

**REMISE DU PRIX RISQUES LES ECHOS
à M. Jean TIROLE
le 7 juin 2007**

**Pour son œuvre
« The Theory of Corporate Finance »**

Discours de M. Daniel BOUTON,
Président Directeur Général de la Société Générale

Demander à un banquier de remettre un prix à l'auteur d'un livre qui s'appelle « The Theory of Corporate Finance », c'est prendre le risque de faire apparaître l'incompétence du banquier, ou l'absence de réflexion théorique sur le métier de banquier. C'est aussi rappeler combien le travail académique a permis de bouleverser en quelques décennies la pratique de l'activité financière.

Sans la recherche, il n'y aurait :

- ni Bâle II qui devrait avoir un système bancaire utilisant les bonnes quantités de fonds propres;
- ni les marchés dérivés qui ont permis la marchéisation du financement de l'économie.

Les exemples sont nombreux.

Monsieur Jean TIROLE, votre ouvrage est d'ores et déjà reconnu comme une référence. La presse scientifique, mais aussi la presse d'information générale, en particulier anglo-saxonne, ont souligné qu'il constitue le nouveau manuel de base pour tout étudiant et tout chercheur en finance d'entreprise.

Pour le chef d'entreprise et le banquier que je suis, votre apport méthodologique est très important. La prise de risque est la condition sine qua non de toute stratégie de croissance et de développement. C'est le cœur du métier de chef d'entreprise, et c'est encore plus vrai s'il est banquier. Nous opérons dans un monde de plus en plus complexe, de plus en plus rapide, avec des risques de plus en plus divers que nous savons de mieux en mieux diviser, distribuer. Au delà du traditionnel risque de contrepartie, qui existe depuis que des hommes d'affaires italiens ou flamands ont un jour inventé la banque au 15^e siècle, il y a les risques de marchés, les risques opérationnels, les risques de modèles mathématiques, les risques systémiques, bref, autant de risques que je dois étudier, évaluer, proposer au Conseil qui doit les décider mais aussi que je dois être capable d'expliquer et de justifier à toutes les parties en présence.

Votre livre essaie de dépasser la théorie un peu irréaliste de Modigliani - Miller selon laquelle la structure financière d'une entreprise n'a pas d'impact sur sa valeur totale, en montrant qu'il existe des asymétries d'information autour de l'entreprise qu'il convient à la fois d'analyser et de gérer.

Ce sujet de l'asymétrie de l'information est évidemment un sujet qui passionne le banquier en tant que prêteur, mais aussi l'investisseur sur les marchés. L'un comme l'autre sont, et c'est relativement récent, avides de transparence.

Je voudrais souligner que pour les sociétés cotées l'asymétrie de l'information se réduit à grande vitesse du fait de l'extraordinaire niveau de compétences accumulées dans les sociétés de gestions, dans les bureaux d'analystes et dans les hedge funds. Il reste un point sur lequel il ne faut pas accepter la transparence totale c'est la stratégie future. Il importe au plus haut point que les théoriciens de la corporate gouvernance ne commettent pas l'erreur d'exiger cette transparence, à travers en particulier la transparence sur les règles de fixation des rémunérations des dirigeants qui souvent permettent de la découvrir.

Il est évidemment un domaine où ces questions sont centrales, c'est celui du gouvernement d'entreprise.

Ce sujet revient régulièrement d'actualité comme si toute erreur de gestion, tout comportement frauduleux pouvait être prévenu par une règle de gouvernement d'entreprise.

C'est évidemment impossible. Aucune règle ne ramènera à zéro le risque de comportement frauduleux et il ne faut surtout pas que l'erreur stratégique soit considérée comme sanctionnable .

