

Chapitre 29

La gouvernance d'entreprise

Ces dernières années, plusieurs grandes entreprises ont été impliquées dans des scandales financiers, largement médiatisés (voir chapitre 2). Enron, dont la capitalisation boursière s'élevait en 2001 à 68 milliards de dollars, a fait faillite en quelques mois. Des milliers de salariés ont perdu non seulement leur emploi, mais également leur plan épargne-retraite qui était majoritairement investi en actions Enron... Six mois après Enron, WorldCom a connu un sort similaire, devenant la plus grande faillite de l'histoire (avant le scandale, l'entreprise affichait une capitalisation boursière de près de 120 milliards de dollars). L'Europe n'a pas été épargnée par ces scandales : les dirigeants d'Ahold, numéro trois mondial de la grande distribution, ont reconnu en 2003 avoir procédé à de nombreuses manipulations comptables, de même que ceux de Parmalat, huitième groupe privé italien.

Le point commun entre tous ces scandales est qu'ils sont liés à des manipulations comptables : les actionnaires, les analystes et les régulateurs ont été délibérément trompés par des dirigeants qui leur dissimulaient la situation financière réelle de l'entreprise. Comment de telles situations ont-elles pu se produire ? Pourquoi les dirigeants n'ont-ils pas agi dans l'intérêt des actionnaires ? Pourquoi les auditeurs externes n'ont-ils pas décelé les fraudes ? Pourquoi le Conseil d'administration de l'entreprise n'a-t-il pas réagi ?

Ces questions renvoient à ce que l'on appelle la gouvernance d'entreprise (*corporate governance*). Une mauvaise gouvernance est coûteuse pour l'entreprise et ses actionnaires. L'amélioration des mécanismes de gouvernance d'entreprise permet de créer de la valeur. En d'autres termes, le choix d'une bonne gouvernance peut être vue comme un projet à VAN positive. Les quatre premières sections de ce chapitre présentent les principaux mécanismes destinés à prévenir ou limiter les conflits d'agence entre dirigeants et actionnaires. Il n'est jamais possible de faire complètement disparaître ces conflits ; la cinquième section est donc consacrée aux règles juridiques limitant la capacité des dirigeants à mener des actions à l'encontre des actionnaires, en France et à l'étranger. Le chapitre se termine par l'analyse de l'influence de la gouvernance d'entreprise sur le conflit d'intérêt qui peut exister entre actionnaires (majoritaires et minoritaires).

29.1. Gouvernance d'entreprise et coûts d'agence

La **gouvernance d'entreprise** (ou **gouvernement d'entreprise**) traite du système de règles, de contrôles et d'incitations conçu pour limiter ou empêcher les fraudes et les conflits d'intérêt au sein des entreprises. De manière générale, l'objectif de la gouvernance d'entreprise

est de réduire les conflits dus à des intérêts divergents entre les parties prenantes¹. Certains conflits peuvent apparaître entre actionnaires et obligataires ; ils sont traités au chapitre 16. Ce chapitre se concentre, lui, sur les relations entre actionnaires et dirigeants, également propices à l'apparition de conflits d'intérêt. Les grandes entreprises adoptent souvent la forme juridique de la société anonyme et se caractérisent donc par la séparation de la propriété et du contrôle de l'entreprise.

Cette séparation constitue un des facteurs essentiels expliquant le succès de la société par actions en tant que forme organisationnelle (voir chapitre 1) : un investisseur donné peut être propriétaire d'une partie seulement de la société, et par là même diversifier ses placements, réduisant ainsi le risque auquel il est exposé. Cet élément est particulièrement important pour les dirigeants : ils peuvent diriger une entreprise sans être tenus d'en être les seuls propriétaires. De cette façon, ils réduisent leurs risques. Mais la séparation du contrôle et de la propriété n'a pas que des avantages : elle peut faire apparaître des conflits entre actionnaires et dirigeants, d'autant plus probables que leurs intérêts sont divergents. Pour dépasser ces conflits, il est nécessaire d'aligner les intérêts des uns et des autres, ce qui impose un coût, par exemple lié à une exposition au risque accrue des dirigeants. Un arbitrage entre réduction des conflits d'intérêt inhérents à la séparation entre contrôle et propriété et le coût de ces mécanismes doit alors présider à la mise en place d'une gouvernance d'entreprise efficace.

Un système de gouvernance se compose nécessairement de deux volets :

- des incitations, permettant d'aligner les intérêts des dirigeants et ceux des actionnaires : espoirs de promotion, rémunérations incitatives en fonction des performances de l'entreprise, octrois d'actions ou de stock-options aux dirigeants, etc.
- des sanctions : licenciement du dirigeant en cas de mauvais résultats ou suite à une offre publique d'achat hostile.

Ces deux volets peuvent être constitués de plusieurs mécanismes indépendants, susceptibles d'interagir de façon complexe. Ainsi, lorsqu'un dirigeant détient une fraction importante du capital de son entreprise, ses intérêts sont alignés avec ceux des actionnaires ; il est donc incité à agir dans leur intérêt. Mais il exigera certainement une rémunération plus élevée pour compenser le risque supplémentaire qu'il supporte et sera plus difficile à licencier en cas de besoin, car il détient de nombreux droits de vote en assemblée générale.

