendance des auditeurs et les soustraire aux conflits d'intérêt, la loi Sarbanes-Oxley et les règles finales d'application de la SEC, valables pour toute firme d'audit – américaine ou étrangère – contrôlant les comptes de sociétés cotées aux États-Unis, prévoient notamment :

- l'interdiction pour les firmes d'audit de fournir à leurs clients à la fois certains services en même temps que des services d'audit ;
- tous les cinq ans, la rotation, au sein de la firme d'audit, des associés responsables de l'audit.

Une des innovations majeures de la loi Sarbanes-Oxley a été de mettre fin à la tradition d'autorégulation qui prévalait dans la profession d'auditeur en créant un nouvel organisme de réglementation et de surveillance, le Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) ; celui-ci a pour rôle de contrôler l'audit des sociétés émettrices cotées aux États-Unis, sous la tutelle de la SEC.

Les pouvoirs conférés au PCAOB sont étendus et comprennent :

- l'enregistrement de l'ensemble des firmes d'audit (américaines et étrangères) préparant ou émettant des rapports d'audit sur des sociétés cotées aux États-Unis ;
- l'établissement de critères en matière d'audit, de contrôle qualité, d'éthique ou d'indépendance ;
- l'inspection des firmes d'audit enregistrées ;
- la conduite d'enquêtes et l'adoption de procédures disciplinaires et de sanctions vis-à-vis des firmes d'audit enregistrées. Après le discrédit qui a frappé Arthur Andersen, ces mesures répressives n'ont guère soulevé d'objections.

Néanmoins, l'obligation d'enregistrement des firmes d'audit étrangères auprès du PCAOB a provoqué une levée de boucliers, en particulier en Europe, où ces nouvelles règles entrent en conflit avec les législations européennes et nationales, notamment en matière de protection des données personnelles et de secret professionnel. Depuis lors la Commission européenne a multiplié les actions d'information et de lobbying auprès du Congrès, de la SEC et du PCAOB. Après

avoir tenté d'obtenir une exemption totale, suite au refus du PCAOB, la Commission et la SEC recherchent actuellement des arrangements minimisant les effets extraterritoriaux de la réglementation américaine.

■ L'impunité des avocats est ébranlée

Les avocats ont également été montrés du doigt pour avoir toléré, voire aidé ou conseillé, les maquillages de comptes ainsi que les manœuvres et les montages frauduleux révélés dans les affaires Enron, WorldCom et autres.

Le Congrès a chargé la SEC, aux termes de la loi Sarbanes-Oxley, d'adopter de nouvelles règles visant à responsabiliser davantage les avocats. En janvier 2003, la SEC a publié sa règle d'application finale imposant des lignes de conduite professionnelle aux avocats. Celles-ci sont devenues effectives le 5 août 2003. La SEC a notamment introduit deux nouvelles règles qui ont fait et continuent de faire couler beaucoup d'encre.

La première règle, dite *up-the-ladder information*, impose aux avocats qui représentent des sociétés émettrices devant la SEC une obligation d'information de toute violation significative de la législation boursière par leurs clients. Cette information doit être rapportée en remontant la hiérarchie (*up-the-ladder*), à savoir, dans un premier temps, au directeur juridique ou au CEO de la société émettrice et, à défaut d'une réponse satisfaisante de la part de ces deux premiers interlocuteurs, dans un deuxième temps, au comité d'audit ou au conseil d'administration du client.

La deuxième règle, dite *noisy withdrawal*, va encore plus loin et requiert de l'avocat :

- qu'il démissionne dans le cas où les dirigeants de la société émettrice ne répondent pas de manière satisfaisante aux allégations de violations de la législation boursière signalées par l'avocat et où les agissements litigieux menacent de causer un dommage sérieux aux investisseurs ou à la société émettrice ;
- qu'il informe la SEC de sa démission.

Ce mécanisme a soulevé parmi les avocats une vague de protestations telle que la SEC a décidé de

repousser son adoption finale afin de se laisser davantage de temps pour apprécier ses conséquences et examiner les préoccupations des commentateurs.

Les critiques mettent en doute l'efficacité, et même soulignent l'effet négatif, de ces deux nouvelles règles. Selon eux, placer la charge de l'obligation d'information sur les avocats aura l'effet inverse de celui qui est attendu, à savoir de réduire la communication entre l'avocat et les dirigeants de la société cliente ; les dirigeants seront tentés de tenir leurs avocats à l'écart de toute discussion ou projet quelque peu audacieux, de peur que leurs conseils n'y voient un risque de fraude ou de violation financière susceptible de déclencher l'obligation de divulgation.

■ Les agences de « rating » sous surveillance

Les agences de notation forment un club très fermé puisque l'on compte trois firmes dominantes : S&P, Moody's et Fitch. Leur activité est principalement localisée aux États-Unis et elles sont placées sous la supervision de la SEC qui, depuis 1975, les accrédite en tant que « Nationally Recognized Statistical Rating Organization » (NRSRO). Leur métier consistant à suivre les entreprises de très près, pourquoi n'ont-elles rien anticipé ? Comment ont-elles pu découvrir au dernier moment seulement les scandales et les faillites ? Beaucoup d'observateurs ont sans surprise mis en cause leur rôle et leurs méthodes de travail.

La question de la réglementation et de la supervision des agences de notation ne pouvait manquer de constituer une étape importante dans la vague de réformes. La loi Sarbanes-Oxley donnait mandat à la SEC de faire rapport sur ce secteur en janvier 2003, et de formaliser ce que pourrait être une réglementation (*concept release*) en juin 2003.

La SEC reconnaît le besoin de règles pour corriger les abus et scandales et pour restaurer la confiance des investisseurs, mais souligne immédiatement la nécessité de maintenir l'indépendance des analystes (argument qui n'a pas empêché la création du PCAOB pour superviser la profession des auditeurs)

et prêche (mais de manière assez abstraite) en faveur de la concurrence sur le marché de la notation.

À l'exception de Moody's, la grande majorité des commentateurs du *concept release*, en particulier les utilisateurs, se sont prononcés en faveur du système actuel, faute de mieux et parce qu'il serait trop complexe et trop perturbateur de modifier un mécanisme qui existe depuis plus de vingt-cinq ans. Toutefois, les sociétés émettrices recommandent au contraire souvent, par les commentaires de leurs Chief Financial Officers, une large ouverture à la concurrence, la suppression des barrières à l'entrée et l'abandon du critère d'accréditation.

Malgré ces positions tranchées, ou peut-être parce qu'elles sont trop tranchées, il apparaît peu probable à ce stade que la formule existante de l'accréditation réglementaire par reconnaissance du statut de NRSRO soit sérieusement remise en cause.

En parallèle et au niveau international, le Comité technique de l'organisation internationale des commissions de valeurs (Iosco) a publié, en septembre 2003, une série de principes applicables aux activités des agences de rating. Ces principes, au nombre de quatre (qualité et intégrité du processus de notation, indépendance et lutte contre les conflits d'intérêt, transparence et délai de diffusion de l'information, confidentialité des données), sont présentés comme les objectifs majeurs vers lesquels les régulateurs et les agences de rating elles-mêmes sont invités à tendre, afin d'améliorer la protection des investisseurs ainsi que l'équité, l'efficacité et la transparence des marchés.

Le fonctionnement des marchés financiers sur la sellette

■ Les analystes financiers et leurs rapports biaisés

Le 28 avril 2003, la SEC, le procureur général de l'État de New York, les régulateurs des États et les

marchés financiers autorégulés ont conclu un accord de règlement amiable global avec les dix premières banques d'affaires américaines. Cet accord clôture deux ans de poursuites réglementaires engagées contre ces banques d'affaires, sur la base de conflits d'intérêt entre leur activité de recherche et d'analyse et leur activité de banque d'affaires ayant conduit à l'émission de rapports d'analystes biaisés à l'époque de la bulle internet.

Aux termes de l'accord, validé et rendu exécutoire par le juge fédéral le 31 octobre 2003, les banques d'affaires concernées sont redevables d'un montant total de 1,4 milliard de dollars, dont un peu moins de 400 millions de dollars sont destinés à rembourser les investisseurs – au travers d'un fonds de distribution – des sommes perdues sur le marché suite à des décisions d'investissement fondées sur des analyses trompeuses émises par le département recherche et analyse des dites banques.

Les banques d'affaires concernées devront également s'acquitter d'un montant total de 432,5 millions de dollars destinés à financer, sur cinq ans, l'établissement de rapports d'analyse par des consultants indépendants. Ces consultants ont été officiellement désignés par le juge fédéral qui a validé l'accord de Wall Street, mais les modalités de l'élaboration, de la diffusion et de la responsabilité des rapports d'analyse restent encore méconnues.

Au-delà des sanctions monétaires, les banques d'affaires sont tenues de modifier leurs pratiques de manière substantielle afin, notamment, de séparer effectivement leurs départements recherche et banque d'affaires. Sur le plan international, l'Organisation internationale des commissions de valeurs vient de publier des règles de principe visant à assurer la séparation de ces activités dans l'exercice de la profession d'analyste financier.

On peut cependant se demander si cette dernière série de réformes, visant à restreindre l'accès des analystes à certaines sources d'information et au système de rémunération à la commission pour réduire les risques de conflits d'intérêt, ne va finalement pas aboutir à vider la profession de sa valeur ajoutée.

■ La gouvernance du Nyse et la confusion de ses fonctions

En septembre 2003, le spectre des scandales que l'on croyait exorcisé a resurgi au cœur même du monde financier. Le conseil d'administration du Nyse a fait l'objet de vives critiques pour son défaut de contrôle des rémunérations exorbitantes (un total de 187,5 millions de dollars) accordées à son président Richard Grasso, poussé de ce fait à la démission. Plus fondamentalement, la nature de ce conseil conjuguant les deux fonctions de régulateur du marché et de propriété mutualiste dudit marché est remise en cause et la réflexion générale de la SEC sur la réforme de l'autorégulation financière en a été accélérée.

Parallèlement aux multiples auditions devant le Congrès, aux investigations menées par la SEC et à la conduite de l'enquête sur les pratiques de Richard Grasso confiée à un ancien procureur, le président par intérim du Nyse, John Reed, a présenté une proposition de réforme de la structure de direction du Nyse. Le projet de réforme préserve les deux rôles du Nyse, organisateur et régulateur de marché financier. Le conseil aurait deux niveaux : un conseil d'administration restreint, composé d'administrateurs « indépendants », extérieurs à l'industrie et supervisant les fonctions de régulation et la rémunération des dirigeants (l'introduction d'un conseil indépendant serait une première dans toute l'histoire du Nyse) et un conseil exécutif élargi, représentant l'industrie, comprenant un représentant des investisseurs et chargé des questions de marché.

Le projet de réforme, voté par l'actuel conseil d'administration du Nyse le 18 novembre 2003, devra être revu et approuvé par la SEC avant d'entrer en vigueur. La proposition suscite un certain malaise ; le président de la SEC, en particulier, a tenu des propos contradictoires sur la question de la fonction régulatrice du Nyse. En tout état de cause, la SEC pourrait juger ce projet insuffisant et exiger de déposséder purement et simplement le Nyse de sa fonction de régulateur.

■ Les « hedge funds » et leur opacité

La SEC a publié à la fin du mois de septembre 2003 un rapport interne sur l'industrie des *hedge funds* au terme d'une enquête commencée à l'initiative de Harvey Pitt en juillet 2002 et destinée à mieux connaître une industrie qui échappait jusqu'ici totalement au contrôle, voire simplement à la connaissance, de la SEC.

Le rapport dénonce à plusieurs reprises le manque d'information disponible et vérifiable sur les *hedge funds* et dresse un tableau général de leurs caractéristiques les plus fréquentes et des risques qui peuvent en résulter en termes de protection des investisseurs et de bon fonctionnement des marchés. Le rapport conclut en présentant des recommandations en faveur d'une régulation minimale prévoyant l'enregistrement des gérants des fonds auprès de la SEC, ce qui comporte des obligations d'information financière régulière sans pour autant restreindre les stratégies d'investissement des *hedge funds*.

Cependant, cette thèse ne fait pas l'unanimité au sein même de la SEC. Deux commissaires républicains ont souligné que ces fonds s'adressaient à des investisseurs avertis et ont conclu que les recommandations du rapport étaient excessives sur la base de cet argument traditionnellement mis en avant pour soustraire les *hedge funds* à toute régulation.

■ Les « mutual funds » et leurs pratiques douteuses

Le sénateur Paul Sarbanes se plaît à citer aujourd'hui avec ironie un représentant de l'Investment Company Institute⁹ venu témoigner lors d'une audition devant le Comité bancaire du Sénat l'été dernier et, selon lequel, « contrairement à l'ensemble des autres acteurs financiers, l'industrie des *mutual funds* n'avait rien à se reprocher ».

Le scandale des *mutual funds* a émergé au début du mois de septembre 2003 à partir de poursuites engagées par le très actif procureur général de l'État de New York, Eliot Spitzer, contre un *hedge fund* et la branche gestion d'actifs de Bank of America. Depuis,

le dossier ne cesse de prendre de l'ampleur et il ne se passe pas un jour sans que la presse ne révèle l'ouverture d'une enquête ou la mise en cause d'un énième fonds pour *late trading*⁰ ou *market timing*¹. Actuellement, onze *mutual funds*, dont les plus huppés de la Nouvelle-Angleterre, et plusieurs autres firmes de courtage, sont impliqués.

La SEC, directement mise en cause par Eliot Spitzer pour son apathie et son manque de perspicacité dans cette affaire, a lancé une enquête générale sur les pratiques de l'industrie ainsi que des procédures d'investigation spécifiques concernant certains fonds communs de placement.

Certains parlent déjà de deuxième crise de confiance majeure dans les professions financières, après Enron, touchant cette fois au canal d'investissement choisi par la moitié des foyers américains. Le Congrès a entamé en novembre une série d'auditions et la Chambre des représentants vient de voter un projet de loi, dans la perspective probable d'une intervention législative en 2004.

Conclusion

Lorsque l'on analyse les scandales financiers qui se sont produits il y a deux ans, il est frappant de voir qu'absolument tous les éléments de la chaîne ont été défailants : les CEO et CFO, les conseils d'administration, les comptables, les auditeurs, les juristes, mais aussi, à l'extérieur de l'entreprise, les banques d'affaires, les agences de rating, les analystes financiers, les instances de régulation du marché et, aujourd'hui, les *mutual funds*. Tous ont été coupables, mais tous ne sont pas traités de la même façon lorsqu'il s'agit de rétablir la confiance. Si la remise au pas des auditeurs par la loi Sarbanes-Oxley a été brutale, les autres questions sont traitées avec plus de pragmatisme.

Il est encore trop tôt pour faire le bilan de ces réformes qui n'en finissent pas. Beaucoup craignent que la nouvelle accumulation de contraintes pesant sur les conseils d'administration et le management soit non seulement coûteuse, mais constitue aussi un obstacle sérieux à la prise de risque et, finalement, au

dynamisme de la croissance. Et pourtant, la confiance sur les marchés financiers reste fragile ; l'abondance de la liquidité et une croissance dopée par les déficits expliquent probablement la bonne résistance des indices cet automne sans que l'enthousiasme pour les actions soit revenu.

Finalement, l'Amérique n'a pas définitivement fait son choix¹². Faut-il condamner Enron ? Bien sûr. Éviter le retour des scandales ? Sans doute. Mais sans renoncer au rêve d'enrichissement.