Le comportement frauduleux doit être sanctionné par le régulateur ou par le juge. L'erreur stratégique, lorsqu'elle aurait pu être évitée, doit, elle, être sanctionnée par le conseil d'administration ou l'assemblée générale mais certainement pas par le juge. L'échec est la contrepartie nécessaire de la réussite. Sa seule sanction possible est la révocation du dirigeant par le conseil d'administration. Faire sanctionner l'erreur stratégique par le juge c'est tuer la prise de risque inhérente à toute stratégie de croissance et de développement de l'entreprise.

Puis-je rappeler rapidement où nous en sommes en France.

Après 3 comités AFEP/MEDEF, une affaire ENRON et quelques lois, la situation n'a plus rien à voir avec celle souvent décrite des chambres d'enregistrement d'il ya vingt ans.

- Les Conseils comportent une part d'administrateurs indépendants très significative (62 % dans les sociétés du CAC 40 à capital dispersé). Malgré toutes les réserves qui ont pu être exprimées sur la présence d'administrateurs indépendants, le sage équilibre au sein du conseil entre indépendance et compétence est un facteur clef pour les actionnaires, pour les employés et pour l'entreprise elle même. Ce que j'entends par compétence, c'est d'une part la connaissance du secteur d'activité dans lequel l'entreprise opère et d'autre part l'expérience du monde des grandes entreprises et surtout des situations de crises (OPA, crise majeure). A l'heure actuelle l'adulation dont bénéficient les administrateurs indépendants est en train de tourner à l'idolâtrie.

- Non l'indépendance ne se définit pas en remplissant un QCM ; le parfait indépendant par un QCM peut se révéler incompetent ou servile : le non indépendant ; au regard du critère n° 27 du QCM peut être en réalité une forte tête jouant un rôle majeur dans un conseil : la procédure française du code consolidé AFEP MEDEF est bonne parce que le conseil doit évaluer l'indépendance et qu'il doit l'expliquer.
- Oui il est bon qu'un conseil comporte une part significative d'administrateurs mettant en risque une part de leur propre patrimoine. C'est le cas des actionnaires familiaux, et c'est le cas des managers ayant bénéficié de stock-options et ayant réinvesti leurs plus values dans les actions.
- Oui il est nécessaire que les comités du conseil d'administration comportent une majorité d'administrateurs indépendants.
- La transparence sur le gouvernement d'entreprise est une réalité (existence d'un règlement intérieur, rapport du Président chaque année...);
- plus des $\frac{3}{4}$ des 100 premières sociétés cotées françaises ont un comité d'audit et un comité des rémunérations.

Puis-je citer le dernier rapport de l'AMF « *Sur le fond, on constate une nouvelle amélioration de la qualité des rapports sur le gouvernement d'entreprise.* »

Près de la moitié des sociétés du CAC 40 ont procédé à une évaluation de leur Conseil d'administration l'an dernier.

Cela signifie combien les choses se sont améliorées.

Faut-il aller plus loin et comment ?

Il me semble que deux catégories de sujets sont aujourd'hui politiquement sur la table.

1. Tout d'abord, la rémunération des dirigeants est revenue sur le devant de la scène. Le débat s'est concentré sur les parachutes dorés et autres avantages liés au départ. Ce débat est marqué par un certain manque de pragmatisme. Il est des circonstances où une indemnité de départ se justifie, d'autres où cela n'a pas de

sens. Il appartient au Conseil d'administration d'en juger. Ainsi, si une entreprise en crise veut faire venir un manager, lui garantir une indemnité est souvent nécessaire parce qu'il faut aussi que le conseil puisse redresser la barre plus rapidement que prévu. En revanche, on peut admettre quelques règles de procédures. Il peut même être admis que l'octroi d'une indemnité soit assorti de conditions qu'il appartiendra au Conseil de vérifier au moment du versement. Mais comme l'indique M. TIROLE dans son ouvrage, il faut veiller à ce que ces conditions n'incitent pas au camouflage ou à l'astuce comptable, voire à contrarier une orientation stratégique utile à l'entreprise.

Plus fondamentalement se pose la question de la rémunération et l'évaluation des dirigeants.