29.2. Le contrôle exercé par le Conseil d'administration

Le contrôle (*monitoring*) des actions et décisions des dirigeants constitue une première solution aux conflits d'intérêt. Ce contrôle est toutefois coûteux : il faut y consacrer du temps et de l'argent. Lorsque l'actionnariat de l'entreprise est très dispersé, les actionnaires n'ont, individuellement aucun intérêt à accepter seul de supporter ce coût. Il s'agit d'un problème classique de **passager clandestin** (*free-rider*) : l'actionnaire qui effectue le contrôle en supporte intégralement le coût, mais les bénéfices dudit contrôle sont partagés par tous les actionnaires. La mise en place d'un Conseil d'administration (CA) constitue une solution à ce problème, en

1. A. Shleifer et R. W. Vishny (1997), « A Survey of Corporate Governance », *Journal of Finance*, 52(2), 737-783 ; J. Tirole (2006), *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press.

délégant à quelques agents explicitement désignés et rémunérés à cet effet² le soin de contrôler les dirigeants. Les membres du CA, ou administrateurs, se voient reconnaître un pouvoir de contrôle et de décision, qu'ils doivent exercer dans l'intérêt des actionnaires. Les membres du CA sont élus par les actionnaires, lors d'un vote en assemblée générale. Une fois élus, les membres du CA élisent leur président et nomment le directeur général de l'entreprise. Lorsqu'une même personne cumule les deux fonctions, elle devient président-directeur général, ou PDG. Légalement, le CA « détermine les orientations de l'activité de la société et veille à leur mise en œuvre » (Code du commerce, art. L. 235-35). Il décide de la rémunération des dirigeants, approuve les investissements, les orientations stratégiques et les acquisitions majeures. Il a également la responsabilité de licencier le directeur général si cela se révèle nécessaire. En règle générale, pour alléger la tâche des membres du CA et améliorer la qualité du contrôle, différents comités spécialisés sont créés au sein du CA ; le comité d'audit, le comité des rémunérations et le comité des nominations sont les trois principaux.

Qui sont les administrateurs ?

Le CA est souvent composé majoritairement d'actionnaires importants de l'entreprise : ils sont plus incités que d'autres à contrôler de près le fonctionnement de celle-ci et disposent d'un avantage évident pour se faire élire. Mais ils ne sont jamais seuls : la loi impose aux entreprises la présence d'administrateurs représentant les salariés. Il arrive également, dans les entreprises dont l'État est actionnaire, que des administrateurs soient désignés par l'État. Ainsi, en 2007, le Conseil d'administration d'EDF comprend 18 membres nommés ou élus pour cinq ans : six élus en assemblée générale des actionnaires, six désignés par l'État (actionnaire principal) et six représentant les salariés.

Quelle que soit l'entreprise considérée, il est possible de classer les administrateurs en trois catégories :

- Les **administrateurs internes** sont des salariés, des anciens salariés ou des personnes en étroite relation avec des salariés de l'entreprise (liens familiaux par exemple).
- Les **administrateurs imparfairement indépendants** ne sont pas autant liés à l'entreprise que les administrateurs internes, mais ont une relation d'affaires réelle ou potentielle avec l'entreprise (banquiers, juristes, consultants, fournisseurs...). Leur avis pourrait être influencé par leur désir de satisfaire le directeur général ou par leurs intérêts personnels ou professionnels.
- Les **administrateurs indépendants** sont ceux qui n'ont pas d'intérêt commun – ni réel, ni potentiel – avec la direction. Ces administrateurs sont censés – plus encore que les précédents – agir dans l'intérêt des actionnaires. Ainsi, au Conseil d'EDF, cinq des six administrateurs élus par les actionnaires sont réputés indépendants, le dernier étant le PDG de l'entreprise.

L'indépendance du Conseil d'administration

Le contrôle que peut raisonnablement exercer le CA sur les dirigeants de l'entreprise est limité et varie beaucoup d'une entreprise à l'autre. On s'attend naturellement à ce que le contrôle soit plus efficace lorsque les administrateurs indépendants sont nombreux. Cette intuition a été vérifiée empiriquement : lorsque les administrateurs indépendants sont

² Par des lots de présence.

nombreux : a) le licenciement du directeur général en cas de mauvais résultats est plus probable³ ; b) les acquisitions destructrices de valeur sont moins nombreuses et lorsque l'entreprise est la cible d'une opération d'acquisition les dirigeants agissent davantage dans l'intérêt des actionnaires⁴ ; c) une part plus importante de la rémunération des dirigeants est octroyée sous forme d'actions ou de stock-options⁵. D'ailleurs le cours de Bourse des entreprises augmente lorsqu'un administrateur indépendant rejoint le CA, signe que cette annonce est bien accueillie par le marché.

Aucune étude n'apporte toutefois la preuve définitive d'un lien entre structure du CA et performances de l'entreprise. Les facteurs influençant les performances de l'entreprise sont en effet trop nombreux pour que l'on puisse discerner avec certitude l'effet propre du degré d'indépendance des membres du CA. Une difficulté supplémentaire réside dans la nature même de la fonction d'administrateur indépendant : les administrateurs indépendants sont, par définition, les moins impliqués dans l'entreprise de tous les membres du CA. Ils sont donc *a priori* moins sensibles aux performances de l'entreprise et moins incités à contrôler les dirigeants. Même les administrateurs indépendants les plus consciencieux ne consacrent pas plus d'un jour ou deux par mois à l'exercice de leur mandat, et il n'est pas rare que les administrateurs siègent dans plusieurs CA⁶ ou occupent des fonctions, souvent de direction, dans d'autres entreprises.

En théorie, les membres du CA sont élus en assemblée générale par les actionnaires. En pratique, il arrive bien souvent que le DG ou PDG soutienne explicitement certaines candidatures au CA, ce qui lui permet de disposer de membres du CA tout acquis à sa cause. Le vote des actionnaires n'est dans ce cas qu'une ratification des choix du dirigeant. Un CA est dit **sous influence** lorsque son devoir de contrôle est compromis par l'existence de liens étroits entre certains de ses membres et les dirigeants de l'entreprise. Des études empiriques ont établi que l'ancienneté du directeur général, surtout lorsqu'il préside également le CA, est un facteur déterminant de sa capacité à le contrôler : avec le temps, un nombre croissant d'administrateurs indépendants auront été proposés aux actionnaires par le directeur général ; même s'ils n'ont pas de relations d'affaires avec l'entreprise, il est probable qu'ils lui soient plus favorables que des membres présents au Conseil avant la nomination du dirigeant et qui ne lui doivent rien. Il n'est donc pas certain que la présence d'administrateurs indépendants améliore la qualité du contrôle exercé par le CA sur les décisions du dirigeant. De plus, même si l'on admet que les administrateurs indépendants exercent un contrôle efficace sur les dirigeants, rien n'assure que ce contrôle sera effectué dans l'intérêt des actionnaires : *quis custodiet ipsos custodes* ?