Notes

1. Ces analyses sont développées dans un volume de la Série thématique de l'Agence financière de Washington, n°1, « La réforme financière aux États-Unis depuis Enron », oct. 2003.
2. D. Remnick, *The New Gilded Age: The New Yorker Looks at the Culture of Affluence*, Random House, 2000.
3. K. Phillips, *Wealth and Democracy*, Broadway Books, 2002.
4. J. Cassidy, « *The Greed Cycle* », *The New Yorker*, 23 sept. 2002.
5. R. Kurana, *Searching for a Corporate Savior: The Irrational Quest for Charismatic CEO's*, Princeton University Press, 2002.
6. P. Krugman, *The Great Unraveling*, Norton and Co., 2003.
7. J. Stiglitz, « *The Roaring Nineties* », *The Atlantic Monthly*, oct. 2002.
8. Aux termes de la loi Sarbanes-Oxley, l'indépendance implique indépendance financière et indépendance opérationnelle. En pratique, le critère reste cependant difficile à cerner et la SEC a déjà admis un certain nombre d'aménagements et d'exceptions, notamment pour les conseils d'administration des sociétés étrangères.
9. L'association professionnelle des mutual funds qui regroupe et représente plus de 8 000 fonds communs de placement.
10. Le late trading est une pratique illégale d'antidatation des ordres qui permet de bénéficier du cours du jour d'un fonds après la clôture officielle de 16 heures, la transaction ex post bénéficiant évidemment d'informations influant sur le cours du lendemain.
11. Le market timing consiste à autoriser certains clients à procéder à des transactions fréquentes sur les parts du fonds en les dispensant, de manière discriminatoire, des commissions de transactions.
12. Une étude du « think tank » American Enterprise Institute publiée le 30 novembre 2003 révèle par exemple que les Américains sont en majorité hostiles à des réglementations plus lourdes, plus intrusives ; c'est en particulier leur réaction vis-à-vis de l'entité gouvernementale chargée de la régulation des pratiques comptables.

GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE : QUI EST L'ARBITRE ?

Nicolas Véron

*Associé fondateur, Études et conseil
pour l'information financière (Ecif)*

L'apparition, depuis une dizaine d'années, de codes de gouvernement d'entreprise aux côtés du droit des sociétés pose des questions inédites auxquelles la France n'a pas encore complètement répondu. Les rôles respectifs des gouvernements, des autorités de marché et des acteurs privés, à l'échelle nationale et européenne, devront à l'avenir être clarifiés afin que l'application de ces règles nouvelles puisse gagner en crédibilité.

L'émergence de la notion de « gouvernement d'entreprise », récente au regard de l'expérience historique du droit des sociétés, a donné naissance à une nouvelle catégorie de normes. Les règles contenues dans les « codes » de gouvernement d'entreprise apparus dans la plupart des pays européens depuis 1992 sont élaborées pour l'essentiel en dehors du processus législatif et réglementaire, tout en se voyant reconnaître une forme d'utilité publique.

En France, les nombreuses questions posées par l'élaboration et le contrôle de l'application de ces règles n'ont reçu jusqu'à présent que des réponses partielles. De nouveaux efforts de réflexion devront probablement être menés pour compléter les dispositions existantes et assurer leur cohérence avec des initiatives parallèles ailleurs en Europe.

Droit des sociétés et codes de gouvernement d'entreprise

A l'origine de la notion de gouvernement d'entreprise, les conflits internes aux sociétés font l'objet de débats depuis que le capitalisme existe. On connaît la tirade

d'Adam Smith contre les sociétés par actions dans *La Richesse des nations* (1776)¹.

Au conflit entre dirigeants et actionnaires observé par Smith s'ajoute celui opposant différentes catégories d'actionnaires lorsqu'il existe un déséquilibre entre petits et grands actionnaires ou, de manière plus marquée encore, lorsqu'un actionnaire majoritaire coexiste avec un grand nombre de minoritaires. Cette seconde forme de divergence d'intérêts se rencontre plus souvent en Europe qu'aux États-Unis : l'actionnariat de la grande majorité des sociétés cotées américaines est très dispersé, alors que celles contrôlées par un ou plusieurs actionnaires « de référence » sont la norme dans la plupart des pays de l'Europe continentale².

Le droit des sociétés a traditionnellement cherché, avec plus ou moins d'ambition, à répondre à la nécessité d'un compromis entre l'exigence de la protection des intérêts des actionnaires, d'une part, et l'efficacité et la souplesse des structures de décision, d'autre part.

Les termes de ce compromis ont varié selon les lieux et les époques. En France, la réduction du rôle du conseil d'administration par le régime de Vichy, presque immédiatement après sa prise de fonctions, a constitué une étape marquante : la loi du 18 septembre 1940 a concentré le pouvoir de gestion de

l'entreprise entre les mains du président, désormais qualifié de président-directeur général. Cette réforme s'appuyait sur les débats de l'époque. Au cours des années 1930, à la différence d'aujourd'hui, c'était la dilution des responsabilités au sein du conseil d'administration qui était souvent incriminée par les observateurs du droit des sociétés : « L'on a pu assister pendant 15 ans (de 1919 à 1935) à cette série de scandales financiers dont la poursuite a décelé les agissements d'administrateurs incorrects ayant commis au détriment de la collectivité dont ils avaient la charge, des abus de confiance, des escroqueries, des délits d'émission, de négociation, de majorité factice, de distribution de dividendes fictifs destinés à placer du papier sans valeur...³ ».

Le ministre des Finances de Vichy, Yves Bouthillier, parlait de « substituer au système de l'irresponsabilité collective celui de la responsabilité personnelle ». Cette loi du 18 septembre 1940, amendée en novembre de la même année puis en 1943, n'a pas été remise en question à la Libération, et l'essentiel de ses termes a été conservé dans la loi du 24 juillet 1966, référence majeure du droit des sociétés français.

Ce rappel historique est utile pour appréhender la nature récurrente des débats sur le gouvernement d'entreprise, et simultanément la diversité des points de vue qui peuvent s'y exprimer. L'apparition des « codes de gouvernance » est nettement plus récente et trouve son origine dans un certain nombre de scandales financiers ayant eu lieu en Grande-Bretagne à la fin des années 1980 et au début des années 1990, impliquant notamment les sociétés Polly Peck, Bank of Credit and Commerce International (BCCI) et les fonds de pension du groupe Maxwell. Le « rapport Cadbury » (1992), le premier des codes de gouvernement d'entreprise, est né du travail d'un comité mis en place conjointement par le *London Stock Exchange*, le *Financial Reporting Council* (organisme mixte public-privé supervisant notamment l'élaboration des normes comptables au Royaume-Uni) et la profession comptable britannique, afin de restaurer la confiance des investisseurs, sévèrement mise à mal par les scandales financiers.

Ce rapport énonce un ensemble de règles qui ont ensuite été intégrées aux règles de cotation en bourse au Royaume-Uni (*Listing Rules*). Toutefois, par rapport aux autres conditions de cotation, la particularité de ces recommandations est qu'elles sont non impératives. Les entreprises cotées peuvent en effet faire le choix de ne pas appliquer toutes les règles énoncées par le rapport ; en revanche, elles sont tenues de fournir une explication lorsqu'elles choisissent de ne pas appliquer l'une d'entre elles. Ce principe original a été résumé par la formule « *comply or explain* », qui marque la spécificité de l'approche promue par le comité Cadbury.

Les avantages de cette méthode sont multiples. La diversité des situations en matière de gouvernement d'entreprise justifie de ne pas donner à certaines règles un statut législatif qui conduirait parfois à des rigidités excessives : dans ce contexte, le principe *comply or explain* permet à la fois d'appliquer une certaine pression sur les entreprises en définissant une norme générale reconnue par l'autorité publique, et de permettre à des entreprises atypiques de faire d'autres choix lorsque leur spécificité le justifie. Par ailleurs, le fait de confier à des intervenants du marché la rédaction des nouvelles règles rend leur production et leur révision à la fois plus souple et moins chargée d'idéologie que dans le cadre d'une procédure parlementaire. Enfin, la diversité des acteurs économiques représentés au sein des comités qui élaborent les règles (le comité Cadbury et ses successeurs depuis onze ans) donne un niveau élevé de légitimité au texte du code, bien que celui-ci ne résulte pas du vote des élus de la nation.

Depuis 1992, sous la pression conjointe des gouvernements et des investisseurs, les « codes de gouvernance » ou de « gouvernement d'entreprise » se sont multipliés à travers le territoire de l'Union européenne, avec le même objectif de restauration d'un climat de confiance favorable à l'activité des marchés de capitaux. Un recensement effectué début 2002 pour le compte de la Commission européenne recense trente-cinq codes de ce type parmi les quinze États membres de l'Union⁴, et ce nombre a encore augmenté depuis.

Dans une communication publique de mai 2003, la Commission a proposé que le principe *comply or explain* soit appliqué dans chaque État membre à toutes les sociétés cotées par référence à un code de gouvernement d'entreprise national⁵. La Commission laisse le mode d'élaboration du code au choix des États, mais la référence au principe *comply or explain* signifie une forme de validation de la démarche par le législateur, ou au moins par le régulateur boursier national. Pour cette proposition comme dans le reste de la communication citée, la Commission a repris en grande partie les recommandations émises en novembre 2002 par un groupe d'experts dirigé par le juriste néerlandais Jaap Winter, qui avait été mis en place à la suite d'une réunion des ministres des Finances européens à Oviedo (Espagne) en avril 2002, peu de temps après la faillite d'Enron aux États-Unis.

Les ambiguïtés de l'expérience française

La proposition de la Commission, qui n'a pour l'instant été suivie d'aucune décision, ne doit cependant pas faire illusion : l'application du principe *comply or explain* est à l'heure actuelle une perspective distante dans de nombreux pays d'Europe, dont la France. En fait, seuls quatre pays de l'Union (le Royaume-Uni, l'Italie, l'Allemagne et le Danemark) avaient donné force obligatoire à ce principe au moment de la réunion d'Oviedo.

En France, les « codes » généralement cités sont les trois rapports successifs préparés sous le parrainage conjoint du Medef et de l'Afep (Association française des entreprises privées), communément désignés sous les noms de « Viénot 1 » (1995), « Viénot 2 » (1999) et « Bouton » (2002) – du nom des présidents des comités ayant procédé à leur élaboration. D'autres initiatives ont également vu le jour ; ainsi, l'Association française de la gestion financière (AFG) a publié en 1998 un ensemble de recommandations à l'intention de ses adhérents (rapport Hellebuyck)⁶ ; le

rapport publié par l'Institut Montaigne sur le même thème a également été souvent cité⁷. Il n'en reste pas moins vrai que les rapports Viénot et Bouton ont, dès leur publication, acquis le statut de référence centrale du débat national relatif au gouvernement d'entreprise.

La situation française se distingue de celle du Royaume-Uni par au moins deux aspects : non seulement la légitimité des comités Viénot et Bouton s'appuie sur des éléments sensiblement différents de ceux du comité Cadbury et des groupes qui lui ont succédé ; mais encore, les mécanismes de suivi de la mise en œuvre des recommandations diffèrent à la fois dans leur construction juridique et dans leurs conséquences pratiques.

1. Les différences de composition entre les comités Viénot et Bouton d'une part, Cadbury et suivants au Royaume-Uni d'autre part, sont significatives. En premier lieu, les organisations à l'origine de l'initiative ne sont pas de même nature. Côté français, le Medef et l'Afep sont avant tout des associations d'entreprises (en d'autres termes, des représentants des émetteurs, pour reprendre la terminologie des marchés de capitaux). Côté britannique en revanche, les promoteurs du rapport Cadbury représentent comme on l'a vu une pluralité d'intérêts, incluant des émetteurs mais aussi des investisseurs institutionnels, des intermédiaires financiers, la profession comptable, l'entreprise de marché principale (LSE) ainsi que les pouvoirs publics à travers le *Financial Reporting Council*. Cette différence se retrouve sans ambiguïté dans la composition des comités :

– « Viénot 1 » : 14 membres, tous présidents de grandes entreprises : dix groupes industriels et de services non financiers, une banque commerciale (Société générale), une banque d'investissement (Paribas), une société d'assurances (AGF) et une *holding* de participations (CGIP).

– « Viénot 2 » : 15 membres, dont Marc Viénot devenu président d'honneur de la Société générale, un banquier d'affaires (associé gérant de Lazard) et treize présidents de grandes entreprises : onze groupes industriels et de services non financiers, une banque d'investissement (Paribas) et une *holding* de participations (Bolloré).

– « Bouton » : 14 membres, dont le président de la Fédération française des sociétés d'assurances (D. Kessler), un élu du Medef (R. Barbier de la Serre), un expert comptable (R. Ricol) et onze présidents de grandes entreprises : neuf groupes industriels et de services non financiers et deux banques (Société Générale et Crédit Lyonnais).

– « Cadbury » : 13 membres, dont un dirigeant d'entreprise retraité (Sir Adrian Cadbury, président de Cadbury-Schweppes de 1975 à 1989), un universitaire et onze autres membres respectivement issus des institutions suivantes : CBI (équivalent britannique du Medef), KPMG, *Bank of England*, *Financial Reporting Council* (voir ci-dessus), *Hundred Group of Finance Directors* (association de directeurs financiers), *Institute of Chartered Accountants of Scotland*, *Institutional Shareholders' Committee*, *Law Society*, *London Stock Exchange*, *Institute of Directors*.

Cette simple énumération permet de constater le contraste entre l'approche britannique, qui confie la rédaction du code de gouvernement d'entreprise à une représentation diversifiée de l'ensemble des intervenants du marché, et celle, française, du Medef et de l'Afep, qui attribue cette tâche de manière exclusive ou quasi-exclusive à des représentants des émetteurs⁸.

Dans la mesure où le gouvernement d'entreprise a, notamment, pour objet de protéger les actionnaires dans les conflits d'intérêts qui les opposent à la direction des groupes, la faiblesse de la représentation des investisseurs et des intermédiaires de marché est une caractéristique marquante des rapports émis par le Medef et l'Afep. Il existe donc une certaine ambiguïté entre le statut de « rapports de place » attribué à ces textes par la plupart des observateurs, y compris au sein des gouvernements successifs, et la prépondérance des émetteurs dans la composition des comités correspondants.

2. En ce qui concerne le suivi de la mise en œuvre, on observe là aussi un contraste important entre les situations française et britannique. L'application du principe *comply or explain*, relativement aux règles du rapport Cadbury et de ses successeurs, a été intégrée dans les règles de cotation (*Listing Rules*) britanniques,

fixées initialement par le *London Stock Exchange* et, depuis 2000, par la *Financial Services Authority*, l'autorité de régulation boursière et financière publique créée à cette date. En d'autres termes, cette application a force publique au Royaume-Uni (aucune sanction pour défaut de mise en œuvre n'a encore été prononcée), alors que rien de tel n'existe en France.

De fait, la mise en œuvre du rapport Bouton est encore très lacunaire dans les grandes entreprises françaises, tout comme celle de certaines recommandations du second rapport Viénot. Ainsi, en 2002, neuf sociétés du CAC 40 (soit 23 %) satisfaisaient aux recommandations « Viénot 2 » sur les proportions minimales d'administrateurs indépendants dans le conseil d'administration et ses comités, et elles n'étaient que cinq à être conformes sur ce point aux recommandations du rapport Bouton⁹. Comme on l'a indiqué précédemment, les entreprises qui n'appliquent pas ces recommandations ne sont en France aucunement tenues d'en expliquer les raisons. La communauté des affaires françaises n'a pas encore véritablement fait sienne la démarche *comply or explain* et semble lui préférer pour l'instant une approche plus souple¹⁰. Dans ce contexte, l'influence des rapports publiés par le Medef et l'Afep sur les évolutions qui ont incontestablement eu lieu dans le gouvernement des entreprises françaises au cours de la dernière décennie est difficile à identifier spécifiquement.

Pour autant, les entreprises françaises sont-elles moins bien « gouvernées » que leurs homologues de l'Union européenne ? À l'évidence, il est difficile d'apporter à cette question une réponse générale. Un indicateur partiel est naturellement fourni par l'existence ou non de cas où, le gouvernement d'entreprise étant manifestement déficient, des sociétés sont conduites à de graves difficultés. De ce point de vue, les exemples n'ont pas manqué en France au cours des deux dernières années.

À tout le moins, on ne relève pas en-dehors de France une perception marquée selon laquelle notre pays serait en avance sur ses voisins dans ce domaine, mais bien plutôt la perception contraire. Une enquête

publiée en septembre 2002 par DWS Investment, une filiale de la Deutsche Bank, et le cabinet d'études belge Deminor Rating, classe les cinquante sociétés de l'indice Euro Stoxx 50 en fonction de leurs efforts en matière de gouvernement d'entreprise : sur les dix-sept membres français de l'indice, seuls six (dont le Franco-allemand Aventis) trouvent leur place dans la première moitié du classement ; en revanche, neuf groupes français figurent parmi les douze moins bien classés¹¹.

