

Le contrôle des organes de régulation (l'exemple du NYSE)

Interview de Marie-Anne Frison-Roche

Professeur des universités, Directeur du Forum de la Régulation

par Pierre Rancé

Journaliste, Chroniqueur judiciaire

Le scandale autour des 139,5 millions de dollars (124 millions d'euros) de primes touchés par le président de la bourse de New York, Dick Grasso, patron du NYSE, et sa démission relancent le débat sur le contrôle des organes de régulation.

Le Dalloz - *Qu'est-ce que le « NYSE », le New York Stock Exchange? Et quel est le problème?*

Marie-Anne Frison-Roche - Le NYSE est une société de droit privé qui organise à New York le premier marché financier des valeurs mobilières au monde. C'est la même fonction qu'exerce en Europe Euronext, elle aussi société de droit privé et qui gère notamment le marché réglementé en France. Comme toute autre société commerciale, le NYSE dispose d'un conseil d'administration. Jusqu'à maintenant, les administrateurs sont des représentants des sociétés cotées elles-mêmes et des intermédiaires financiers. Le principe est celui de l'autorégulation, qui repose sur la double idée d'un intérêt collectif bien compris et d'un sens commun de l'éthique. Dick Grasso était entouré de considération, d'une part, en raison de sa compétence et de sa réussite dans la gestion de la crise consécutive au 11 septembre - réussite pour laquelle il avait reçu 5 millions de gratifications -, d'autre part, parce qu'il représentait l'ascension sociale et financière à l'américaine, ayant débuté dans les services de base du NYSE, avant d'être successivement promu jusqu'à la présidence. Lorsque le marché a découvert cette prime de 140 millions de dollars, les sociétés émettrices, les investisseurs et les intermédiaires sur le marché ont estimé être floués, pour trois raisons: l'information leur avait été, au début, cachée, le montant leur paraissait déraisonnable, ils estimaient être en quelque sorte rackettés par une place financière sur laquelle ils ne peuvent pas ne pas opérer. Dick Grasso a donc donné sa démission, mais en affirmant qu'il ne le faisait que pour calmer le marché et non pas parce que son comportement aurait été en quoi que ce soit fautif.

Les juristes nord-américains se sont divisés à ce propos au regard du droit des sociétés, certains affirmant que l'attribution d'une prime à ce point disproportionnée est constitutive d'une faute, d'autres estimant que le montant des rémunérations des dirigeants sociaux n'est pas en tant que tel critiquable juridiquement, concluant au contraire qu'en ne défendant pas Dick Grasso les administrateurs ont été fautifs.

Cette « affaire Grasso » présente une autre difficulté qui en fait tout l'intérêt. En effet, ce qui est déjà discutable pour une société commerciale, au regard de la *corporate governance*, devient problématique lorsque celle-ci gère un marché financier, le NYSE étant essentiel dans la vie financière américaine et mondiale. Le NYSE est garant du bon fonctionnement du marché et contrôle les opérateurs, en cela il exerce une fonction de régulation. Or, un régulateur si richement récompensé peut en perdre son indépendance.

Le Dalloz - *Pourquoi a-t-il pu le faire?*

M.-A.F.-R. - Parce que le conseil d'administration a approuvé une telle rémunération. Cela pose problème quant au fonctionnement même de la société et quant à la connivence entre les administrateurs et le *manager*, au détriment des actionnaires. Il est vrai qu'il a suffi que ce montant soit connu du marché pour que la double pression des investisseurs (notamment le Conseil des investisseurs institutionnels qui réunit 141 fonds) et de l'autorité générale du marché financier (la *Securities and Exchange Commission* [SEC]) aboutisse à la démission. La pression de fait a comblé les lacunes de droit. En outre, la SEC exige une réforme radicale du fonctionnement sociétaire du NYSE. Nous sommes désormais dans le « post-Grasso ».

Le Dalloz - *Elle lui demande de revoir ses standards de gouvernance comme l'on dit aujourd'hui?*

M.-A.F.-R. - L'organisation sociétaire à établir doit non seulement améliorer le contrôle des *managers* - souci commun à toute société - mais encore permettre que le NYSE exerce sa fonction de régulation d'une façon impartiale tout en demeurant une entreprise commerciale. Les décisions des dirigeants ne doivent pas être influencées par la perspective de récompenses que lui accorderaient très volontiers des administrateurs dirigeant par ailleurs les opérateurs que le NYSE doit surveiller. Or, le NYSE était structurellement construit sur un gigantesque conflit d'intérêts.