En France, le problème de l'indépendance du CA vis-à-vis des dirigeants est compliqué par l'existence de liens forts entre élites politiques et économiques, traditionnellement issues des mêmes grandes écoles – de commerce et d'ingénieur. À titre d'exemple, l'ENA et Poly-

- 3. M. Weisbach (1988), « Outside Directors and CEO Turnover », *Journal of Financial Economics*, 20(1-2), 431-460.
- 4. J. Byrd et K. Hickman (1992), « Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from Tender Offer Bids », *Journal of Financial Economics*, 32(2), 195- 207 ; J. Cotter, A. Shivdasani et M. Zenner (1997), « Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth During Tender Offers? », *Journal of Financial Economics*, 43(2), 195-218.
- 5. H. Ryan et R. Wiggins (2004), « Who is in Whose Pocket? Director Compensation, Board Independence, and Barriers to Effective Monitoring », *Journal of Financial Economics*, 73, 497-525.
- 6. Depuis la loi sur les nouvelles régulations économiques (2001), il n'est pas possible d'exercer simultanément plus de cinq mandats d'administrateur (ou de membre du Conseil de surveillance) de sociétés anonymes françaises.

technique ont vocation à former des hauts fonctionnaires, mais de plus en plus d'anciens élèves rejoignent le secteur privé et forment une partie non négligeable des dirigeants et membres de CA des entreprises françaises. L'existence d'un moule commun et de relations de proximité a-t-elle une influence sur la gouvernance des entreprises françaises ? Francis Kramarz et David Thesmar répondent à cette question⁷ en montrant que, sur la période 1992-2003, 20 % des entreprises françaises cotées sont dirigées par des polytechniciens ou des énarques, cette proportion étant d'autant plus forte que l'entreprise est grande (elles représentent 70 % de l'actif comptable total français !). Dans le même temps, 40 % à 50 % des administrateurs sont issus d'une de ces deux écoles. S'agit-il d'une coïncidence, d'une conséquence d'une supériorité intrinsèque de ces diplômés sur les autres ou d'une illustration de ce fameux « esprit de corps », si caractéristique des grandes écoles à la française ? Il semble que l'appartenance d'un dirigeant à un grand corps d'État joue un rôle lors de la nomination des administrateurs : les dirigeants diplômés de l'ENA ou de l'X qui ont occupé des fonctions dans le secteur public ont tendance à nommer des administrateurs ayant suivi le même parcours qu'eux. Ce résultat met donc en doute le concept même d'administrateur indépendant, alors que la quasi-totalité des grandes entreprises françaises met en avant le nombre d'administrateurs indépendants composant leur CA. De plus, cette étude montre que les entreprises dirigées par d'anciens hauts fonctionnaires souffrent d'une gouvernance d'entreprise plus mauvaise que les autres : a) les dirigeants ont une probabilité plus faible de se faire licencier ; b) ils sont souvent administrateurs de plusieurs autres sociétés, en plus de leur poste de directeur général ; c) ils ont tendance à réaliser des acquisitions destructrices de valeur ; d) les entreprises dirigées par d'anciens hauts fonctionnaires sont en moyenne moins profitables⁸.

La taille du Conseil d'administration

De manière un peu surprenante, les entreprises ayant un petit CA affichent de meilleures performances que les autres⁹. Certaines études en psychologie suggèrent que, de manière générale, les groupes de petite taille prennent de meilleures décisions que les grands ; cela peut constituer une explication à ce phénomène. D'autres explications relèvent de déterminants financiers : les entreprises qui ont des CA restreints sont souvent cotées depuis peu, car elles sont jeunes ou qu'elles viennent de s'introduire en Bourse. Les CA voient leur taille augmenter au fil du temps, pour diverses raisons : ainsi, il est fréquent qu'un ou deux sièges supplémentaires soient ajoutés au CA à la suite d'une opération de croissance externe, afin de satisfaire le directeur général de la cible...

-
- 7. F. Kramarz et D. Thesmar (2007), « Social Networks in The Board Room », *CEPR discussion paper*, n° 5496.
 - 8. Ce dernier résultat peut sembler contre-intuitif, puisqu'on pourrait penser que les dirigeants utilisent leurs relations (politiques...) au bénéfice de l'entreprise, à l'image de ce qui semble se produire aux États-Unis, selon plusieurs études. En France, cet effet semble être plus que compensé par un effet négatif : les dirigeants des grandes entreprises françaises mettraient à profit leur position pour limiter artificiellement les licenciements et favoriser les embauches en périodes d'élection, et ce, indépendamment du parti au pouvoir : M. Bertrand, F. Kramarz, A. Schoar et D. Thesmar (2007), « Politicians, Firms and the Political Business Cycle: Evidence from France », *document de travail*.
 - 9. D. Yermack (1996), « Higher Market Valuation of Companies with Small Boards of Directors », *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211.

Le Conseil d'administration des grandes entreprises françaises

Le cabinet Ernst & Young, en collaboration avec France Proxy, a publié en novembre 2007 une étude sur la composition du CA des grandes entreprises françaises. Le panel est composé de 57 entreprises cotées sur le compartiment A de Nyse-Euronext Paris.

- Le CA est composé d'une douzaine de membres en moyenne. Il se réunit en moyenne 7,5 fois par an.
- Un comité d'audit existe dans 93 % des cas ; un comité des rémunérations dans 90 % des cas et un comité des nominations dans 70 % des cas.
- La quasi-totalité des entreprises verse des jetons de présence ; leur montant moyen s'élève à 38 000 € par an et par administrateur (avec un maximum de 250 000 €).
- Un administrateur indépendant au moins est membre du CA dans 90 % des entreprises. Ils représentent 42 % des administrateurs. Seuls 17 % des administrateurs exercent deux mandats ou plus.
- 18 % des administrateurs sont d'origine étrangère (alors que plus de 50 % de l'activité des grands groupes français est réalisée hors de France) et seuls 8,5 % des administrateurs sont des femmes. Les membres sont âgés en moyenne de 59 ans.