Jusqu'à présent pourtant, et malgré les soubresauts provoqués par les scandales comptables révélés aux États-Unis depuis la fin de l'année 2001, les milieux économiques français sont parvenus à convaincre les gouvernements de ne pas s'engager dans un renforcement de la réglementation en matière de droit des sociétés. Pour preuve la loi dite « de sécurité financière » votée en 2003 ne contient presque aucune disposition nouvelle en matière de gouvernement d'entreprise, si ce n'est une obligation de transparence sur les procédures de contrôles internes, qui devront désormais faire l'objet d'un rapport certifié.

Ce *statu quo* juridique est-il durable ? Il est permis de penser que l'actualité des prochains mois continuera de mettre en évidence des cas de sociétés où les mécanismes de gouvernement d'entreprise ont été inefficaces pour éviter l'apparition de crises, comme cela a été le cas pour Vivendi Universal en 2002, Alstom durant l'été 2003 ou, sur un mode moins spectaculaire, pour Rhodia plus récemment. Dans cette hypothèse, l'opinion et les autorités politiques pourraient conclure à la nécessité de contribuer par des initiatives juridiques nouvelles à l'amélioration du gouvernement des entreprises françaises. Notre pays serait alors sans doute conduit à s'inspirer des formules expérimentées depuis 1992 en Grande-Bretagne et dans d'autres pays européens, ce qui ouvrirait des choix institutionnels jamais envisagés jusqu'à présent.

Les démarches en cours à l'échelon européen auront également une influence. Comme on l'a signalé plus haut, la Commission souhaite imposer la mise en œuvre du principe *comply or explain* dans

chaque État membre, en référence à un code national. Certes, le calendrier législatif de ce projet n'est guère précipité : la Commission ne proposera probablement pas le texte de la directive correspondante avant la fin de 2004 ou le début de 2005, et l'on peut anticiper de longs mois (voire plusieurs années) de discussions avant que cette directive soit votée, à quoi s'ajoutera la durée de transposition dans le droit national de chaque État membre. Néanmoins, le débat européen qui se poursuivra pendant toute cette période pourra avoir quelques incidences sur les réformes éventuellement envisagées en France.

Quelles règles et quel contrôle ?

Si la France adopte une démarche comparable à l'initiative britannique du comité Cadbury de 1992, de nombreuses questions se poseront sur les modalités à retenir. Comme dans l'analyse développée plus haut à propos des rapports du Medef et de l'Afep, ces questions se concentrent autour de deux thèmes : la légitimité du « code national de gouvernement d'entreprise », qui serait appréciée notamment au regard de l'identité des personnes ou des institutions en charge de le préparer ; et, d'autre part, la nature des mécanismes de suivi mis en place pour la mise en œuvre du principe *comply or explain*.

1. Dans l'élaboration d'un code de règles ayant vocation à se voir reconnaître officiellement un statut de référence, il semble difficilement envisageable de s'en tenir au point de vue des seuls émetteurs, comme cela fut le cas pour les rapports Viénot et Bouton, même si ces derniers constituent une précieuse base de départ. Afin d'acquérir une légitimité suffisante, les règles soumises à l'application du principe *comply or explain* devraient logiquement émaner d'une représentation équilibrée de l'ensemble des participants du marché. En particulier, les intervenants des investisseurs ou, pour reprendre l'expression désormais consacrée, du « *buy side* », devraient être

parties prenantes à la préparation du « code national » : on peut citer ici l'AFG, la profession de l'assurance (déjà présente dans le comité Bouton), les organismes de retraite et des représentants de fonds. Cette représentation du « côté de l'investissement » n'est traditionnellement pas très développée en France mais sa montée en puissance serait une composante importante du dynamisme de la place financière nationale¹². Il va de soi que la constitution éventuelle d'organismes collectifs de gestion de l'épargne retraite, qu'ils soient ou non désignés sous le nom de « fonds de pension », serait un élément supplémentaire du renforcement de la présence du *buy side* dans les débats français.

Les intermédiaires de marché, les entreprises de marché présentes en France (essentiellement Euronext à l'heure actuelle) et les représentants des métiers comptables et juridiques devraient également jouer un rôle dans un tel processus, ainsi que les administrateurs eux-mêmes, désormais représentés collectivement par l'Institut Français des Administrateurs, récemment créé¹³. L'association d'universitaires faisant référence dans la recherche en droit ou en finance d'entreprise, courante dans certains pays étrangers, pourrait également contribuer positivement à l'autorité des préconisations formulées dans un tel cadre.

2. En ce qui concerne le suivi de la mise en œuvre, plusieurs options se présentent également.

Il pourrait être assuré par les pouvoirs publics, vraisemblablement à travers l'Autorité des marchés financiers (AMF) – comme c'est le cas par exemple en Grande-Bretagne, où la *Financial Services Authority* est la garante de la bonne mise en application des *Listing Rules*. Cette option ne s'inscrirait pas forcément facilement dans la tradition administrative française, qui laisse d'ordinaire assez peu de place aux jugements d'opportunité dans les méthodes de travail des régulateurs publics. En d'autres termes, il est possible que l'AMF fasse prévaloir une vision relativement étroite du principe *comply or explain*, et que celui-ci se transforme graduellement en « *comply or comply* », ce qui priverait alors la démarche du « code » de ses avantages spécifiques. Nonobstant ce

risque, le contrôle par l'AMF apparaît clairement comme l'une des options à envisager.

Une autre alternative, non dépourvue d'intérêt, consisterait à faire assurer le suivi de la mise en œuvre du « code national » par une organisation privée représentant l'ensemble des participants du marché, dont la légitimité serait reconnue par les autorités publiques. Une telle forme d'autorégulation serait assez novatrice dans le contexte français ; si elle était entreprise avec succès, la crédibilité et l'attractivité de la place financière de Paris en seraient probablement renforcées.

On pourrait ainsi imaginer que le comité chargé d'élaborer le code – et dont nous avons vu qu'il devrait représenter la diversité des participants du marché –, revête un caractère permanent et s'assure année après année de la bonne mise en œuvre de ses en fonction des évolutions de l'environnement. Son autorité serait naturellement d'autant plus forte que la légitimité et l'aura individuelles de ses membres seraient élevées.

Le défi européen

L'une des difficultés posées par les différentes approches brièvement décrites dans ces lignes est leur inscription dans un cadre national français, alors même que les marchés de capitaux tendent à s'intégrer rapidement à travers l'ensemble du continent européen. L'adoption de la monnaie unique, les modifications structurelles de l'industrie financière ainsi que, dans une certaine mesure, l'effet des initiatives législatives de l'Union européenne affaiblissent graduellement la pertinence de la notion de « place » financière nationale.

La mobilité géographique des grandes sociétés dans l'Union européenne est appelée à se renforcer progressivement. Les bourses de valeurs ont déjà cessé d'être strictement nationales : Euronext, dans son périmètre actuel, résulte de la fusion de quatre bourses nationales continentales et d'un marché à

terme britannique (Liffe) ; la consolidation du secteur connaîtra probablement de nouvelles étapes dans les années à venir. Par ailleurs, les entraves à la liberté transfrontalière d'établissement tendent à s'amenuiser avec le temps ; les entreprises seront de plus en plus amenées à choisir leur pays d'immatriculation en fonction de considérations juridiques et fiscales plutôt que de leur lieu d'origine. Déjà, EADS et STMicroelectronics, deux valeurs phares de la cote « française », sont des sociétés de droit néerlandais ; on peut imaginer que d'ici quelques décennies l'Europe connaisse une situation similaire à celle des États-Unis, où la corrélation entre État d'origine et lieu d'immatriculation est faible, puisqu'une proportion importante des grands groupes américains est enregistrée dans le minuscule État du Delaware. En d'autres termes, la nationalité des entreprises européennes et de leur place de cotation deviendra à l'avenir une notion de plus en plus floue.

L'effacement des frontières nationales est plus avancé encore en ce qui concerne le *buy side* : la part de l'actionariat étranger dans les grandes sociétés françaises a considérablement augmenté ; par ailleurs les principaux investisseurs institutionnels français engagent aujourd'hui une part importante de leurs fonds en valeurs « étrangères ». Une représentation du *buy side* « national » telle qu'évoquée plus haut, associant l'AFG et les autres grands acteurs français du secteur, ne pourrait couvrir par construction qu'une part limitée de l'actionariat des entreprises considérées comme françaises.

Faut-il alors abandonner l'idée d'une démarche nationale en matière de gouvernement d'entreprise et transférer l'ensemble du débat à l'échelon européen ? Une telle attitude serait aujourd'hui prématurée. Les droits nationaux conservent entre eux des différences très fortes : par exemple, la codétermination inscrite dans le droit des sociétés en Allemagne et dans d'autres pays du nord de l'Europe a des incidences significatives sur la nature et les modalités du gouvernement d'entreprise. Les perceptions culturelles sont également encore marquées par des différences fortes d'un pays à l'autre. Dans l'état actuel, l'objectif proposé par la Commission européenne, qui consiste

à appliquer un code de gouvernement d'entreprise dans chacun des États membres de l'Union, apparaît à ce jour plus réaliste que l'idée d'un code européen valable pour toutes les sociétés cotées du continent.

Une coordination plus forte semble en revanche nécessaire dans l'implication des pouvoirs publics. Le caractère encore essentiellement national de la régulation boursière en Europe représente en effet de plus en plus souvent un obstacle à l'efficacité de cette régulation et à son potentiel de *leadership* vis-à-vis des marchés de capitaux et des comportements des sociétés cotées. La démarche actuelle de coordination des régulateurs boursiers nationaux en Europe (« processus Lamfalussy ») a conduit à la formation d'une structure de coordination des régulateurs nationaux, le CESR (*Committee of European Securities Regulators*), et à des premiers efforts d'harmonisation des règles appliquées aux émetteurs et autres participants des marchés. Toutefois, il n'est pas assuré que cette démarche de coordination soit suffisante face à la complexité des enjeux et à la rapidité de l'interpénétration des marchés¹⁴. À terme, une régulation boursière européenne plus intégrée pourrait avoir un impact significatif sur l'évolution des règles du jeu en matière de gouvernement d'entreprise.

En tout état de cause, il paraît aujourd'hui probable que ce débat institutionnel s'oriente en Europe vers la généralisation de l'approche « *comply or explain* » à tous les pays de l'Union et notamment à la France. L'effort de coordination des initiatives nationales pourrait peu à peu être pris en charge par les structures émergentes de la régulation boursière au niveau communautaire, aujourd'hui le CESR et peut-être demain un embryon de régulateur boursier européen.

Notes

1. « *The directors of such companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own... Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less in the management of the affairs of such a company* ».

2. Parmi les nombreuses études consacrées à l'observation de cette différence, les travaux de Marco Becht et Fabrizio Barca (The Control of Corporate Europe, Oxford University Press, 2001) sont parmi les plus souvent cités.
3. Voir A. Dolbeau, « L'évolution du droit des sociétés depuis la guerre », in Rev. sociétés, novembre 1938, p. 349. Cité par Pierre-Henri Conac dans « La dissociation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général des sociétés anonymes selon la loi relative aux nouvelles régulations économiques », in Droit 21, 2001.
4. Voir Weil, Gotshal & Manges, Comparative Study Of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union And Its Member States, Janvier 2002.
5. Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen, « Modernisation du droit des sociétés et renforcement du gouvernement d'entreprise dans l'Union européenne – un plan pour avancer », 21 mai 2003.
6. Disponible sur le site www.afg.asso.fr
7. Mieux gouverner l'entreprise, rapport du groupe de travail présidé par Laurent Menière (rapporteur : Laurent Blivet), Institut Montaigne, mars 2003.
8. Dans les autres pays européens ayant adopté le principe comply or explain, le comité Cadbury a servi de référence générale avec quelques variations. En Allemagne par exemple, le comité Cromme rassemble treize membres, dont six représentants d'émetteurs (trois grands groupes industriels, une jeune société de biotechnologie et deux groupes du secteur financier : Deutsche Bank et Allianz), un représentant de la bourse de Francfort, un représentant d'une entreprise de gestion (filiale de la Deutsche Bank), un expert comptable, deux universitaires, un représentant d'actionnaires minoritaires et un syndicaliste.
9. Voir Korn Ferry International, « Gouvernement d'entreprise en France en 2002 », décembre 2002. Cette enquête annuelle est le principal outil publiquement disponible, outre l'information donnée individuellement par chaque société, pour mesurer la mise en œuvre des recommandations des rapports Viénot et Bouton ainsi que d'autres évolutions du gouvernement d'entreprise dans les plus grandes sociétés cotées françaises.
10. « French capitalism – Everyone talks of independent board members and shareholder activism but no one believes it » (« Capitalisme français : tout le monde parle d'administrateurs indépendants et d'activisme actionnarial, mais personne n'y croit »), titrait le Financial Times dans une enquête consacrée au gouvernement d'entreprise en France dans son édition du 24 avril 2003.
6. Voir DWS Corporate Governance Survey, septembre 2002, et Les Échos, édition du 20 septembre 2002.
7. De fait, les investisseurs institutionnels français tendent depuis quelques années à jouer un rôle plus actif dans le gouvernement des entreprises cotées. Voir Pierre Bollon, « Bien gérer, c'est aussi bien voter », in Revue d'Économie financière, n° 63, novembre 2001.
8. Voir www.ifa-asso.com.
9. Voir Nicolas Véron, « Un gouvernail pour le capitalisme européen ? », in Commentaire, n° 101, printemps 2003, et Gérard Hertig et Ruben Lee, "Four Predictions about the Future of EU Securities Regulation", janvier 2003 (voir site http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=376720).

LA GOUVERNANCE EST-ELLE UN PROBLÈME POUR LES MUTUELLES ?

Patrick Peugeot

Président-directeur général, La Mondiale

Les mutuelles d'assurances présentent des structures très variées en fonction de leurs traditions, du mode de recrutement des sociétaires ou de leur origine professionnelle. Leurs statuts ont connu une évolution constante, liée à leur développement comme à l'influence des réglementations communes à toutes les entreprises. Que ce soit au niveau de l'assemblée générale, du conseil d'administration ou du directeur, les esprits changent et des études sont en cours dans les différentes organisations professionnelles (FFSAM, Roam, Gema), pour réexaminer les questions posées par la nouvelle loi de sécurité financière. Les mutuelles évoluent plutôt bien, mais ne savent guère le faire savoir.

Par rapport aux sociétés anonymes, les mutuelles d'assurances se distinguent principalement en termes de gouvernance et, à s'en tenir strictement à la lettre des textes, par la composition et le fonctionnement des assemblées générales : les membres de ces assemblées sont les sociétaires titulaires de contrats en vigueur, ou, le plus souvent, dès qu'ils atteignent un certain nombre, les délégués qu'ils ont élus pour les représenter groupement par groupement, ou région par région¹. La construction des pouvoirs est ensuite formellement la même : l'assemblée générale élit un conseil d'administration qui désigne un directeur.

Une telle affirmation ne résout cependant pas la question car les modes de fonctionnement sont aussi nombreux que les mutuelles. À la tradition issue de mouvements philosophiques ou religieux, souvent très anciens (plusieurs mutuelles ont déjà fêté leur cent cinquantième anniversaire !) s'est ajoutée une volonté plus affirmée de rechercher une expression aussi authentique que possible de l'intérêt des sociétaires. Ainsi certaines mutuelles ont-elles conservé des organisations locales très actives, fonctionnant suivant

un système fédéral ou même confédéral, afin de veiller à l'écoute des observations et des souhaits des assurés depuis la base. D'autres, au contraire, considèrent que, à partir du moment où les assurés ont adhéré par l'intermédiaire d'organisations, professionnelles ou syndicales, il est légitime que ces dernières aient un rôle déterminant dans le fonctionnement des structures dont elles ont choisi de promouvoir les services. D'autres, enfin, ont privilégié un mode cooptatif pour s'assurer de la compétence et de la représentativité des membres des conseils d'administration chargés de contrôler le bon fonctionnement des mutuelles, cooptation bien entendu soumise à la validation des assemblées générales. On pourrait ainsi multiplier les exemples de différenciation entre les mutuelles.