Le Dalloz - *Autrement dit, il est difficile d'être à la fois le régulateur de la plus grande bourse du monde et de recevoir des dizaines de millions de dollars de sociétés que vous êtes censé contrôler.*

M.-A.F.-R. - Oui, la crise a rappelé cette évidence. Certes, la SEC avait déjà exprimé son inquiétude quant au fonctionnement du NYSE, notamment quand Dick Grasso avait fait

entrer en juin 2003 au conseil d'administration le président de Citygroup, banque qui venait d'être sanctionnée par la SEC pour les conflits d'intérêts patents de ses analystes financiers. Ainsi, dans le même temps que le NYSE émettait des règles de transparence, de contrôle et de lutte contre les conflits d'intérêts, portant sur les entreprises dont les titres sont cotés, à la suite des prescriptions de la société Sarbanes-Oxley d'août 2002, il fonctionnait selon les pratiques qu'il dénonçait. Mais, en quelque sorte, l'affaire Grasso est la meilleure chose qui pouvait arriver au NYSE. Un nouveau président a été choisi, John Reed. Il a proposé que le NYSE soit gouverné par deux conseils distincts, un « conseil de régulation » composé de personnalités qui ne sont pas parties prenantes sur le marché (par exemple, Madeleine Allbright pourrait en faire partie) et un conseil opérationnel, composé de représentants des sociétés cotées et des intermédiaires financiers. Selon lui, la réforme de corporate governance pourrait à la fois résoudre le conflit d'intérêts, reconnaître le NYSE comme régulateur avec les exigences d'impartialité inhérente à cette fonction, et néanmoins rester dans un système de *selfregulation*. Mais la SEC a déjà affirmé qu'elle exigeait un changement plus radical, faute de quoi l'adoption d'une législation serait envisagée.

Le Dalloz - Est-ce que cette affaire soulève les mêmes questions que pour les affaires Enron ou Vivendi par exemple?

M.-A.F.-R. - Ni Enron ni Vivendi n'ont pour fonction de surveiller les autres. Le cas du NYSE est complexe parce que la rémunération du régulateur a traduit une double capture: celle des entreprises cotées qui sont captives d'un marché et subissent le train de vie du régulateur, mais aussi celle du régulateur qui est incité à ne pas exercer son office de contrôle sur ces poules aux oeufs d'or que sont ses administrateurs, capture donc du régulateur par les régulés. Pour des entreprises ordinaires, si la question est plus simple, elle demeure difficile: qui doit décider du montant des avantages donnés aux *managers* et comment apprécier juridiquement ce montant? Cela doit au moins être voté par le conseil d'administration et sans doute être connu des investisseurs. Après la démission de Dick Grasso, le NYSE a continué à donner des bonis de plusieurs millions de dollars à ses *managers*, mais il l'a fait publiquement et s'est engagé à rendre publics les avantages de ses cinq premiers dirigeants. La question est en outre de savoir si le montant d'un avantage peut en soi être abusif. Pour l'heure, dès l'instant que les procédures de décision et d'information sont respectées, le montant n'est pas apprécié en tant que tel par le droit. On en reste à la conception classique du droit qui a la prudence de ne pas contrôler en tant que tel les montants - des prix et des avantages - parce ce qu'un

contrôle juridique de la valeur des choses et du travail serait **trop arbitraire.**

Le Dalloz - Au fait, où ont été puisés ces 150 millions de dollars?

M.-A.F.-R. - Les entreprises qui agissent sur le NYSE paient celui-ci pour le service rendu. Etre régulateur est un métier, tenir un marché est une fonction essentielle dont chacun bénéficie. Euronext fonctionne de la même façon. La difficulté est venue du fait que Dick Grasso a obtenu cette prime colossale sans en référer au-delà de son conseil d'administration. La démarche a été juridiquement possible parce que le NYSE est certes une société commerciale de droit privé, mais elle n'est pas elle-même cotée, ce qui la soustrait à toutes les obligations de contrôle et d'information qu'elle fait peser sur les autres! C'est pourquoi une des solutions évoquées est la transformation du NYSE en société cotée, de sorte que la pression des investisseurs puisse s'exercer directement sur le *management*. Par exemple, le *London Stock Exchange* et Euronext sont des sociétés commerciales cotées. Trois types de solutions sont donc concevables. La première est celle de revenir à des structures de droit public pour gérer les marchés financiers, la deuxième, à l'autre bout du spectre, est de confier cette tâche d'intérêt public à des sociétés de capitaux cotées, la troisième, médiane, et pour l'instant retenue pour le NYSE, est de demeurer dans un cadre ordinaire de droit des sociétés, mais en adaptant la structure sociétaire interne pour prévenir les conflits d'intérêts en distinguant le régulateur et l'opérationnel. Est par ailleurs conservée l'idée que le poids financier de la régulation pèse sur les entreprises qui en profitent. Par analogie, le financement de la COB est assuré par une série de taxes versées au régulateur public par les entreprises, dont le montant est calibré par la loi suivant le type d'opérations.

Le Dalloz - La COB n'existe plus aujourd'hui?

M.-A.F.-R. - Il est vrai que l'Autorité des marchés financiers (AMF) va bientôt succéder à la COB mais le principe a été conservé d'un tel financement. Il ne faut certes pas confondre le régulateur général du marché financier, comme la SEC ou l'AMF (qui demeure une institution de droit public) et ces sortes de régulateurs particuliers que sont les entreprises qui gèrent les différents marchés financiers, comme le NYSE ou Euronext, mais la fonction des unes s'enchaîne dans la fonction des autres. D'ailleurs, la loi de sécurité financière n° 2003-706 du 1er août 2003 qui a institué l'AMF lui donne liberté pour fixer elle-même le cadre général des rémunérations. On soulignera que le texte vise dans le même article la détermination de la déontologie du personnel. L'un ne peut aller sans l'autre. ■