29.3. Politique de rémunération et gouvernance d'entreprise

Outre le contrôle exercé par le CA, une politique de rémunération adaptée peut atténuer les conflits d'intérêt entre dirigeants et actionnaires, en alignant leurs intérêts respectifs.

Incitations, actions gratuites et stock-options

Depuis plusieurs années, la rémunération des dirigeants fait l'objet d'une attention particulière. Plusieurs cabinets de conseil sont même spécialisés dans l'élaboration de politiques de rémunération incitatives pour les cadres dirigeants. Il est vrai que les modalités de rémunération des dirigeants peuvent être très complexes : outre leur salaire de base, qui peut comprendre une part variable, ces contrats prévoient souvent :

- des bonus, indexés sur les performances comptables de l'entreprise ou d'une de ses divisions (croissance du résultat net...) ;
- des avantages en nature, du logement de fonction à la prise en charge de frais de représentation ;
- des actions, gratuites ou non¹⁰, ou des stock-options, octroyées dans le cadre de programmes d'intéressement pluriannuels ;

10. L'attribution d'actions gratuites aux salariés n'est autorisée en France que depuis 2005 (et dans la limite de 10 % du capital social).

des primes exceptionnelles, à l'occasion de l'arrivée du dirigeant (*golden hello*), de son départ (*golden parachute*) ou de clause de non-concurrence¹¹.

L'attribution d'un bonus est le moyen le plus simple d'aligner les intérêts du dirigeant et ceux des actionnaires. Mais cela impose de définir clairement un objectif justifiant la prime. Un objectif mal défini peut annuler l'effet incitatif de la prime. Ainsi, un dirigeant ayant droit à une prime élevée en cas de résultat net élevé aura probablement envie de réduire au minimum les dotations aux amortissements... Depuis le début des années 1990, les entreprises ont donc modifié leur raisonnement et ont recours à des instruments plus sophistiqués : actions gratuites et stock-options. Dans les deux cas, le principe est identique : attribuer au dirigeant des actions gratuites ou des stock-options l'incitera à augmenter autant que possible la valeur boursière de l'entreprise, car cela lui profite directement. Il n'est donc pas utile de définir explicitement un objectif. Une différence fondamentale existe néanmoins entre actions gratuites et stock-options : avec des actions gratuites, le dirigeant gagne quel que soit le prix futur de l'action, pourvu que l'entreprise ne fasse pas faillite, tandis qu'avec des stock-options il ne gagne de l'argent que s'il réussit à faire augmenter la valeur de l'action au-dessus du prix d'exercice de ses stock-options.

Rémunération et sensibilité aux performances de l'entreprise

De nombreuses études (essentiellement nord-américaines) ont mesuré la sensibilité de la rémunération des dirigeants aux performances de l'entreprise. Des années 1970 au milieu des années 1980, une augmentation de la valeur de l'entreprise de 1 000 \$ se traduisait en moyenne par une augmentation de la rémunération des dirigeants de 3,25 \$¹², dont deux dollars liés à une augmentation de la valeur des titres qu'ils détiennent et le reste aux stock-options et aux bonus. L'augmentation de la rémunération des dirigeants semble trop faible pour qu'ils soient réellement incités à exercer un effort supplémentaire au service des actionnaires. Mais une sensibilité accrue de la rémunération des dirigeants aux performances de l'entreprise a un coût : une réduction de la diversification du portefeuille des dirigeants, qui exigeront donc en contrepartie une prime de risque. Le degré de sensibilité optimal dépend par conséquent du niveau d'aversion au risque des dirigeants, qui est difficile à mesurer.

Les rémunérations des dirigeants ont connu une très forte augmentation au cours des 15 dernières années (voir figure 29.1). Cette augmentation a concerné les dirigeants d'entreprise dans tous les pays développés.

La rémunération des dirigeants en France

La rémunération des dirigeants des grandes entreprises est longtemps restée taboue. Mais la loi relative aux nouvelles régulations économiques a soumis les entreprises cotées à l'obligation de publier les rémunérations des dirigeants et membres du CA.

11. Ces primes exceptionnelles servent parfois autant à inciter les dirigeants qu'à éviter de payer certaines charges sociales ou des impôts.

12. M. Jensen et K. Murphy (1990), « Performance Pay and Top-Management Incentives », *Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264.

Citons quelques chiffres : en 2006, la rémunération moyenne d'un dirigeant d'une entreprise du CAC 40 est de près six millions d'euros, intéressement à long terme inclus (source : Towers Perrin, mai 2007). Les « grands patrons » français sont en 2007 les mieux payés d'Europe, à égalité avec les Britanniques, mais restent derrière les patrons américains, qui reçoivent en moyenne près de 13 millions d'euros. Néanmoins, ces derniers gèrent des entreprises qui sont en moyenne beaucoup plus grosses.

Pourquoi les dirigeants sont-ils autant payés ? Il semblerait que cela soit lié à la structure même du « marché ». Autrement dit, les bons dirigeants se paient cher parce qu'ils se font rares*. La concurrence est en effet très intense entre les entreprises pour fidéliser les meilleurs d'entre eux. En somme, c'est un peu la même chose qu'au football**.

* X. Gabaix et A. Landier (2006), « Why Has CEO Pay Increased So Much? », *NBER working paper*, n° 12365.

** À titre de comparaison, le salaire de Thierry Henry, le sportif français le mieux payé, atteint 14 millions d'euros ; le président de la République et le Premier ministre touchent chacun 240 000 € par an.