Toutes ces formules ont cependant un point commun : dans les mutuelles, le pouvoir et la responsabilité sont, pour l'essentiel, entre les mains du directeur, depuis peu dénommé, dans quelques firmes importantes, directeur général. Si elle se pose, la question de la gouvernance ne concerne donc que le contrôle exercé par les conseils d'administration sur les organes exécutifs.

C'est à ce niveau que la diversité constatée, autant que quelques incidents survenus en 2002, a conduit les autorités de tutelle à s'interroger sur l'opportunité d'un réexamen du cadre réglementaire des mutuelles d'assurances.

Des réflexions ont été engagées à ce sujet et devraient déboucher sur des échanges avec la direction du Trésor. C'est pourquoi il serait très audacieux d'anticiper sur le résultat de ces travaux ; aujourd'hui, seul un bref inventaire des principales questions posées semble utile pour situer le débat.

Il est un thème connu qu'aiment à développer certains commentateurs mal informés : les mutuelles sont entre les mains de leurs directeurs qui ne sont soumis à aucun contrôle, notamment pas à celui du marché, comme le sont les dirigeants des sociétés anonymes. L'assemblée générale est en effet issue des votes des sociétaires, donc des assurés, alors que dans la société anonyme, elle est constituée par les actionnaires qui délèguent leur vote à des intermédiaires, comme les banques ou les fonds d'investissements. Ceux-ci ne peuvent au contraire intervenir dans le vote des sociétaires qui, dans la plupart des mutuelles, se prononcent par correspondance. Ces assemblées élisent des conseils dont l'expérience montre qu'ils contrôlent effectivement et efficacement les directeurs qu'ils désignent.

Comment mesurer le bon fonctionnement de ces structures ?

Une première mesure de la qualité de la gouvernance est la participation des sociétaires aux votes. Dans les mutuelles représentées par des délégués à l'assemblée générale, le renouvellement de ceux-ci intervient en général tous les trois ans ; il est précédé d'une procédure d'appel à candidature. Il existe donc deux critères : le nombre de candidats aux élections des délégués et le nombre de sociétaires votant pour élire ces délégués.

Dans la liste soumise au vote des sociétaires – quand il n'y a pas, en amont, une procédure de contrôle de la conformité des candidatures aux règles statutaires –, le nombre des candidats ne peut être supérieur à trois à quatre fois, au maximum, le nombre de postes de délégués à élire. Ce nombre est en général atteint, ce qui prouve qu'il y a bien, chez les sociétaires de nombreuses mutuelles, une large volonté de participation à la vie de leur mutuelle.

En ce qui concerne le nombre des participants au vote pour les délégués, l'écart entre les mutuelles est important bien qu'il n'y ait pas de statistiques sur le sujet. On sait seulement que le pourcentage varie entre environ 30 % – dans les très grandes mutuelles surtout – et près de 50 % dans certaines mutuelles professionnelles. Il est difficile de porter un jugement sur ces chiffres, sinon qu'ils posent souvent problème quand il s'agit de changer des dispositions statutaires : trois convocations successives sont parfois nécessaires pour atteindre le quorum, ce qui, en soit, constitue une garantie satisfaisante car les décisions à prendre sont autant de fois rappelées aux sociétaires avant décision finale.

Si on veut comparer ces votes à ceux qui ont lieu dans les assemblées générales d'actionnaires, il faudrait tenir compte du nombre de pouvoirs que les actionnaires délèguent à leur banque ou au conservateur de leurs titres. Il n'est pas certain que si ces derniers n'étaient pas retenus dans le décompte, on obtiendrait un chiffre très supérieur à celui qui est observé dans les mutuelles et, de toute façon, il ne faudrait retenir que le nombre d'actionnaires qui votent directement et non pas, comme cela est présenté en assemblée générale, le nombre d'actions représentées. On est, en effet, dans deux mondes où les origines de la légitimité sont bien différentes : dans un cas, la légitimité provient du capital engagé quel qu'en soit le montant (sauf lorsque des dispositions limitent le nombre de votes que peut émettre un seul actionnaire, ce qui est souvent aisément contournable) ; dans l'autre, elle découle de l'adhésion d'un sociétaire à un système de couverture autant qu'à un mode de gouvernance, dominé par le principe « un sociétaire, une voix ».

À ce niveau de la gouvernance, on peut considérer que le fonctionnement des mutuelles d'assurances, surtout depuis la création des délégués, est satisfaisant en soi comme en comparaison avec les sociétés anonymes.

Les assemblées générales, une fois constituées, approuvent un certain nombre d'actes, élisent les conseils d'administration et choisissent les commissaires aux comptes. Le choix des administrateurs est clairement leur principale responsabilité.

Contrairement aux assemblées d'actionnaires, les assemblées de sociétaires ne sont pas organisées autour des plus importants d'entre eux ; mais assez naturellement, elles cherchent à reproduire, au niveau du conseil d'administration, les caractéristiques principales de leur sociétariat. Cela n'est pas, en général, écrit dans les statuts, sauf dans ceux de certaines mutuelles professionnelles ou de celles dans lesquelles des organisations jouent un rôle primordial dans le recrutement des sociétaires et proposent à l'assemblée des candidats au conseil, qui sont en général élus. Le plus fréquemment, c'est le conseil qui propose des candidats pour construire en son sein un ensemble cohérent de personnalités mêlant compétences et représentativité.

Il a été suggéré, au niveau européen, de rendre le système de la cooptation suffisant en soi, en ne le soumettant qu'à la condition que moins de 40 % expriment leur opposition avant l'assemblée générale.

Cette solution n'est peut-être pas la meilleure car il est préférable que chaque administrateur tire sa légitimité d'un vote explicite de l'assemblée générale, même si celui-ci exprime souvent la validation d'une cooptation préalable du conseil. Cependant, il faut reconnaître que ce système est utilisé depuis longtemps en Allemagne et que, dans différents pays, il existe des formules comparables. Le principe de son adoption, par option, dans les statuts de la mutuelle européenne n'est donc pas inacceptable, comme certains voudraient le faire croire.

Se pose aussi la question, aujourd'hui très en vogue, de la désignation d'un nombre minimal d'administrateurs dits indépendants. Cela n'a guère plus de sens pour une mutuelle que pour une

société anonyme. Par exemple, exiger que certains administrateurs n'aient aucun lien commercial avec la société est contradictoire avec le principe mutualiste suivant lequel, au contraire, ne peuvent être administrateurs que des sociétaires, c'est-à-dire des souscripteurs de contrats émis par la mutuelle. Bien entendu, ce principe doit être examiné avec précaution car il ne faudrait pas en conclure que la mutuelle doit accepter, en contradiction avec sa politique de souscription, tous les risques présentés par un administrateur, au motif qu'il ne pourrait plus siéger parce qu'il ne serait plus sociétaire, si son risque n'était plus accepté. Assurément, c'est le contraire qu'il faut vérifier, comme y invite la nouvelle réglementation : un administrateur doit être sociétaire, mais il ne faut pas qu'il bénéficie de conditions plus privilégiées que celles, par exemple, accordées au personnel (en général, l'exonération des coûts d'acquisition) et, si son risque n'est vraiment pas en accord avec la politique de souscription, il doit démissionner.

Mais le concept d'administrateur indépendant entraîne dans l'esprit de certains d'autres conséquences : celui-ci ne doit pas tirer un avantage direct des résultats de la société au conseil de laquelle il participe. C'est la raison pour laquelle des actionnaires importants ne sont pas reconnus comme administrateurs indépendants. De même, il ne doit pas avoir été élu au conseil plus d'un certain nombre de fois pour éviter une trop forte influence du management. Si les mutuelles ne sont pas concernées par le premier cas, elles le sont en revanche par le second ; pour beaucoup d'entre elles, la stabilité du conseil est un facteur de réussite, tant la technicité des débats exige la bonne connaissance des rouages de l'entreprise, de ses activités, du mode de description comptable et des bases des principales décisions qui sont soumises aux administrateurs. D'autres considérations conduisent à reconnaître que le concept d'administrateur indépendant n'est pas adapté au cas des mutuelles.

L'intérêt principal qui guide les conseils dans le choix de leurs administrateurs est l'apport que ceux-ci peuvent représenter pour la mutuelle grâce à leurs compétences, à leur notoriété, à leurs capacités

d'intervention comme à leur connaissance de la mutuelle, aux sociétaires qu'ils ont pu animer et à leur adhésion aux objectifs mutualistes. C'est pourquoi il est normal qu'une procédure de vérification ou de validation des candidatures permette de garantir aux sociétaires que les noms qui leur sont soumis ont été préalablement analysés en détail et appréciés à partir des critères propres à la mutuelle. Qu'il s'agisse d'un comité des sages, élu par l'assemblée générale ou d'un comité désigné par le conseil, l'important est que sa composition soit reconnue pour donner les garanties recherchées.

Un projet envisage de demander à chaque candidat administrateur de se présenter devant l'assemblée générale avec une brève déclaration exprimant ses intentions ; les difficultés pratiques pourraient être surmontées par des procédures écrites. Selon le même projet, il serait demandé aux administrateurs renouvelables de rendre compte de leur mandat avant d'être réélus. Cette démarche traduit la volonté des mutualistes de donner une base aussi solide que possible à la désignation de leurs administrateurs.

Il n'est pas concevable que des administrateurs se voient confier certaines missions et soient rémunérés à ce titre, comme s'il s'agissait d'un emploi à plein temps ; cependant, il est reconnu qu'ils peuvent recevoir du conseil une délégation pour exercer des responsabilités particulières aux côtés du président et être rémunérés à ce titre ; encore ne peuvent-ils être impliqués dans une démarche commerciale, à l'achat ou à la vente, s'ils devaient être rémunérés à ce titre ; cela apparaît particulièrement vrai quand il s'agit par exemple de négocier les contrats de réassurance couvrant la mutuelle. Ce point est essentiel, mais il n'est pas propre aux mutuelles, les mêmes exigences concernant les sociétés anonymes.

Le directeur, quant à lui, est désigné par le conseil et les textes, encore récemment révisés, prévoient la possibilité qu'il soit en même temps président. C'est le cas dans un grand nombre de mutuelles, mais dans d'autres, notamment les plus importantes, le collège des administrateurs élus choisit le président en son sein et le directeur n'en est jamais issu.

Il n'y a guère eu jusqu'ici de mise en cause des pouvoirs attribués au directeur, mais on constate que, de plus en plus, les conseils interviennent en amont de leurs décisions, soit directement par une délibération expresse, soit indirectement par l'intermédiaire d'un comité spécialisé ou non.

C'est probablement dans ce domaine que les idées de bonne gouvernance ont eu le plus d'influence dans les mutuelles : il est apparu nécessaire d'entourer certaines décisions d'une consultation explicite des administrateurs afin de leur permettre de vérifier que la ligne politique qu'ils ont arrêtée est bien appliquée, et sans qu'aucune réglementation ne les y oblige.

De plus, selon une démarche identique à celle des sociétés anonymes, les conseils d'administration de mutuelles se sont dotés de comités des comptes, de comités d'audit ainsi que de comités des placements ou des rémunérations.

Conclusion

En attendant les conclusions des travaux engagés, il n'y a guère de reproches à faire aux mutuelles sur leur mode de gouvernance ; elles s'en sont préoccupées depuis longtemps dans leurs différentes organisations, que ce soit au niveau national ou européen. Elles ont déjà introduit, pour la plupart, des modifications opportunes dans leur fonctionnement. Il faut espérer que si d'autres réformes leur sont proposées, elles le seront sans parti pris, ni idées préconçues, car si les mutuelles ont pêché, c'est moins par défense excessive de leurs structures actuelles, que par manque de communication sur leurs réalisations dans le domaine de la gouvernance.

Note

1. Au siècle dernier, beaucoup de mutuelles avaient constitué leur assemblée générale avec les 40 ou 50 principaux sociétaires, ceux qui payaient les plus grosses cotisations. Cela concernait surtout les mutuelles départementales, créées sous le second Empire pour mutualiser le risque incendie. Ce système censitaire a disparu, mais il est resté dans quelques mutuelles régionales une référence non écrite aux principaux assurés en terme de risque.

LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE DES INTERMÉDIAIRES FINANCIERS

Jean-Charles Rochet

*Professeur, Idei, université des sciences sociales
et école supérieure de commerce, Toulouse*

L'ampleur des crises bancaires et financières qui ont affecté plusieurs régions du monde au cours des vingt-cinq dernières années a amené les pouvoirs publics de nombreux pays à repenser l'organisation des systèmes de réglementation prudentielle. Ces réformes essaient notamment de tenir compte de la spécificité des intermédiaires financiers du point de vue de la gouvernance d'entreprise. Après avoir analysé les principales causes de faillite d'établissements financiers, nous montrons que les réformes projetées sont insuffisantes. Le principal problème vient du maintien de la dépendance des organismes de supervision vis-à-vis des pouvoirs politiques.

Un grand nombre de pays ont connu des crises bancaires et financières retentissantes depuis un quart de siècle. Plusieurs études (voir notamment Lindgren *et al.*, 1996) ont ainsi montré que les secteurs bancaires de 130 des 180 pays membres du FMI avaient connu des problèmes sérieux (avec la faillite ou le sauvetage forcé par l'État de grands établissements comme Continental Illinois aux États-Unis, Banco de Napoli en Italie ou le Crédit Lyonnais en France) ou des crises généralisées (comme les pays scandinaves, la Russie ou le Japon). Un certain nombre de sociétés d'assurances de taille importante (Europavie et le Gan en France, Equitable et Independent en Grande-Bretagne, HIH en Australie) ont également fait faillite ou connu de sérieuses difficultés¹.

Ces événements ont remis en cause les systèmes de réglementation prudentielle mis en place pour limiter le risque de faillite des intermédiaires financiers. C'est

ainsi que les États-Unis ont profondément réformé leurs systèmes prudeniels dans les secteurs bancaires (avec le *Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act* de 1991) et de l'assurance (avec notamment l'instauration d'une réglementation de la solvabilité basée sur le *Risk Based Capital*, ainsi que la mise en place du système *Financial Analysis and Surveillance Tracking*, visant à détecter à l'avance les sociétés d'assurances en difficulté). De même, le comité de Bâle sur la supervision bancaire a lancé une réforme de fond de son système de réglementation prudentielle, censée s'appuyer sur trois « piliers » : un ratio de solvabilité extrêmement sophistiqué, une supervision plus active et la discipline de marché. Dans le domaine de l'assurance, la Commission européenne a également mis à l'étude une seconde directive (appelée Solvency II) pour compléter les dispositions de la précédente sur le calcul des marges de solvabilité. Enfin, plusieurs pays, dont la Grande-Bretagne, ont réformé l'organisation de leurs systèmes

prudentiels en créant une autorité unique de contrôle de l'ensemble des activités d'assurance, bancaires et financières : le *Financial Services Authority*.

qu'un assureur est en situation de détresse financière, et cela avant que les problèmes ne deviennent trop importants.

Les faillites d'établissements bancaires

De nombreux épisodes de faillites ou quasi-faillites d'établissements financiers ont au moins permis de mieux comprendre les principales insuffisances du gouvernement d'entreprise des intermédiaires financiers. J'ai analysé par exemple en 2003 (voir bibliographie) les épisodes bien connus des banques Barings (1995), Daiwa (1990) et Sumitomo (1996) : dans ces trois cas, les opérations frauduleuses d'un seul *trader* indélicat (cherchant à camoufler des pertes antérieures) ont conduit à des pertes supérieures à 1 milliard de dollars². Howard Davies, l'ex-président du FSA britannique (voir Davies, 2003) s'intéresse quant à lui à 21 cas de faillites de sociétés d'assurances européennes entre 1996 et 2001 et classifie leurs problèmes de gouvernance d'entreprise en quatre catégories :

- l'incompétence (par exemple lorsque l'entreprise s'aventure en dehors de son domaine d'expertise) ;
- la prise de risque excessive par les dirigeants ;
- la pression excessive des actionnaires principaux pour une rentabilité de court terme ;
- la malhonnêteté.