S'agissant de l'évaluation, outre sa périodicité, la question se pose de la méthode. Dans le rapport, qui porte mon nom, il est proposé que l'évaluation soit précédée d'une réunion des administrateurs externes à l'entreprise (ni salariés, ni mandataires, ni anciens salariés ou mandataires).

Cette proposition n'a guère été mise en œuvre mais probablement a-t-elle besoin d'être relancée, peut-être en même temps que le développement dans nos pratiques de gouvernement d'entreprise du *lead independent director*. Cet administrateur indépendant, généralement en même temps Président du Comité de sélection et de rémunération, c'est lui qui doit être le garant du bon fonctionnement du gouvernement de l'entreprise. Il préside notamment les travaux d'évaluation du Conseil d'administration et des mandataires sociaux ainsi que la réunion des administrateurs externes dont je viens de parler.

Cette pratique américaine, désormais appliquée en Italie, présente le mérite d'introduire un véritable responsable de l'évaluation au sein du Conseil.

Une plus grande transparence, une meilleure méthodologie d'évaluation, sont les clés de véritables progrès en ce domaine.

En revanche les débats sur la structure idéale de gouvernance de l'entreprise : système dual, séparation Président/Directeur Général, ne mènent nulle part.

La vérité est qu'il n'y a pas de solution idéale. L'important est que les institutions de l'entreprise fonctionnent. La voie française consistant à laisser le CA choisir la structure la plus adaptée est la bonne.

2. Deuxième thématique centrale, la place de l'Assemblée générale. La situation est devenue là encore étrange. Certains réclament davantage de pouvoirs pour l'Assemblée générale, (par exemple : l'approbation des rémunérations), sans tenir compte du fait que ce n'est pas l'Assemblée générale mais le Conseil qui nomme et évalue les dirigeants.

De même vouloir limiter les délégations au Conseil d'administration comme on le voit de plus en plus, c'est prendre un vrai risque de blocage. On est dans une situation où les investisseurs souhaitent éviter de donner un blanc seing au management mais ne veulent pas être impliqués positivement dans la gestion de l'entreprise. Derrière cette question se pose celle du rôle des fonds d'investissement et de la manière dont ils exercent leurs droits d'actionnaires. Désormais obligés de voter, ils imposent progressivement un modèle qui tend à limiter la liberté d'action du Conseil d'administration. On l'a observé récemment dans le refus des délégations d'augmentation de capital. Or l'intérêt du fonds peut ne pas coïncider à tout instant avec celui des autres actionnaires ni avec celui à plus long terme de l'entreprise.

Ce nouveau modèle en train de se mettre en place, ne constitue-t-il pas un frein à la prise de risques ? A l'inverse, les hedges funds sont eux dans une autre logique. Leur rôle est souvent mis en cause en France et à l'étranger. Mais leur bilan reste très positif et, par leur activisme actionnarial, ils placent l'entreprise sous tension. Faut-il s'en plaindre ?

*

*

*

En somme, un bon gouvernement d'entreprise ne saurait se résumer à des règles, même si celles-ci sont nécessaires. Il doit tenir compte de la situation des différents acteurs et de l'évolution de leur rôle.

Comme vous le rappelez, M. TIROLE, il importe de « monitorer » chaque situation pour la rendre optimale dans un environnement réglementaire mouvant.

A cet égard, le mérite de votre ouvrage est d'intégrer les aspects macro-économiques et l'influence des politiques publiques.

Vous soulignez les biais occasionnés par l'interventionnisme, souvent à courte vue, des pouvoirs publics.

La fiscalité de l'épargne, l'interventionnisme dans les investissements au sein des PME, sont caractéristiques de ce type de pratique.

Merci M. TIROLE de cette œuvre de grande ampleur.

Merci de remettre les stratégies des acteurs au cœur de l'analyse des conditions de financement des entreprises.

Cet effort pour modéliser les comportements est essentiel et ce prix est une modeste récompense à un travail exceptionnel.