L'augmentation de la rémunération totale des dirigeants provient essentiellement des actions et stock-options qu'ils reçoivent chaque année. En d'autres termes, la hausse de la rémunération des dirigeants s'est accompagnée d'une augmentation du poids des composantes incitatives dans la rémunération. La sensibilité de la rémunération des dirigeants aux performances de l'entreprise a donc augmenté. Ainsi, dans les années 1990, une augmentation de 1 000 \$ de la valeur de l'entreprise se traduit par une augmentation de la rémunération des dirigeants de 25 \$¹³, soit presque huit fois plus que dans les années 1980.

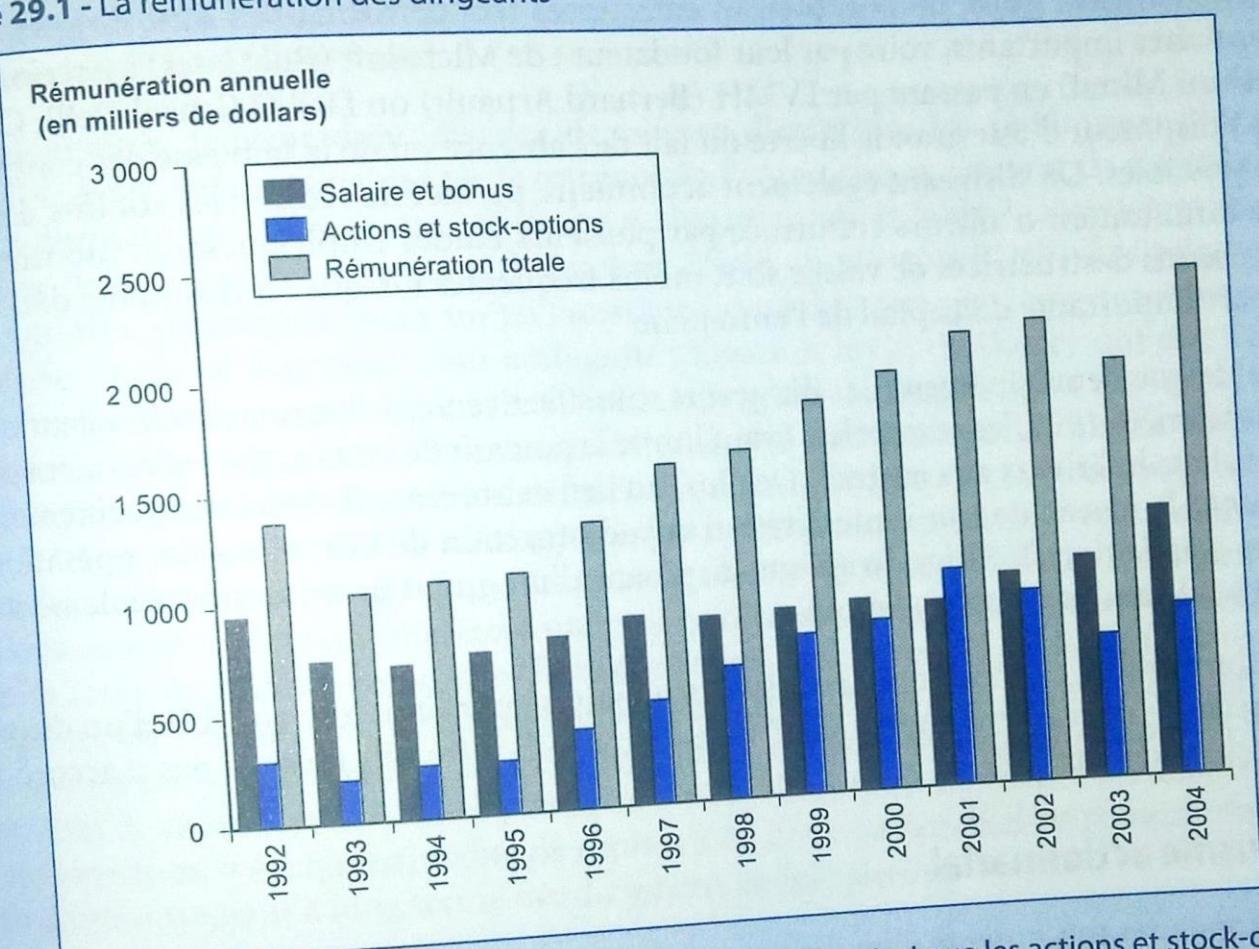
La diminution de la part des actions et des stock-options dans la rémunération des dirigeants, constatée à partir de 2001, suggère que la sensibilité de la rémunération des dirigeants aux performances avait atteint un niveau trop élevé ou que certains effets pervers étaient apparus. Ainsi, les stock-options sont souvent attribuées à la monnaie : le prix d'exercice est égal au prix du titre au moment de l'attribution. Les dirigeants sont donc incités à modifier le calendrier des annonces pour que les mauvaises nouvelles soient annoncées juste avant l'octroi de stock-options, afin de profiter d'un prix d'exercice plus faible, et que les bonnes nouvelles soient annoncées juste avant leur exercice¹⁴. Il semble même que certains dirigeants manipulent directement les caractéristiques de leurs stock-options pour maximiser leurs gains : ils définissent de façon *rétroactive* la date d'attribution des stock-options pour la faire coïncider avec une date où le prix de l'action était plus bas¹⁵. **Antidater** les stock-options permet aux dirigeants de recevoir des options *dans la monnaie*, ce qui revient à les rémunérer

-
13. B. Hall et J. Liebman (1998), « Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats? », *Quarterly Journal of Economics*, 103(3) 653-691.
 14. D. Yermack (1997), « Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements », *Journal of Finance*, 52(2), 449-476 ; N. Burns et S. Kedia (2006), « The Impact of Performance-Based Compensation on Misreporting », *Journal of Financial Economics*, 79, 35-67.
 15. E. Lie (2005), « On the Timing of CEO Stock Option Awards », *Management Science*, 51, 802-812 ; R. Heron et E. Lie (2007), « Does Backdating Explain the Stock Price Pattern Around Executive Stock Option Grants? », *Journal of Financial Economics*, 83, 271-295.

pour des performances passées dont ils ne sont pas responsables ou pour lesquelles ils ont déjà été rémunérés. Cette pratique est d'ailleurs très encadrée aujourd'hui¹⁶.