Plantin et Rochet (2004), en analysant en détail les faillites ou quasi-faillites des quatre assureurs français et britanniques cités plus haut, montrent que les detresses financières d'assureurs résultent principalement de deux causes ayant tendance à se renforcer mutuellement : la sous-capitalisation et la prise de risque excessive par les dirigeants. Ils concluent par la nécessité d'une intervention rapide et énergique des superviseurs chaque fois

Les insuffisances de ces réformes

Les réformes projetées des systèmes de réglementation prudentielle ne sont pas dénuées de mérite. Par exemple, le processus de négociation entre le Comité de Bâle et la profession bancaire qui a accompagné la réforme des accords de Bâle a au moins permis de sensibiliser les établissements bancaires à la nécessité de disposer de systèmes internes de mesure et de gestion du risque satisfaisant un certain nombre de critères minimaux. Symétriquement, il a fait comprendre au régulateur la complexité du problème de gestion des risques dans les grands établissements financiers en attirant son attention sur un certain nombre de dimensions qu'il avait plus ou moins négligées auparavant : la mesure du risque de crédit, la prise en compte du risque de taux et du risque opérationnel...

Pourtant, la direction prise par le Comité de Bâle en réponse à ces préoccupations est très probablement mauvaise. Il a voulu instaurer un ratio prudentiel extrêmement complexe tout en autorisant les grands établissements à utiliser leurs propres systèmes internes, et surtout en laissant aux superviseurs de chaque pays toute latitude dans leurs interventions. Or, la cause principale des faillites spectaculaires de ces dernières années n'est pas le manque de sophistication des instruments régulateurs mais le manque d'intervention des autorités de contrôle, la plupart du temps soumises à la pression des pouvoirs politiques. Cela étant, le but des systèmes de réglementation prudentielle n'est certainement pas d'aboutir à l'absence de faillites d'intermédiaires financiers. Comme dans les autres secteurs économiques, les faillites sont un mécanisme

fondamental qui permet de sanctionner les erreurs des dirigeants et de réallouer le capital aux entreprises bien gérées. L'objectif de ces systèmes est au contraire de détecter assez tôt la détresse des établissements financiers pour pouvoir la gérer au mieux, en adoptant les mesures nécessaires pour sauvegarder l'entreprise lorsqu'elle est viable économiquement, ou la liquider au moindre coût dans le cas contraire.

L'indépendance nécessaire des organismes de supervision

Deux raisons principales empêchent ces organismes d'intervenir assez tôt lorsqu'un établissement financier présente des signes de détresse : d'une part les superviseurs craignent de se voir reprocher les insuffisances antérieures de leur contrôle, d'autre part ils subissent le plus souvent les pressions des pouvoirs politiques qui les poussent en général à renflouer discrètement l'établissement en difficulté au moyen de fonds publics. C'est particulièrement clair dans le domaine bancaire, où la Banque Centrale sert souvent de prêteur en dernier ressort à des établissements techniquement insolubles. Goodhart et Schoenmaker (1995) ont ainsi étudié un échantillon de 104 banques en faillite dans plus de 40 pays au cours des années 1980 : seulement 31 de ces banques ont été finalement liquidées, les autres ayant été maintenues en activité grâce à des injections de fonds publics.

Il ne sert à rien de rendre les instruments de régulation de plus en plus complexes si parallèlement on ne réforme pas les autorités de supervision en leur

donnant une mission claire et vérifiable a posteriori, et surtout en les rendant véritablement indépendantes des pouvoirs politiques. Les problèmes de gouvernance d'entreprise des établissements financiers ne pourront être résolus que si l'on élimine au préalable toute forme de pression politique sur les autorités de contrôle prudentiel.

Notes

1. Parallèlement, quelques épisodes spectaculaires de débâcle d'entreprises non financières (comme Enron et Worldcom aux États-Unis, Vivendi Universal et Alstom en France) ont amené les pouvoirs publics de plusieurs pays à légiférer pour améliorer la gouvernance de l'ensemble des entreprises (avec notamment la loi Sarbanes-Oxley aux États-Unis). Nous nous concentrons ici sur les problèmes spécifiques des intermédiaires financiers.

2. Plus précisément, 1,4 milliard dans le cas de la Barings, 1,1 milliard pour Daiwa, 1,8 milliard pour Sumitomo.

Bibliographie

DAVIES H., « *Corporate Governance in Financial Institutions* », discours prononcé à la Conférence du FMI le 2 juin 2003, Berlin, *Economic Review*.

Federal Reserve Bank of New York, *Corporate Governance : What Do We Know And What Is Different About Banks ?*, numéro special, 9, 2003.

GOODHART C., SCHOENMAKER D., « Institutional Separation Between Supervisory and Monetary Agencies », in *FMG Special Paper*, London School of Economics, 1995.

LINDGREN C., GARCIA G., SEAL M., *Bank Soundness and Macroeconomic Policy*, FMI, Washington DC, 1996.

PLANTIN G., ROCHET J.C., *When Insurers Go Bust*, Oxford University Press, 2004 (à paraître).

ROCHET J.C., « Why Are There So Many Banking Crises ? », in *Cesifo Economic Studies*, 49, 2, 2003, p. 141-156.

GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ET BIEN-ÊTRE SOCIAL

Thomas Philippon

Professeur de finance, New York University, Stern School of Business

Comment concilier valeur pour l'actionnaire et bien-être social ? Cette question est au cœur du débat sur la gouvernance d'entreprise. Pour y apporter une réponse satisfaisante, l'analyse doit prendre en compte non seulement la transparence des informations financières, mais aussi la compétition sur les marchés des biens et services, ainsi que la tension entre protection des salariés et valeur pour l'actionnaire.

Le débat sur la gouvernance d'entreprise est souvent réduit à la question de la protection des actionnaires. Dans les quelques cas où la discussion prend en compte le problème des salariés et des clients, le niveau d'analyse reste celui de l'entreprise, isolée du reste de l'économie. Ces deux limitations tendent à masquer les questions les plus intéressantes. Comment, en effet, concilier valeur pour l'actionnaire et bien-être de la société dans son ensemble ? Les entreprises doivent-elles se préoccuper exclusivement de produire de la valeur pour l'actionnaire ? Est-ce d'ailleurs souhaitable pour les actionnaires à long terme ? Devons-nous encourager la participation des salariés aux décisions stratégiques ? Faut-il forcer les entreprises à prendre en compte d'autres intérêts que ceux des actionnaires ? Quel est l'impact de la globalisation des marchés financiers et des échanges commerciaux sur l'efficacité des différents modes de gouvernance d'entreprise ?

En réalité, il n'existe pas un seul problème de gouvernance d'entreprise, mais deux. Premièrement, il ne faut pas oublier qu'assigner aux entreprises l'objectif exclusif de produire de la valeur pour l'actionnaire est un choix, non une fatalité. Ce choix doit être justifié. Le second problème concerne la mise en œuvre : en supposant que l'on choisisse de

favoriser la valeur pour l'actionnaire, comment peut-on atteindre cet objectif ?

De même, il y a deux niveaux d'analyse : celui de l'entreprise, et celui de la société dans laquelle elle évolue. On ne peut passer sous silence les situations où valeur pour l'actionnaire et bien-être de la société ne coïncident pas. Dans ce contexte, il semble opportun de présenter le débat en termes de choix d'objectif et de mise en œuvre, d'abord en ce qui concerne l'entreprise, et ensuite du point de vue de la société.

La théorie économique nous renseigne sur l'origine des conflits entre bien-être de la société et valeur pour l'actionnaire. Plus précisément, elle montre qu'il n'y a pas de conflit si les marchés sont compétitifs, si l'information est librement accessible à tous et si les investisseurs sont rationnels. Nul ne prétend qu'il s'agisse là d'une vision réaliste du monde, mais cette approche met en relief les raisons pour lesquelles il importe de se soucier de la gouvernance des entreprises, à savoir le pouvoir de monopole des entreprises, la plus grande information des dirigeants par rapport aux investisseurs et le manque de rationalité de certains investisseurs. De plus, ces trois mécanismes revêtent des importances différentes selon que l'on place l'analyse au niveau de l'entreprise ou au niveau de la société.

L'entreprise et ses actionnaires

N'y a-t-il pas un conflit entre valeur à long terme et valeur de court terme si les actionnaires ont un horizon limité ? La valeur pour l'actionnaire prend-elle en compte l'importance du capital humain des employés ?

Si les investisseurs sont rationnels et informés, les conflits entre long terme et court terme sont limités : même si un actionnaire pense revendre ses actions dans un an, le prix de l'action à cette date reflétera les anticipations des acheteurs potentiels sur la santé de l'entreprise dans un futur plus lointain, et ainsi de suite. Il y a là une distinction importante : la production de valeur pour l'actionnaire est très différente de la production de profit maximal à court terme. Pour l'entreprise, cela se traduit en pratique par un investissement en recherche et développement et dans la formation de ses employés. C'est précisément parce que le prix d'une action reflète les anticipations des investisseurs qu'il se révèle utile et peut servir de guide aux dirigeants.

Si l'on peut raisonnablement penser que le concept de valeur pour l'actionnaire est un bon objectif pour l'entreprise, sa mise en œuvre n'en demeure pas moins délicate et requiert souvent un subtil équilibre des pouvoirs. Par exemple, les entreprises dont la valeur repose surtout sur le capital humain ou sur la recherche et développement tendent à opérer avec un niveau de dette peu élevé, car elles se savent particulièrement vulnérables en cas de faillite. Il est également apparent que toute entreprise peut augmenter ses profits pour quelque temps en sacrifiant la qualité de ses produits et la maintenance de son capital, mais cette éventualité seule, lorsqu'elle est perçue comme probable par les clients de l'entreprise, peut précipiter sa ruine : si les entreprises accordent autant d'importance à leur « réputation », c'est parce qu'elles savent que c'est un atout précieux et fragile.

Le concept de valeur pour l'actionnaire perd de son attrait si les marchés sont irrationnels. Dans ce cas, la pression actionnariale sur les résultats de court terme risque d'être trop forte, et il peut être légitime pour les dirigeants de l'entreprise de passer outre. L'importance pratique de ce problème ne doit cependant pas être exagérée : ainsi, alors que la pression actionnariale est plus forte aux États-Unis que dans la plupart des pays européens, les investissements productifs de long terme y ont pourtant été systématiquement plus élevés au cours de la dernière décennie.

En réalité, la pression des actionnaires est plus souvent trop faible que trop forte, et la résistance opposée par les dirigeants est moins souvent légitime que dictée par des conflits d'intérêts. L'absence de contrôle trouve sa source dans la difficulté d'action collective qui caractérise l'actionnariat dispersé. L'importance de ce problème est démontrée par le coût des remèdes qu'il impose : existence des conseils d'administration (dont il faut rémunérer les membres) et présence d'actionnaires majoritaires non diversifiés. Il est également clair que ces solutions sont encore très imparfaites : une fois en place, le dirigeant d'entreprise a un pouvoir d'influence très élevé sur le conseil d'administration et les auditeurs¹. De ce fait, l'intervention du législateur, pour s'assurer de l'indépendance des administrateurs et de la transparence des comptes, est nécessaire². Il semble aussi légitime d'imposer la publication détaillée des rémunérations de tous les dirigeants et membres du conseil d'administration. Couplée avec le manque de rationalité de certains investisseurs, l'influence excessive des dirigeants explique la vague récente de scandales financiers. Les présidents d'entreprises qui possèdent des options à court terme ont une forte propension à manipuler les comptes des entreprises pour pouvoir vendre leurs actions à un prix élevé³. À ce propos, la comptabilisation du coût des stocks-options dans le compte de résultat n'est probablement pas suffisante, ni même essentielle, pour enrayer le phénomène : il est plus important de publier la maturité du portefeuille d'options.

Un peu d'histoire

L'analyse de la gouvernance d'entreprise du point de vue des actionnaires est une tâche délicate, comme nous venons de le voir. Ce n'est pourtant qu'une partie du problème. Supposons que l'on puisse s'assurer que les dirigeants travaillent correctement, qu'ils ne jouent pas de leur influence sur le conseil d'administration et qu'il sont payés en fonction des efforts qu'ils fournissent. En d'autres termes, supposons que des actionnaires, rationnels et informés, parviennent à imposer leur point de vue au sein des entreprises. Cela signifie-t-il la fin des problèmes liés à la gouvernance d'entreprise ? Il fut une période où le capitalisme américain ressemblait fort au modèle qui vient d'être décrit. Bien loin de susciter l'admiration, ce capitalisme déclencha l'aversion du public et l'intervention énergique du législateur. Pour comprendre, il nous faut remonter un siècle et demi en arrière.

La révolution industrielle a transformé rapidement et profondément les techniques de production, sans pour autant affecter la gouvernance d'entreprise pendant au moins cent ans. Jusqu'au milieu du XIX^e siècle, même les plus grandes usines demeuraient assez simples pour être dirigées par leurs propriétaires. C'est seulement avec l'avènement des compagnies ferroviaires vers 1850 et des grands groupes industriels vers 1880 que les choses commencèrent à changer. Des dirigeants professionnels furent engagés et spécialement formés pour gérer ces entreprises complexes. Puis, à partir de 1890, vinrent la dispersion de l'actionnariat et l'apparition des banques. Les banquiers intervenaient au cours des procédures d'acquisition et de réorganisation de compagnies proches de la faillite, et gardaient le contrôle des entreprises par l'intermédiaire des *voting trusts*. Leur efficacité fut telle que, en 1912, les cinq plus grandes banques (J.P. Morgan & Co., First National Bank, National City Bank, Guaranty Trust Co. et Bankers' Trust) avaient le contrôle de

68 compagnies non financières, pour un total de plus de 17 milliards de dollars d'actifs, alors que le PIB des États-Unis n'était à l'époque que de 39 milliards. Cette concentration permit aux banques de supprimer la compétition entre les entreprises sur le marché des biens, en créant un gigantesque cartel contrôlé de l'intérieur⁴. La gouvernance d'entreprise du point de vue des actionnaires était sans faute ou presque. L'observation empirique montre que la présence des banques à la tête des entreprises augmentait leur valeur pour l'actionnaire d'au moins 7 %. Et pourtant, le résultat fut socialement déplorable pour les consommateurs. Voilà pourquoi on ne saurait limiter l'analyse au niveau de l'entreprise seule.

Valeur pour l'actionnaire et bien-être de la société

Il existe donc une complémentarité forte entre la compétition sur le marché des biens et services et l'attrait du concept de valeur pour l'actionnaire. Cette complémentarité est encore accentuée par le fait que la compétition, en elle-même, constitue un excellent garde-fou contre les excès des dirigeants. Ce raisonnement implique qu'il faut considérer le maintien de la compétition sur le marché des biens (lois antitrust, diminution des barrières à l'entrée pour les nouvelles entreprises) et la législation sur la gouvernance d'entreprise comme faisant partie d'une seule et même politique de régulation de l'économie marchande.

Un problème similaire se pose à propos du débat sur la *stakeholder value*, c'est-à-dire la valeur pour les différentes parties prenantes (en particulier les salariés), par opposition à la *shareholder value* qui ne prend explicitement en compte que la valeur pour l'actionnaire. En fait, les deux approches sont plus semblables qu'il n'y paraît. Dans les deux cas, il s'agit de protéger des investissements. Le concept de

shareholder value met en avant la protection des investissements financiers des actionnaires, alors que celui de *stakeholder value* insiste sur les investissements personnels et financiers des salariés. Un salarié qui achète un logement à proximité de son travail fait un investissement spécifique qui perd une partie de sa valeur en cas de licenciement.

En pratique, il est peu probable que les coûts personnels et financiers liés à la perte d'emploi puissent, sans intervention publique, être partagés équitablement entre employeurs et employés⁵. De fait, personne ne remet en cause l'idée que l'indemnisation du chômage soit gérée au moins en partie de manière centralisée, plutôt que par des contrats directs entre les salariés et leur entreprise. Par conséquent, comme le coût du chômage n'est pas payé directement par l'ex-employeur, celui-ci aura tendance à en profiter et ce d'autant plus qu'il cherche à produire de la valeur pour l'actionnaire. En ce sens, il y a un conflit entre le désir de protection sociale et la poursuite exclusive de la *shareholder value*.