L'octroi de stock-options pose également un problème de définition des incitations offertes au dirigeant : les stock-options ont une valeur qui est fonction de la performance boursière *absolue* de l'action de l'entreprise. Lorsqu'une entreprise voit son cours de Bourse augmenter, ses dirigeants s'enrichissent – même si le cours de Bourse de l'entreprise a augmenté deux fois moins que celui de tous ses concurrents... On peut donc penser que les incitations offertes au dirigeant seraient meilleures si la rémunération du dirigeant était indexée sur la *surperformance* de l'entreprise par rapport à ses concurrents ou par rapport au marché. Cela permettrait également de récompenser un dirigeant dans un marché baissier, pourvu que le cours de son entreprise résiste mieux que les autres¹⁷.

Figure 29.1 - La rémunération des dirigeants



La figure représente le salaire et le bonus du dirigeant médian, ainsi que les actions et stock-options qu'il reçoit. L'échantillon est constitué des dirigeants des 1 600 plus grandes entreprises américaines entre 1992 et 2004.

Source : Execucomp.

-
16. Aux États-Unis, en 2006, des poursuites ont été menées conjointement par la SEC et le ministère de la Justice contre plus de 70 entreprises. Afin d'éviter de nouveaux abus, la SEC a établi une nouvelle réglementation : les entreprises doivent annoncer les octrois de stock-options dans les deux jours qui suivent leur attribution effective.
17. M. Bertrand et S. Mullainathan (2001), « Are CEOs Rewarded for Luck? », *Quarterly Journal of Economics*, 116(3), 901-929.

29.4. Comment limiter le pouvoir d'un dirigeant ?

De nombreux dirigeants tentent de bénéficier d'un pouvoir le plus grand possible. Lorsque les dirigeants manœuvrent dans le but de limiter le pouvoir des actionnaires ou des membres du CA, on parle d'une volonté d'**enracinement des dirigeants**. Les outils permettant à ces derniers de « s'enraciner » ont évolué au rythme des mesures prises par les actionnaires pour limiter les conflits d'intérêt. La mise en place de protections anti-OPA (les « pilules empoisonnées », voir chapitre 28), le renouvellement échelonné des mandats des administrateurs et la mise en place de restrictions à la convocation d'assemblées générales exceptionnelles comptent aujourd'hui parmi les mesures les plus efficaces pour garantir un pouvoir discrétionnaire fort au dirigeant. Les mesures d'enracinement prises par un dirigeant limitent-elles effectivement le pouvoir des actionnaires ? Cela impose-t-il aux actionnaires un coût ?

Après tout, le fait qu'un dirigeant ait un grand pouvoir dans l'entreprise n'est pas nécessairement mauvais. Ainsi, de nombreuses entreprises très performantes sont dirigées par des actionnaires importants, voire par leur fondateur : de Microsoft (Bill Gates) à Arcelor-Mittal (Lakshmi Mittal) en passant par LVMH (Bernard Arnault) ou Dell (Michael Dell). Ces dirigeants disposent d'une grande liberté du fait de l'absence ou de la faiblesse des contre-pouvoirs possibles. Un dirigeant également actionnaire permet de réduire les conflits d'intérêt. Cette intuition est d'ailleurs confirmée par plusieurs études empiriques, qui montrent que les décisions destructrices de valeur sont moins fréquentes lorsque les dirigeants détiennent une part importante du capital de l'entreprise¹⁸.

Il semble que l'enracinement des dirigeants soit effectivement destructeur de valeur et que, dans les années 1990, les entreprises ayant limité le pouvoir de leurs actionnaires aient affiché des résultats inférieurs aux autres¹⁹. De plus, un lien existe entre le degré d'enracinement des dirigeants, le niveau de leur rémunération et la destruction de valeur lors des opérations de fusions-acquisitions²⁰. Et les dirigeants disposant d'un grand pouvoir sont également plus difficiles à licencier en cas de besoin...

Quels sont les moyens dont disposent les actionnaires pour limiter le pouvoir d'un dirigeant ayant réussi à instrumentaliser le CA ? Que peuvent-ils faire s'ils ne sont pas d'accord avec les décisions qu'il prend ?

L'activisme actionnarial

Des actionnaires mécontents d'un dirigeant et constatant l'impuissance du CA disposent de moyens d'action directs pour éviter d'être expropriés par des dirigeants avant tout soucieux de leurs intérêts personnels.

-
- 18. R. Walkling et M. Long (1984), « Agency Theory, Managerial Welfare, and Takeover Bid Resistance », *Rand Journal of Economics*, 15(1), 54-68.
 - 19. P. Gompers, J. Ishii et A. Metrick (2003), « Corporate Governance and Equity Prices », *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155. La cause n'est toutefois pas claire : J. Core, W. Guay et T. Rusticus (2006), « Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations », *Journal of Finance*, 61(2), 655-687.
 - 20. G. Garvey et T. Milbourn (2006), « Asymmetric Benchmarking in Compensation: Executives Are Paid for Good Luck but Not Punished for Bad », *Journal of Financial Economics*, 82(1), 197-225 ; R. Masulis, C. Wang et F. Xie (2007), « Corporate Governance and Acquirer Returns », *Journal of Finance*, 62(4), 1851-1889.

La solution la plus simple, la plus immédiate et la moins coûteuse pour un actionnaire mécontent consiste à vendre ses actions. Les actionnaires effectuent alors, dans le jargon de la finance, un vote « avec leurs pieds ». Si ceux-ci sont nombreux à procéder ainsi, cela peut faire baisser la valeur des actions de l'entreprise, ce qui exerce une pression sur le dirigeant et augmente la probabilité qu'il se fasse licencier.

Les actionnaires peuvent également décider de voter « avec leurs mains ». Chaque année, le CA établit la liste des résolutions qui seront soumises à l'approbation des actionnaires lors de l'assemblée générale (AG). Un mois avant l'AG, un avis est publié au *Bulletin des annonces légales* (BALO), détaillant l'ordre du jour et la liste des résolutions proposées. Les actionnaires souhaitant participer à l'AG peuvent s'inscrire, et ce jusqu'à quelques jours avant la tenue de l'assemblée. S'il ne souhaite pas se déplacer, un actionnaire peut également voter par correspondance (et, depuis peu, pour certaines entreprises, par Internet). En France, deux tiers des actions sont en moyenne représentés aux assemblées générales des grandes entreprises cotées. À l'issue de l'AG, les entreprises ont l'obligation légale de communiquer aux actionnaires un procès-verbal.

Les actionnaires peuvent donc décider de refuser d'entériner les résolutions proposées par le CA. Ainsi, mécontents des performances de l'entreprise et refusant de jouer la Belle au bois dormant plus longtemps, 45 % des actionnaires de la Walt Disney Company ont refusé en 2004 de voter la réélection de Michael Eisner au poste de PDG²¹. Techniquement, la résolution a été adoptée, mais un tel taux de rejet est très rare pour une entreprise cotée en Bourse. Le signal était donc sans ambiguïté ; Eisner et le CA de Disney ont alors décidé qu'il renoncerait au poste de président du CA. Ce genre de mobilisation des actionnaires à l'encontre d'un dirigeant est fréquemment qualifié d'**activisme actionnarial**. En France, en 2007, 53 résolutions présentées et défendues par les dirigeants de 22 des 250 principales sociétés françaises cotées ont été ainsi rejetées par les actionnaires (Proxinvest). Ce niveau est le plus haut jamais atteint en France. Le taux de contestation des résolutions proposées par les dirigeants est également plus élevé qu'il y a quelques années : 5,13 % des votes exprimés pour les 250 plus grandes entreprises françaises en moyenne, contre 1,2 % en 1999 (pour les entreprises du CAC 40, le vote de contestation est de 6,6 % en 2007 contre 2,6 % en 1999). Les mesures les plus contestées concernent la mise en place de dispositifs anti-OPA (augmentation de capital en cas d'offre publique), les modifications statutaires limitant les droits des actionnaires, les augmentations de capital sans droit préférentiel de souscription et les plans d'intéressement à long terme des dirigeants et des salariés.

Exemple de résolutions rejetées en 2007 par les actionnaires d'entreprises du CAC 40

- autorisation d'augmentation de capital en cas d'offre publique (pilule empoisonnée) : rejetée par les actionnaires de Sanofi-Aventis et de Veolia Environnement (acceptée par ceux de PSA et de Danone) ;
- limitation des droits des actionnaires : rejetée par les actionnaires d'Essilor International et de Pernod Ricard ;

^{21.} M. Eisner cumulait en effet les postes de *Chairman of the Board* (président du CA) et de *Chief Executive Officer*, CEO (directeur général).

- augmentation de capital sans DPS : rejetée par les actionnaires d'Essilor International, de Total, de Renault (mais acceptée par ceux de Lagardère, d'Accor, de Vivendi et de Thomson) ;
- distribution d'actions gratuites aux dirigeants : rejetée par les actionnaires de Vallourec et de Capgemini (mais acceptée par ceux de Danone, d'Essilor International et d'Alcatel-Lucent).

Pour aller encore plus loin dans la contestation du dirigeant, les actionnaires peuvent demander, avant la tenue de l'AG, l'inscription à l'ordre du jour de l'AG d'un projet de résolution. Pour cela, ils doivent néanmoins détenir au moins 0,5 % du capital²² (seuil plus élevé pour les petites entreprises). Ce projet de résolution sera soumis au vote des actionnaires lors de l'AG. *A priori*, tout type de projet de résolution peut être envisagé. En pratique, trois catégories de résolutions sont déposées : interroger le dirigeant sur son mode de gestion, infléchir la stratégie de l'entreprise et dénoncer des pratiques jugées peu responsables (sous-traitance dans des pays à faible protection des salariés, etc.).

Il est rare que les résolutions déposées par des actionnaires soient approuvées lors de l'AG. Malgré cela, elles peuvent mettre en difficulté un dirigeant ou le CA si elles rencontrent un relatif succès. En France, en 2007, d'après Proxinvest, 27 résolutions proposées par les actionnaires minoritaires de 11 sociétés cotées ont été présentées. Pour la première fois, l'une d'entre elles a recueilli plus de deux tiers des voix, seuil nécessaire pour réformer les statuts d'une entreprise. Les actionnaires d'Alcatel-Lucent ont ainsi réussi à supprimer le plafonnement des droits de vote en vigueur jusque-là.

Amnesty International US : actionnaire militant

Amnesty International est une ONG, fondée en 1961, pour la défense des droits humains, la libération des prisonniers d'opinion, l'abolition de la peine de mort et de la torture. Outre les moyens d'action habituels, la section américaine d'Amnesty International a décidé de pratiquer l'activisme actionnarial. Amy O'Meara, chargée du programme « Entreprises et droits humains », dispose ainsi d'un budget annuel de 15 000 \$ pour acheter des actions. L'objectif n'est pas de toucher des dividendes, mais d'utiliser ces fonds pour orienter les décisions des entreprises. Aux États-Unis, il suffit en effet de détenir 2 000 \$ en actions pour participer aux AG et présenter au vote des actionnaires une résolution. En 2006, Amnesty International visait trois entreprises :

- Dow Chemical, afin qu'elle reconnaissse la responsabilité de sa filiale Union Carbide dans l'explosion de l'usine chimique de Bhopal qui fit plusieurs milliers de morts en 1984 ;
- Chevron Texaco, afin d'exiger la réduction de la pollution engendrée par des forages en Équateur ;

22. Les petits porteurs se réunissent souvent en association pour mieux défendre leurs intérêts et franchir ce seuil. La principale association de défense des actionnaires en France est l'Association de défense des actionnaires minoritaires (ADAM).