Il existe donc de bonnes raisons de penser que la poursuite exclusive de la valeur pour l'actionnaire n'est pas un objectif raisonnable pour la société dans son ensemble. Cependant, il faut bien séparer le diagnostic (qui ne devrait guère prêter à controverse) des remèdes potentiels (tous controversés). Par exemple, on associe souvent l'idée de *stakeholder value* avec la mise en place d'une législation imposant de donner aux syndicats un siège et un droit de vote au conseil d'administration. Mais quel problème entend-on régler de la sorte ? Ce n'est certainement pas celui des salaires excessifs des dirigeants : rien n'indique que les syndicats sachent mieux s'opposer à cette dérive que les membres du conseil d'administration. Ce n'est pas non plus le problème du pouvoir de monopole sur le marché des biens : de ce côté-là, les syndicats et les dirigeants reçoivent toutes les incitations à coopérer. Reste le problème général de la gestion des ressources humaines. Le sujet est trop vaste pour le cadre de cet article, où l'on se

contentera de considérer la question du risque de chômage. Il est possible que la poursuite exclusive de la valeur pour l'actionnaire impose un risque de chômage trop élevé⁶. Il existe cependant une solution à ce problème : imposer une taxe sur les licenciements, selon le principe dit du « pollueur-payeur », et utiliser les revenus de cette taxe pour financer, en partie, l'assurance chômage⁷. Cette solution évite le mélange des genres : les dirigeants sont responsables vis-à-vis des actionnaires de façon non ambiguë, mais le législateur impose des taxes pour obtenir un résultat socialement désirable.

Les structures de gouvernance d'entreprise varient considérablement d'un pays à l'autre. De fait, l'actionnariat dispersé est rare en dehors des États-Unis. En Europe, 44 % des entreprises ont un actionnaire principal détenant au moins 20 % des votes⁸. Cet actionnaire principal est en général une riche famille. Même au sein de l'Europe, cette proportion varie beaucoup : pour les entreprises non financières, elle atteint 70 % en France, en Allemagne et en Italie, mais seulement 25 % au Royaume-Uni et en Irlande. On peut se demander si la gouvernance de type familial est encore adaptée à l'heure de la globalisation des échanges⁹, mais il faut de toute façon se garder d'analyser la gouvernance d'entreprise sans se pencher sur ses multiples interactions avec le reste de la société. Ainsi, une étude récente suggère que, pour obtenir une gouvernance de qualité, il est au moins aussi important d'avoir une presse indépendante que d'avoir un système judiciaire fiable¹⁰. Le rôle des médias dans la gouvernance d'entreprise est sans doute appelé à augmenter. En conclusion, l'information et la compétition doivent jouer un rôle central dans l'analyse de la gouvernance d'entreprise et, *a fortiori*, dans tout projet de réforme. Par ailleurs, la protection de la valeur pour l'actionnaire devrait être non seulement renforcée au niveau de l'entreprise, mais aussi corrigée par des incitations financières directes qui prennent en compte les conséquences sociales des décisions des entreprises.

Notes

1. M. Bertrand et S. Mullainathan, « Do CEOs Set Their Own Pay? The Ones Without Principals Do », 2000 (Internet).
2. Aux États-Unis, la loi Sarbanes-Oxley, par exemple, a pour but principal de mettre de l'ordre dans l'activité des cabinets d'audits.
3. D. Bergstresser et T. Philippon, « CEO Incentives and Earnings Management », 2002 (Internet).
4. Lire à ce sujet Louis Brandeis, « Other people's money and how bankers use it », 1914, Vincent Carosso, « Investment Banking in America », 1970 et Alfred Chandler, « The visible hand: the managerial revolution in American business », 1977.
5. L'entreprise peut notamment disparaître ou se trouver dans l'impossibilité matérielle de payer.
6. Il n'y a en revanche pas de raison a priori de penser que la shareholder value induise un chômage moyen trop élevé.
7. Voir O. Blanchard et J. Tirole, « Protection de l'emploi et procédures de licenciement », rapport au Conseil d'analyse économique du Premier ministre, n° 44, 9 octobre 2003.
8. M. Faccio et L. H. P. Lang, « The Ultimate Ownership of Western European Corporations », Journal of Financial Economics, 65 (3), p. 365-395, 2002.
9. On peut aussi se demander quel genre de contrat social conduit à favoriser le contrôle des entreprises par les familles.
10. L. Zingales et A. Dyck, « The Corporate Governance Role of the Media », 2002 (Internet).

4.

Croniques

Droit

■ Georges Durry

*Le droit contre le bon sens ?
A propos de l'effet d'un non-paiement prolongé
de la prime d'assurance*

Économie – Social

■ Gilles Bénéplanc

Jamais sans mon benchmark !

chroniques

Le droit contre le bon sens ? A propos de l'effet d'un non-paiement prolongé de la prime d'assurance

Georges Durry

Président honoraire de l'université Panthéon-Assas (Paris II)

L'échéance d'un contrat d'assurance de dommages (une assurance incendie par exemple) étant survenue, le souscripteur du contrat néglige de payer la prime. Nul ne s'en soucie, ni lui par hypothèse, ni l'assureur. D'année en année, la situation perdure jusqu'à ce que, dix ans plus tard, un sinistre se produise. Se souvenant alors qu'il avait souscrit il y a bien longtemps un contrat pour parer à ce risque, l'assuré se réveille et demande à être garanti. L'assureur se rebiffe et objecte que, de toute évidence, l'intention des deux parties a été de considérer que le contrat d'assurance avait pris fin. À qui donner raison ?

Posons la question à l'homme de la rue et l'on peut tenir la réponse pour certaine : une inaction réciproque d'aussi longue durée prouve que, dans l'esprit des deux parties, leur relation contractuelle était terminée. Et le juriste généraliste dispose d'outils qui lui permettraient de donner à cette réponse instinctive l'habillage juridique qui convient : l'un des plus célèbres

articles du Code civil, l'article 1134, celui-là même qui proclame en son premier alinéa la force obligatoire des contrats, ne contient-il pas également un deuxième alinéa, aux termes duquel le consentement mutuel des parties peut anéantir un contrat ? Et rien n'interdit, en droit commun, qu'un consentement puisse être implicite.

La Cour de cassation vient pourtant de donner tort à l'homme de la rue. Par arrêt du 23 septembre 2003¹, elle a en effet censuré un arrêt en accord avec le bon sens. Pour la Cour d'appel dont la décision est censurée, la volonté concordante de l'assuré et de l'assureur de mettre fin au contrat n'était pas douteuse. Elle résultait, en ce qui concernait l'assuré, du fait qu'il avait cessé, depuis près de dix ans, de payer sa cotisation alors que cette dernière est portable (art. L. 113-3, al. 1 C. ass.) ; et, pour l'assureur, de ce qu'il n'avait jamais réclamé aucun paiement durant toute la même longue période. De cette double circonstance, les juges

d'appel avaient conclu à l'existence en l'espèce d'une volonté mutuelle des deux parties, tacite certes mais indiscutable, de considérer leur relation contractuelle comme expirée. Dans la mesure où, comme nous avons eu souvent l'occasion de le rappeler dans cette chronique², il s'agissait là d'une interprétation de volonté, domaine soustrait au contrôle de la Cour de cassation, le raisonnement semblait imparable.

Il a cependant été condamné par l'arrêt commenté, au double visa des articles 1134 du Code civil et L. 113-3 du Code des assurances. Alors ? Une fois de plus, le droit l'emporterait-il sur le bon sens ? Une fois encore, *summum jus, summa injuria*³ ? Voyons de plus près.

Le motif essentiel de l'arrêt de cassation est le suivant : « l'accord des parties sur la résiliation du contrat ne pouvait résulter du seul non-paiement des primes, même non réclamées ». Cela mérite d'être explicité et le raisonnement sous-jacent, d'être développé. Le

législateur (art. L. 113-1 C. ass.) a édicté toute une procédure en cas de non-paiement des primes d'assurance à l'échéance. Si l'on s'en tient à l'assurance non-vie – car, en assurance vie, le régime est un peu différent, puisque dans ce domaine particulier, l'assureur est privé du droit d'exiger le paiement de la prime (art. L. 132-20 C. ass.) – ce régime, bien connu de tous les spécialistes, est le suivant. Lorsqu'il constate que, dix jours après l'échéance, la cotisation n'est toujours pas payée, l'assureur a l'obligation d'adresser à l'assuré par lettre recommandée avec accusé de réception une mise en demeure de s'acquitter. Cette même mise en demeure avertit que, faute de paiement dans les trente jours qui suivront, la garantie sera suspendue. Puis, si l'assuré s'obstine à ne pas payer, l'assureur est en droit de résilier le contrat dès que dix nouveaux jours se seront écoulés après la suspension. Mais – et cela est essentiel – à la différence de la suspension de garantie, la résiliation n'a rien d'automatique car elle suppose une manifestation, unilatérale certes mais explicite, de volonté de l'assureur⁴. Celui-ci peut donc très bien ne pas prononcer la résiliation, soit par négligence, soit parce qu'il s'estime suffisamment protégé par la suspension de la garantie. Mais que le temps passe et qu'une nouvelle date annuelle d'échéance survienne, la jurisprudence, aujourd'hui consacrée par la loi, a toujours décidé que le contrat non résilié reprenait vigueur et que l'assureur,

s'il n'entendait pas garantir de nouveau un assuré ne s'acquittant pas de sa prime, était obligé de recommencer toute la procédure de mise en demeure ci-dessus décrite.

Ce système peut paraître compliqué, mais il faut bien comprendre qu'il est l'expression technique d'une claire volonté du législateur français de protéger les assurés. Il est d'autres droits beaucoup plus rigoureux pour l'assuré qui ne s'acquitte pas de son obligation fondamentale, celle de payer sa cotisation, contrepartie de la garantie de l'assureur, et dans lesquels le non-paiement à l'échéance entraîne à tout le moins la suspension immédiate de la garantie. Faute de texte spécifique, ce serait aussi le cas dans notre droit : le contrat d'assurance est un contrat synallagmatique et par conséquent l'inexécution de son obligation par l'une des parties autorise l'autre à refuser d'exécuter la sienne. Au contraire, le droit français a voulu donner une sorte de « délai de grâce » aux assurés qui, malgré le non-paiement de la prime, restent garantis tant qu'ils n'ont pas été mis en demeure et que, depuis cette mise en demeure, trente jours ne se sont pas écoulés. En fait, celle-ci étant très rarement immédiate, l'assuré dispose le plus souvent d'au moins deux mois pour régler sa cotisation, tout en restant toujours couvert par son assurance.

On peut trouver tout cela excessivement protecteur, mais c'est le droit positif et l'on n'entend

aucune voix pour proposer plus de rigueur, ce qui ne saurait surprendre. L'heure n'est-elle pas à l'indulgence pour tous les débiteurs en difficulté, comme le montre le droit du surendettement ?

Dès lors, la position adoptée par la Cour de cassation dans l'arrêt commenté non seulement peut se comprendre, mais encore doit, à notre sens, être entièrement approuvée. Dans cette affaire, l'assureur avait eu le grand tort de « laisser pourrir la situation ». Constatant qu'une prime était restée impayée à l'échéance, il se devait de mettre l'assuré en demeure de la régler.

Solennellement averti, ce dernier se serait, on l'a vu, exposé à la suspension de la garantie, puis à la résiliation du contrat. Ici, faute, semble-t-il, de toute mise en demeure et en l'absence, en tout cas, de toute décision de l'assureur de le résilier, le contrat n'avait jamais pris fin. Pire, à la survenance de la seconde échéance annuelle, il avait repris entière vigueur et la garantie n'avait, ensuite, plus jamais été même simplement suspendue, puisque l'assureur, on le sait, ne s'était plus manifesté. Il devait donc garantir le sinistre, avec pour toute consolation celle de pouvoir retenir sur l'indemnité due les deux dernières primes impayées, l'action en paiement des cotisations précédentes étant éteinte par la prescription biennale.

Le résultat auquel on parvient peut certes paraître bien sévère pour

l'assureur. On peut tout de même, en sens inverse, présenter deux observations.

La première est que les assureurs auxquels arrive semblable mésaventure n'ont à s'en prendre qu'à eux-mêmes, car ils ont été d'une rare négligence. Ne leur aurait-il pas été facile, surtout avec les commodités qu'offre aujourd'hui l'informatique, d'abord de repérer le non-paiement à l'échéance, ensuite d'éditer la lettre de mise en demeure destinée aux défaillants, enfin de s'inquiéter des réactions, ou plutôt de l'absence de toute réaction, à cette lettre ?

La seconde est que les assureurs ne sauraient plaider la surprise, car ils devraient savoir que, dans le domaine du non-paiement de la

prime, la Cour de cassation a toujours veillé avec rigueur aux dispositions de l'article L. 113-3 du Code des assurances, qu'elle tient pour une pièce essentielle du système de protection des assurés mis en place par le législateur. On en donnera pour preuve ce qui a été décidé lorsque la première prime est, comme il arrive parfois, « payée » au moyen d'un chèque sans provision⁵. Alors que les assureurs auraient souhaité qu'il fût, en pareil cas, décidé que le contrat ne s'était pas formé, si bien que, automatiquement, ils ne devaient aucune garantie, la Cour de cassation leur a rappelé que le paiement de la cotisation n'est pas, sauf clause contraire, une condition de formation du contrat d'assurance. Par conséquent, faute d'une telle clause, le contrat avait

bel et bien été conclu, nonobstant le défaut de provision du chèque remis en paiement. Seule une mise en demeure adressée à l'assuré et l'absence de paiement réel dans les trente jours consécutifs pouvait suspendre la garantie. La solution est d'une logique également implacable et sanctionne les assureurs qui n'ont pas pris la précaution, très simple, bien connue et couramment pratiquée, consistant à prévoir dans les conditions générales du contrat que le contrat ne prendra effet qu'une fois la première prime payée.

La conclusion s'impose : assureurs, soyez spécialement vigilants envers les assurés mauvais payeurs et... ne comptez pas sur le bon sens pour remédier à d'éventuelles négligences !

Notes

1. 1^{re} Civ. 23 sept. 2003, *Aff. X. C/AGF (pourvoi 00-12781)*; *JCP* 2003, IV, 2768, *Resp. civ. et ass.* 2003, *comm.* 337, *obs. H. G.*

2. Voir notamment, n° 44, octobre-décembre 2000, p. 108-111.

3. « Comble de justice, comble d'injustice ».

4. La jurisprudence a admis, pour éviter à l'assureur les frais d'un nouveau courrier, qu'il lui était possible, dès la mise en demeure initiale, d'avertir l'assuré que faute de paiement, d'abord la garantie serait suspendue au bout de trente jours ; ensuite, le contrat résilié au bout de quarante jours. C'est en pratique ainsi que procèdent presque toujours les assureurs, mais ils préfèrent

parfois s'en tenir dans un premier temps à la suspension, pour réserver l'avenir.

5. 1^{re} Civ. 21 janv. 1980, *Rev. gén. ass. terr.* 1980, 349, *obs. A. B.* ; sur l'ensemble du problème de la protection des assureurs contre les « paiements » au moyen d'un chèque sans provision, voir notre chronique in *Resp. civ. et ass.* 1995, *chr.* 3.

Jamais sans mon « benchmark » !

Gilles Bénéplanc

Directeur général, Mercer Human Resource Consulting

Le précédent numéro de *Risques* a fait le point sur la cartographie des risques et sa place sans cesse grandissante dans leurs techniques de gestion. L'objectif premier de toute cartographie est de fournir une représentation simplifiée mais modélisée de l'univers étudié. Sa qualité revêt une importance cruciale lorsqu'il s'agit d'un domaine méconnu ou risqué, car elle améliore la compréhension de l'espace exploré. Pour illustrer ce propos, nous pouvons évoquer la projection de Gérard Mercator, qui a permis aux navigateurs du XVI^e siècle une exploration plus facile et plus sûre du monde. À l'instar de cet exemple, il nous faut souhaiter le même succès à ceux qui aujourd'hui étudient et modélisent les risques.

Nous aborderons ici une autre pratique qui relève de cette volonté de rassembler les faits et de les ordonner pour appréhender et comprendre une réalité complexe et mouvante : le recours aux *benchmarks*, ou tests de performance. Ces techniques, issues des domaines de la finance et du marketing, s'avèrent un instrument utilisé de plus en plus fréquemment dans le cadre des ressources humaines et des relations sociales.

Ainsi, par analogie avec la cartographie, tout se passe comme si la matière sociale et la gestion des ressources humaines étaient tellement volatiles et dangereuses que les observateurs et les praticiens éprouvent un besoin croissant de recenser les faits et les opinions, de les classer et de les comparer. Citons quelques exemples. Très diffusées, de plus en plus sophistiquées et sectorielles, les enquêtes de rémunération constituent l'un des outils de base des directions des ressources humaines pour fixer la politique, contrôler le positionnement concurrentiel et la cohérence entre les différentes fonctions et filiales et mener les négociations avec les partenaires sociaux. Elles permettent aussi d'avoir une photographie récente et détaillée d'un secteur donné du marché de l'emploi, augmentant ainsi sa fluidité et l'ajustement offre/demande.

La demande des entreprises porte également sur des enquêtes proposant une mesure comparative d'éléments plus spécifiques. Elles souhaitent connaître ce que font les entreprises concurrentes ou les leaders sur une question particulière : niveaux de retraite complémentaire,

taux de rotation du personnel ou prix d'un service externalisé et sous-traité. Dans ce cas, leurs objectifs sont d'abord de mesurer et de comparer les performances, puis de préparer les améliorations nécessaires à l'aune des meilleures pratiques.

Les études de *benchmark* servent également à préparer la communication des sociétés sur un thème spécifique. Cette utilisation, qui touche à la fois les communications interne et externe, se développe sur les sujets particulièrement sensibles comme la rémunération des dirigeants, les pratiques de gouvernance ou le développement durable. Ainsi, la publication de la rémunération des dirigeants lors des assemblées générales a-t-elle été accompagnée d'études sur les conditions offertes aux « états majors » des concurrents. Face à la pression grandissante pour obtenir davantage de transparence, certaines entreprises adoptent une stratégie défensive en expliquant que leurs pratiques se situent dans la norme du marché.

Les nombreux exemples d'utilisation des techniques de *benchmark* peuvent se classer à

grands traits en trois catégories : la mesure d'une grandeur stratégique, la recherche de pistes de progrès, la préparation de communication externe bien adaptée.

Devant la multiplicité des études et enquêtes, une réflexion sur leur pertinence et des précautions quant à leur usage s'imposent. En premier lieu, les professionnels et les praticiens doivent s'assurer qu'en termes de mesure ou de statistique, les bonnes pratiques ont été respectées. Trop d'études circulent avec une taille d'échantillon trop réduite, des grandeurs qui ne sont pas mesurées de façon homogène entre les pays ou des méthodes de valorisation peu claires. Une exploitation de ces études sans discernement peut conduire les sociétés à s'engager sur de fausses pistes – comme cela a pu être le cas pour certaines études de rémunération portant sur des métiers nouveaux.

Les entreprises qui souhaitent améliorer leurs performances dans un domaine donné (coût d'un service, nombre de produits vendus

par client, qualité de l'accueil téléphonique...) à partir d'une étude de *benchmark* doivent analyser avec attention la faisabilité de leur projet. En effet, les meilleurs scores sont souvent atteints par des sociétés très spécialisées dans le domaine et ne sont réalisables qu'au prix d'investissements élevés. À titre d'illustration, les sociétés du secteur de la haute technologie ont des budgets de formation dont les niveaux sont difficilement atteignables pour les entreprises manufacturières. Pour certaines fonctions, une bonne mesure de la faisabilité des projets d'amélioration s'obtient en étudiant quel serait le coût de cette fonction si elle était externalisée.

La dernière remarque est plus fondamentale dans la mesure où elle touche à la justification de la pratique des *benchmarks* pour certaines questions cruciales. Se situer par rapport à ce que font les autres justifie-t-il en soi la politique et la structure de rémunération des cadres dirigeants ? Être « dans la moyenne » dans le domaine des atteintes à l'environnement

est-il suffisant pour une industrie réputée dangereuse ?

Dans certaines circonstances, il y a dans le recours aux *benchmarks* un risque d'entreprendre des actions sous la pression d'un effet de mode relayé par les médias ou les analystes financiers. Un vieil adage populaire dit « comparaison n'est pas raison », et c'est bien une démarche rationnelle et analytique des problèmes qui semble parfois manquer. On peut citer ici l'exemple de l'allocation d'actifs des fonds de pension anglais, où la conformité au test de performance du marché a conduit à l'impasse et à la crise de financement que nous connaissons.

La preuve de l'utilité des études de *benchmark* n'est plus à faire, et leur image va encore se développer, particulièrement dans le domaine des ressources humaines. Au fur et à mesure, les praticiens et les observateurs vont renforcer leur capacité à utiliser ces outils et à décoder leur biais.

Après la cartographie vient le temps des traités de navigation.

5.

Études et livres

CHEA

■ Yaël Mimran

*Risques non traditionnels :
application à l'industrie du sport*

Livres

Les retraites

de Florence Legros et Jean-Louis Guérin
par Anne Lavigne

Gestion des risques internationaux

de Patrice Fontaine et Carole Gresse
par Carlos Pardo

Risques non traditionnels : application à l'industrie du sport

Yaël Mimran

Attachée de direction, risques spéciaux, Axa Re

Alors que certains risques, périphériques à l'activité d'une entreprise, menacent l'ensemble des secteurs de l'économie – la propagation des virus informatiques *via* les réseaux Internet en est un exemple –, d'autres risques sont en fait liés à l'évolution d'une industrie en particulier.

Face aux mutations économiques et technologiques, l'évolution des comportements vis-à-vis du risque est notamment sensible dans le secteur de l'industrie du sport.

♦ Industrie du sport : la révolution

En France, le sport est un secteur économique en pleine expansion plan international, le phénomène est encore plus puissant : le sport est devenu une activité économique colossale qui se chiffre au niveau planétaire en milliards de dollars.

De profonds bouleversements quantitatifs et qualitatifs affectent ainsi le financement du sport professionnelle : quantitatifs d'une part, car les montants brassés ont explosé, consacrant ce que l'on appelle aujourd'hui le « sport business » ; qualitatifs, d'autre part, car les modèles de financement anciens sont désormais archaïques.

Les recettes de billetterie, auparavant majoritaires dans le financement du sport professionnel, sont devenues beaucoup plus marginales. Les droits de retransmission constituent maintenant la première source de financement du sport professionnel. Les contrats de sponsoring suivent la même ascension, ainsi que les recettes issues du merchandising.

C'est dans le cadre des droits télévisuels de retransmission des grands événements que l'activité économique du sport affiche toute sa démesure. Entre les Jeux olympiques de Rome organisés en 1960 et ceux qui auront lieu à Pékin en 2008, le montant de ces droits, en dollars constants, a ainsi été multiplié par mille !

Des entrepreneurs aguerris ont pénétré le secteur. En l'espace d'une dizaine d'années, le sport a traversé plusieurs révolutions industrielles en mode accéléré. Logiquement, on assiste maintenant à une sophistication des techniques de gestion où l'ensemble des activités de type tertiaire est impliqué. À ce titre, l'implication des secteurs bancaires et, naturellement, des assureurs est grandissante.

Marsh, le premier courtier d'assurance mondial, emploie une trentaine de personnes dédiées au sport à travers le monde. Le mouvement touche également les sociétés d'assurances, avec la création, il y a quelques années, de Zurich Sport.

En ce qui concerne le sport professionnel, les métamorphoses constatées ont révolutionné les pratiques assurantielles. On distingue en fait deux phénomènes parallèles :

- certains risques que l'on peut qualifier de « classiques » révèlent un visage nouveau car les montants en jeu ne sont plus du tout les mêmes : c'est le cas des garanties annulation ou perte de licence. En conséquence, le traitement de ces risques requiert des techniques qui dépassent les frontières de l'assurance traditionnelle ;
- d'autres risques sont complètement nouveaux et repoussent les frontières de l'assurabilité : c'est le cas de l'assurance des performances sportives.

♦ Couvertures traditionnelles : gros plan sur la garantie annulation

La garantie annulation est un exemple de risque traditionnel. La couverture est habituellement

constituée d'une garantie de base dite, « tout sauf », à laquelle peuvent s'ajouter des garanties facultatives, telles que l'indisponibilité (si la tenue de l'événement est conditionnée par la présence d'un ou plusieurs homme[s] clé[s]), l'intempérie (si l'événement a lieu en extérieur et exige des conditions climatiques particulières) ou encore le risque politique (terrorisme et/ou guerre).

La révolution à laquelle on assiste actuellement ne réside pas dans la nature de la garantie recherchée mais dans les capacités qui sont demandées. Reprenons les chiffres précédents. Pour les seuls droits télévisuels concernant la retransmission des Jeux olympiques d'été (entre Rome et Pékin, les montants en jeu ont été multipliés par mille). La capacité recherchée pour les couvertures a nécessairement suivi la même évolution.

À ce jour, le record en matière de garantie annulation s'élève à un capital assuré de 944 millions d'euros. Il s'agit du contrat mis en place pour la Fédération internationale de football (Fifa) dans le cadre du Mondial 2002.

La garantie annulation est ainsi confrontée à un problème récurrent : comment assurer ce type de risque, dont l'occurrence est très faible mais la taille excessive ? On se retrouve exactement dans la même situation que celle des risques liés aux catastrophes naturelles, avec des handicaps semblables, soit :

- la pénurie de capacité ;
- le risque de contrepartie.

Il est par conséquent de plus en plus difficile de transférer le

risque lié à ce type d'événement. Les capacités manquent, et le 11 septembre 2001 a amplifié le phénomène. Les menaces persistantes de nouvelles actions terroristes effraient les assureurs, qui rechignent à offrir la couverture annulation. Non seulement la capacité est rare, mais elle est chère.

Une pénurie de capacité qui induirait une proportion d'auto-assurance trop élevée peut à terme se révéler particulièrement dangereuse. Il est donc nécessaire de trouver des solutions de remplacement de l'assurance traditionnelle.

Au cours de ces dernières années, les sociétés ont développé une nouvelle classe d'instruments financiers qui prévoient le transfert des risques assurantiels aux marchés de capitaux. Depuis 1996, de telles solutions d'assurance des marchés des capitaux ont été émises pour une valeur de 12,6 milliards de dollars.

Ces nouveaux instruments financiers ne concernaient pour le moment que les risques liés aux catastrophes naturelles, mais la Fifa a créé la surprise en août 2003 en annonçant qu'elle se protégera du risque d'annulation du Mondial 2006 en contractant non pas une assurance traditionnelle, mais au moyen d'une transaction sur le marché international des capitaux. Sous l'égide de la banque d'investissement Crédit Suisse First Boston, la Fifa a transféré le risque d'annulation aux investisseurs internationaux en émettant des titres à hauteur de 233 millions d'euros durant le mois de septembre 2003.

Les fonds recueillis grâce à l'émission de ces titres serviront exclusivement à couvrir le risque d'annulation de la compétition finale du Mondial 2006 et seront investis jusqu'à la maturité des titres. Après la finale, la valeur intégrale des titres, assortie d'un taux d'intérêt réétabli, sera remboursée aux investisseurs.

L'essor de la titrisation va-t-il à terme signer l'arrêt de mort de l'assurance traditionnelle dans le sport ? Cela est peu probable. Le succès des solutions issues de la titrisation dépend essentiellement d'un facteur : leur compétitivité. Or, selon les cycles traversés par la réassurance traditionnelle, cette compétitivité varie.

L'émission d'un *cat bond* constitue encore aujourd'hui un processus lourd, assorti de coûts fixes importants. Cette solution n'est donc envisageable que dans les seuls cas où le marché traditionnel ne peut répondre à la demande, ce qui demeure pour l'instant exceptionnel.

♦ Couvertures novatrices : l'exemple du prize indemnity

Les mutations économiques que l'industrie du sport traverse font naître des besoins assurantiels nouveaux.

Les clubs de football sont maintenant cotés en Bourse dans de nombreux pays. Comme n'importe quelle autre entreprise cotée, ces clubs doivent satisfaire leurs actionnaires. C'est pourquoi la profitabilité et la suppression

maximale des aléas constituent leurs deux priorités. Ils doivent absolument éviter des pertes brutales catastrophiques susceptibles de menacer leur survie.

Or, dans ce cas particulier, la perte brutale équivaut à une chute de revenus, et l'aléa s'identifie à l'aléa sportif. C'est dans ce contexte que, depuis une dizaine d'années s'est développée, plus particulièrement sur le marché de Londres, une garantie originale et très controversée : l'assurance des défis sportifs ou *prize indemnity benefit*.

La garantie est simple : l'assuré paie une cotisation d'assurance pour se couvrir contre la réalisation d'une performance ou d'une contre-performance sportive, dans la limite d'un montant prédéterminé. En cas de réalisation de l'événement garanti, la société d'assurances indemnise l'assuré dans la limite du montant qu'il a souscrit.

Les structures sportives sont les premiers acheteurs, avec deux principaux objectifs à la clé :

- la suppression de l'aléa ;
- l'effet de levier.

L'achat de couvertures *prize indemnity benefit* dans le but de lisser le bilan va sans aucun doute se développer.

La privatisation progressive des clubs sportifs, comme la meilleure connaissance des mécanismes assurantiels par les nouveaux responsables, plus aguerris aux lois du marché, plaide pour une plus forte proportion du nombre d'acheteurs. Dans bon nombre de disciplines, la

stimulation financière des joueurs, la mobilisation des équipes, s'inscrivent parmi les techniques le plus souvent employées pour dynamiser les performances des sportifs.

À cet égard, bénéficier d'une marge de manœuvre supplémentaire pour stimuler au maximum les équipes par rapport à un résultat souhaité et profiter ainsi d'un effet de levier considérable peut constituer un atout majeur pour les dirigeants d'un club ou d'une fédération.

En effet, les montants des bonus pour performances sont de plus en plus élevés. Et la capacité financière des entités sportives ne suit pas nécessairement le même rythme. L'assurance permet alors un excellent effet de levier.

En effet, imaginons que les dirigeants d'un club disposent d'un montant m pour offrir des bonus à leurs joueurs en cas de victoire dans une compétition donnée. Imaginons également que la probabilité de victoire de l'équipe soit égale à p . Le recours à l'assurance permet aux dirigeants de promettre à leurs joueurs un montant

$$M = m/p.$$

Si la probabilité de victoire est égale à 10 %, soit $p = 0,1$, l'effet multiplicateur est égal à 10. Les dirigeants du club peuvent dans cet exemple promettre un bonus égal à dix fois leur budget.

C'est exactement le calcul qu'avait effectué en 1998 la

Fédération française de football, qui avait promis 62 millions de francs à l'équipe de France en cas de victoire à la Coupe du monde en 1998. Ces cotisations avaient alors été financées par la souscription d'une couverture *prize indemnity benefit* placée sur le marché français.

Comme, par ailleurs, peu d'assureurs croyaient la France capable de gagner, cette couverture avait été achetée au taux particulièrement compétitif de 15 %.

Si bien que, pour la Fédération, le coût effectif de ces 62 millions de francs de bonus pour les joueurs de l'équipe de France s'est révélé inférieur à 10 millions de francs !

♦ Industrie du sport :
une manne pour les assureurs.

L'industrie du sport n'a pas fini d'attirer l'attention des assureurs. Nouvelles garanties, nouveaux montages : il ne se passe pas une semaine sans une innovation en la matière.

À n'en pas douter, le sport continuera à constituer un passionnant champ d'expérimentation pour les assureurs et les réassureurs dans les années à venir.

Cette chronique reprend les principaux éléments du rapport de fin d'études de l'auteur du Centre des hautes études d'assurances. *Risques* publie désormais régulièrement les bonnes feuilles de mémoires des récents diplômés du CHEA (8, rue Chaptal, 75009 Paris).

Livres

■ Florence LEGROS, Jean-Louis GUÉRIN, *Les Retraites*, Le Cavalier bleu, coll. « idées reçues », 2003.

Saluons la parution de ce petit ouvrage consacré aux retraites, au ton à la fois clair, vif, pédagogique et critique. Le parti pris éditorial en rend la lecture plaisante. Plutôt que de procéder de manière académique, Florence Legros, professeur à l'université de Paris-Dauphine, et Jean-Louis Guérin, économiste à Rexecode, partent d'idées reçues (« on cotise toute sa vie pour une retraite à peine convenable », « la retraite par capitalisation, c'est la fin de la solidarité entre les générations », « on va devoir travailler plus longtemps... ») pour développer une argumentation critique sur chacune de ces antiennes.

La première partie (« La retraite, on y comprend rien ») dresse un paysage général des systèmes de retraite : dans un premier temps, les auteurs présentent leur histoire en Europe, en opposant systèmes bismarkiens et bévéridgiens et en soulignant le rôle nécessaire des États dans la conception des systèmes de retraite. Dans un second temps, ils décrivent le système français en introduisant les concepts clefs : répartition et capitalisation, régimes contributifs et non contributifs, régime général et régimes complémentaires... Dans un troisième temps, ils montrent que, malgré la parfaite transparence des règles institutionnelles régissant le calcul des pensions, les actifs éprouvent des difficultés à calculer leur retraite future. Non seulement ces paramètres institutionnels évoluent au gré des réformes politiques, mais les assiettes sur lesquelles ils sont assis sont également incertaines. Enfin, les auteurs consacrent un chapitre bienvenu à la distinction entre les différents âges, souvent confondus : âge de cessation d'activité, âge de départ en retraite, âge de liquidation de la retraite et âge d'acquisition du taux plein. Certes, dire que « l'âge de la retraite change constamment » est une idée reçue créée par la confusion régnant entre ces différents concepts. Elle a cependant une part de vérité tant la mise à la retraite précoce des travailleurs âgés a pu constituer une politique de gestion de la main-d'œuvre en période de chômage élevé.

La seconde partie (« quand on est jeune, on a des dents mais pas de pain, quand on est vieux, on a du pain mais pas de dents ») est consacrée aux cotisations versées et aux prestations reçues par chacun (au « bilan actuariel » pour parler comme les économistes, ce que les auteurs évitent de faire dans la mesure du possible ; un glossaire parachève d'ailleurs l'ouvrage). Au-delà des considérations d'efficacité, l'accent est mis sur l'aspect redistributif des systèmes de retraite. On voit ainsi que, si les montants des pensions françaises sont supérieurs à la moyenne internationale, des différences subsistent entre différentes catégories de salariés (salariés à temps partiel et/ou ayant connu des carrières heurtées), mais également entre salariés et non-salariés (indépendants, agriculteurs). D'autre part, les auteurs soulignent que la situation relative des retraités par rapport aux actifs s'est considérablement améliorée au cours des trente dernières années, même si la répartition ne permet pas de gommer toutes les inégalités (notamment celles d'espérance de vie entre les catégories socioprofessionnelles et entre les genres).

La troisième partie (« La fin de la retraite ? ») questionne le devenir des systèmes de retraite, compte tenu des hypothèses démographiques, économiques et financières. Les auteurs consacrent des développements stimulants par rapport à deux idées reçues souvent entendues : sur un plan démographique, il suffit d'accueillir plus d'immigrés et de faire des enfants, et sur un plan économique, la croissance et les progrès de productivité résoudront tout. Ni une fécondité accrue, ni une immigration importante, ni même une croissance soutenue (à supposer qu'elles puissent se décréter) ne suffiraient à rééquilibrer, à court terme et durablement, les déséquilibres financiers engendrés par une population vieillissante.

Reste la solution de la capitalisation, analysée dans la dernière partie (« Il va falloir payer toujours plus »). Tout en montrant les risques d'un passage partiel ou total à la capitalisation, les auteurs soulignent qu'elle ne tue pas la répartition puisque le supplément d'épargne qu'elle induit est généralement modeste, et que plusieurs pays européens ont réussi à conjuguer harmonieusement les deux systèmes. Quant à la

revendication syndicale de faire payer les retraites par le capital, nos deux auteurs montrent ses effets pervers pour les salariés en présence d'une concurrence fiscale ou sociale.

Tout au long de l'ouvrage, Florence Legros et Jean-Louis Guérin font appel aux analyses et aux statistiques les plus récentes ; ils ont même réussi le tour de force d'évoquer la réforme adoptée en août 2003, ce qui leur permet de conclure sur une note optimiste : « jugée insuffisante pour les uns, inéquitable pour les autres, [cette réforme] aura néanmoins eu le mérite d'avoir lieu. D'autres lui emboîteront sans doute le pas ».

*par Anne Lavigne
Directrice du laboratoire d'économie d'Orléans,
Professeur de sciences économiques
à l'université d'Orléans.*

■ **Patrice FONTAINE, Carole GRESSE, *Gestion des risques internationaux*, Dalloz, coll. HyperCours, Paris, 2003.**

L'ouvrage de Patrice Fontaine et Carole Gresse, qui est un véritable manuel de gestion des risques, a pour objet d'analyser les effets de l'environnement international sur la gestion des risques d'une entreprise, voire le transfert de ces risques vers d'autres agents, et de mettre à la disposition du lecteur un cadre théorique et conceptuel, illustré par de multiples applications réelles, en adéquation avec les problèmes à résoudre et les décisions financières à prendre. Il analyse en détail, avec un souci pédagogique réussi tout au long de quatre parties divisées en 11 chapitres, trois des domaines où une gestion rigoureuse des risques est indispensable : la gestion des risques de change, du risque de taux d'intérêt et du risque de crédit. Ce livre peut être recommandé à un vaste public, mais tout particulièrement aux étudiants en maîtrise, troisième cycle d'économie et gestion ou en école de commerce, aux participants à des programmes de formation continue en gestion des risques, et non en moindre mesure à tous les gestionnaires ou collaborateurs des directions financières des sociétés

d'assurance et d'autres établissements financiers devant se familiariser, ou jongler au quotidien, avec des décisions financières pouvant être impactées par l'activité des marchés internationaux.

L'ouvrage part d'un constat simple mais brûlant, les entreprises, quelles que soient leurs activités et leur taille, sont pratiquement toutes – directement ou indirectement – plus ou moins exposées aux risques internationaux. Il est impossible de se soustraire aux risques dans un environnement en pleine globalisation et d'expansion du commerce extérieur. Un seul chiffre : le montant des exportations mondiales a plus que doublé en moins d'une décennie. Sa moyenne annuelle actuelle est à peine inférieure au volume du PIB de l'Europe des quinze, soit environ 9 000 milliards d'euros.

Outre l'internationalisation de l'activité économique et du commerce extérieur, l'ouvrage nous éclaire sur la mise en place d'un marché financier qui a des effets évidents sur le comportement financier des agents à l'échelle planétaire. En effet, dans un contexte de désintermédiation, nous assistons depuis quelques années à un changement radical de culture où les risques sont non seulement mutualisés, mais aussi échangés, voire titrisés et diffusés à de nombreux agents qui acceptent de les porter. Cette évolution est due en grande partie à la déréglementation des marchés financiers nationaux qui cherchent à s'adapter au mieux aux pratiques des marchés internationaux. Des innovations financières fréquentes – telles les options, les *futures*, les *swaps*, les dérivés de crédit, les instruments de transfert de risques du type CRT, CDO... – accompagnent ce processus qui contribue à la « complétion » des marchés et partant à leur liquidité et profondeur. Au niveau micro-économique, cette mutation rapide et pluridimensionnelle des marchés et des instruments financiers, induisant une modification du comportement des directions financières des entreprises, permet aujourd'hui l'accès à un ensemble beaucoup plus vaste de sources de financement et d'outils de couverture. La contrepartie à cela : les entreprises sont désormais confrontées à des outils et techniques financiers plus complexes qui demandent un bagage spécifique aux différents types de risques. Au niveau macro-économique, ce processus résulte en une allocation d'actifs plus efficace.

Si l'excellent livre de Fontaine et Gresse traite des principales techniques de gestion de risques – et contient également des questions de cours et d'exercices corrigés permettant de s'assurer que la théorie et la technique auront été bien assimilées –, il est à regretter qu'ils n'aient pas accordé une place plus large aux nouveaux instruments de transfert de risque de crédit (CRT), qui se développent très rapidement mais qui de manière générale restent peu traités dans la littérature économique. Tellement leur présent ouvrage abonde en qualités pédagogiques, souhaitons que ce soit le sujet de leur prochain livre... En effet, comme le souligne Michaud *et alii*.

dans un excellent article paru dans la revue de Stabilité financière publiée par la Banque de France (« Une revue analytique des instruments de transfert du risque de crédit », juin 2003), « ces marchés présentent un grand intérêt au regard de la stabilité financière : en même temps qu'ils facilitent la gestion des risques, ils modifient les relations 'traditionnelles' entre prêteurs et emprunteurs, et créent de nouveaux types de relations, entre prêteurs et vendeurs de protection ».

par Carlos Pardo
Directeur des études économiques, AFG.

N°	THÈME	Prix euros FRANCE	Prix euros EXPORT	N°	THÈME	Prix euros FRANCE	Prix euros EXPORT
2	Les visages de l'assuré (1 ^{re} partie)	19,00	19,00	37	Sortir de la crise financière. Risque de l'an 2000. Les concentrations dans l'assurance	29,00	33,54
3	Les visages de l'assuré (2 ^e partie)	19,00	19,00	38	Le risque urbain. Révolution de l'information médicale. Assurer les OGM	29,00	33,54
4	La prévention	19,00	19,00	40	XXI ^e siècle : le siècle de l'assurance. Nouveaux métiers, nouvelles compétences. Nouveaux risques, nouvelles responsabilités	29,00	33,54
6	Le risque thérapeutique	19,00	19,00	41	L'Europe. La confidentialité. Assurance : la fin du cycle ?	29,00	33,54
7	Assurance crédit/Assurance vie	19,00	19,00	42	L'image de l'entreprise. Le risque de taux. Les catastrophes naturelles	29,00	33,54
11	Environnement : le temps de la précaution	23,00	23,00	43	Le nouveau partage des risques dans l'entreprise. Solvabilité des sociétés d'assurances. La judiciarisation de la société française	29,00	33,54
13	Risk managers-assureurs : nouvelle donne ?	23,00	23,00	44	Science et connaissance des risques. Y a-t-il un nouveau risk management ? L'insécurité routière	29,00	33,54
14	Innovation, assurance, responsabilité	23,00	23,00	45	Risques économiques des pays émergents. Le fichier clients. Segmentation, assurance, et solidarité	29,00	33,54
15	La vie assurée	23,00	23,00	46	Les nouveaux risques de l'entreprise. Les risques de la gouvernance. L'entreprise confrontée aux nouvelles incertitudes	29,00	33,54
16	Fraude ou risque moral ?	23,00	23,00	47	Changements climatiques. La dépendance. Risque et démocratie	30,50	33,54
18	Éthique et assurance	23,00	23,00	48	L'impact du 11 septembre 2001. Une ère nouvelle pour l'assurance ? Un nouvel univers de risques	30,50	33,54
19	Finance et assurance vie	23,00	23,00	49	La protection sociale en questions. Réformer l'assurance santé. Les perspectives de la théorie du risque	30,50	33,54
20	Les risques de la nature	23,00	23,00	50	Risque et développement. Le marketing de l'assurance. Effet de serre : quels risques économiques ?	30,50	33,54
21	Assurance et maladie	29,00	29,00	51	La finance face à la perte de confiance. La criminalité. Organiser la mondialisation	30,50	33,54
22	L'assurance dans le monde (1 ^{re} partie)	29,00	29,00	52	L'évolution de l'assurance vie. La responsabilité civile. Les normes comptables	30,50	33,54
23	L'assurance dans le monde (2 ^e partie)	29,00	29,00	53	L'état du monde de l'assurance. Juridique. Économie	31,50	35,00
24	La distribution de l'assurance en France	29,00	29,00	54	Industrie : nouveaux risques ? La solvabilité des sociétés d'assurances. L'assurabilité	31,50	35,00
25	Histoire récente de l'assurance en France	29,00	29,00	55	Risque systémique et économie mondiale. La cartographie des risques. Quelles solutions vis-à-vis de la dépendance ?	31,50	35,00
26	Longévité et dépendance	29,00	29,00	56	Situation et perspectives. Le gouvernement d'entreprise : a-t-on progressé ? L'impact de la sécurité routière	31,50	35,00
27	L'assureur et l'impôt	29,00	29,00				
28	Gestion financière du risque	29,00	29,00				
29	Assurance sans assurance	29,00	33,54				
30	La frontière public/privé	29,00	33,54				
31	Assurance et sociétés industrielles	29,00	33,54				
32	La société du risque	29,00	33,54				
33	Conjoncture de l'assurance. Risque santé	29,00	33,54				
34	Le risque catastrophique	29,00	33,54				
35	L'expertise aujourd'hui	29,00	33,54				
Numéros hors série							
	Responsabilité et indemnisation	15,24					
	Assurer l'avenir des retraites	15,24					
	Les Entretiens de l'assurance 1993	15,24					
	Les Entretiens de l'assurance 1994	22,87					
Numéros épuisés							
1	Les horizons du risque						
5	Age et assurance						
8	L'heure de l'Europe						
9	La réassurance						
10	Assurance, droit, responsabilité						
12	Assurances obligatoires : fin de l'exception française ?						
17	Dictionnaire de l'économie de l'assurance						
36	Rente et risque. Le risque et pays. Risque et environnement						
39	Santé : une réforme de plus ? Internet et assurance. Perception du risque						

À découper et à retourner accompagné de votre règlement à
Seddita - 9, rue d'Enghien - BP 67 - 75462 Paris cedex 10
Tél. (33) 01 40 22 06 67 - Fax : (33) 01 40 22 06 69 - Courriel : info@seddita.com

BON DE COMMANDE DE LA REVUE RISQUES

Abonnement (4 numéros/an) du n° 57 au n° 60 inclus

FRANCE	EXPORT
120 €	136 €

Je commande..... ex. des numéros.....

Nom et prénom.....

Institution ou entreprise.....

Fonction exercée et nom du service.....

Adresse.....

Code postal..... Ville.....

Pays..... Tél.....

E.mail..... Fax.....

Je joins le montant de :.....€ par :

chèque bancaire à l'ordre de Seddita

virement en euros sur le compte CCF Poissonnière - FR76 3005 6000 6600 6628 0968 018

Où se procurer la revue ?

Vente au numéro

Librairie *Droit et Santé*

187, quai de Valmy

75010 Paris

Tél. 01 41 29 99 00

Fax. 01 41 29 98 38

Abonnement

Seddita

9, rue d'Enghien

75010 Paris

Tél. 01 40 22 06 67

Fax. 01 40 22 06 69

Courriel : info@seddita.com

Risques

Les cahiers de l'assurance

Directeur de la publication

Marc Maillefer

Responsable de la rédaction

Jean-Hervé Lorenzi

Rédaction

Tél. [33] 01 42 47 93 56

Fax [33] 01 42 47 91 22

Courriel : Risques@ffsa.fr

Diffusion

Seddita

9, rue d'Enghien

75010 Paris

Tél. [33] 01 40 22 06 67

Fax [33] 01 40 22 06 69

Courriel : info@seddita.com

Abonnement

Prix de l'abonnement (4 n^{os})

France 114 €

Étranger 126 €

Vente au numéro

Prix au numéro

France 31,50 €

Étranger 35,00 €

Photocomposition, photogravure, impression

Imprimerie Frazier

33, rue de Chabrol - 75010 Paris

CPPAP : 1107 T 82453

Dépôt légal : Décembre 2003

ISSN : 1152-9253

Risques

Les cahiers de l'assurance

1. Société

Situation et perspectives

2. Techniques

L'impact de la sécurité routière

3. Analyses

Le gouvernement d'entreprise : a-t-on progressé ?

4. Chroniques

Droit

Économie - Social

5. Études et livres

ISSN : 1152-9253

ISBN : 2-912916-61-5

Prix : 31,50 €