- Yahoo!, afin de faire cesser sa collaboration avec les pratiques répressives du gouvernement chinois.

Ces résolutions ont, au mieux, obtenu 10 % des suffrages. On est donc loin des 50 % nécessaires pour qu'elles soient adoptées. Malgré tout, pour Amnesty International, le bilan est positif car cela sensibilise de nombreux actionnaires et plusieurs gros investisseurs institutionnels à ses combats. Ainsi, par exemple, Amnesty International se félicite d'avoir convaincu, sur certains points, le fonds de pension de la ville de New York.

Qui sont les actionnaires les plus enclins à être activistes ? Ce ne sont pas nécessairement les petits actionnaires²³... Historiquement, les actionnaires institutionnels (les fameux « zinzins ») n'étaient pas non plus très enclins à exercer leur pouvoir, ce qui garantissait des AG tranquilles aux dirigeants. Mais le comportement de ces derniers a évolué au cours des deux dernières décennies vers une plus grande participation aux AG, certains allant jusqu'à mettre en avant l'effet de leur activisme sur la stratégie ou la gestion de certaines entreprises. Certains investisseurs institutionnels usent même d'artifices pour accroître leur poids au moment des AG. L'artifice le plus simple consiste à mettre en place des opérations de prêt-emprunt de titres autour de la date d'AG, ce qui augmente le nombre de droits de vote dont dispose l'actionnaire en question.

Le prêt-emprunt de titres et la question des droits de vote

En février 2008, Yves Mansion a remis à l'Autorité des marchés financiers un rapport destiné à prévenir les abus liés aux opérations de prêt-emprunt de titres autour des dates d'AG pour éviter les manipulations de vote. Certains investisseurs institutionnels parviennent en effet à emprunter jusqu'à 10 % des titres d'une société avant son AG. Le rapport s'interroge donc sur « la légitimité des opérations de prêt-emprunt de titres en période d'assemblées générales, dans la mesure où les droits de vote qui s'attachent aux titres empruntés peuvent servir à soutenir des actions ponctuelles, menées par certains types d'investisseurs pour influer sur le déroulement de l'AG ou obtenir le contrôle d'une société, sans en prendre de risque capitaliste et en toute opacité vis-à-vis des autres actionnaires et du marché ». Le rapport souligne que ces opérations de prêt-emprunt favorisent la liquidité des titres, mais demande, au minimum, davantage de transparence à leur propos. Pour aller plus loin, il serait possible de suspendre les droits de vote des titres empruntés ou de renforcer les obligations d'information des emprunteurs de titres.

Certains investisseurs institutionnels peuvent jouer un rôle actif lors de l'élaboration de la stratégie de l'entreprise, par le biais de contacts privés avec les dirigeants et les administrateurs. Ces investisseurs disposent alors d'une influence justifiée par la possibilité qu'ils ont de faire appel aux autres actionnaires en cas de divergence avec la direction de l'entreprise.

23. C'est la conséquence de ce que les économistes appellent le paradoxe du vote : avant de décider d'aller voter, les agents arbitrent entre coûts (se déplacer pour aller voter, s'informer...) et bénéfices (défendre ses choix). La probabilité qu'un actionnaire vote est dans cette optique fonction du nombre de titres qu'il détient et de son anticipation du résultat du vote : plus le résultat est incertain, plus l'incitation à aller voter est forte.

Des études ont établi que les investisseurs institutionnels « activistes » arrivent fréquemment à leurs fins sans même que le problème ne soit rendu public²⁴.

Soulignons que le débat sur la participation des investisseurs institutionnels au vote lors des AG a pris une tournure nouvelle depuis 2007 avec le débat sur les fonds souverains (*sovereign wealth funds*).

Les fonds souverains

Les fonds souverains sont des fonds gérés par des États. La plupart des fonds souverains tirent leurs ressources de l'exploitation des ressources naturelles ou d'excédents commerciaux (qui se traduisent par une augmentation des réserves de change).

Ces fonds souverains existent depuis de nombreuses années, mais attirent de plus en plus l'attention des médias. Cette notoriété soudaine tient à l'augmentation des montants qu'ils gèrent (au total, plus de 2 000 milliards de dollars, soit à peu près la moitié des réserves de change mondiales) et à la nationalité de ces fonds, essentiellement en provenance de pays émergents asiatiques et moyen-orientaux.

En-cours des principaux fonds souverains (en 2007)

Pays	Fonds	Année de création	Montant (mds de \$)
Émirats arabes unis	Abu Dhabi Investment Authority	1976	875
Norvège	The Government Pension Fund of Norway	1990	380
Singapour	Government of Singapore Investment Corp.	1981	330
Arabie Saoudite	Divers		300
Koweït	Kuwait Investment Authority	1953	250
Chine	China Investment Company Ltd	2007	200
Hong Kong	HK Monetary Authority Investment Portfolio	1998	163
Russie	Stabilization Fund of the Russian Federation	2004	158
Singapour	Temasek Holdings	1974	115

L'essor des fonds souverains a suscité de vives réactions, certains s'inquiétant du risque de déstabilisation des marchés financiers, compte tenu des montants en jeu et de leur concentration ainsi que de leur mode de gestion. Comment ces nouveaux acteurs sur la scène financière mondiale vont-ils se comporter ? Seront-ils des investisseurs cherchant à optimiser leurs placements ? Auront-ils des objectifs stratégiques et/ou politiques ? Il est bien sûr trop tôt pour répondre à ces questions. Mais l'Union européenne ainsi que le FMI réfléchissent au sujet et élaborent un « code de conduite », exigeant une transparence minimale de ces acteurs. Certains pays ont défini plusieurs secteurs stratégiques et songent à fixer des plafonds au capital détenu par les investisseurs étrangers.

24. W. Carleton, J. Nelson et M. Weisbach (1998), « The Influence of Institutions on Corporate Governance Through Private Negotiations: Evidence from TIAA-CREF », *Journal of Finance*, 53(4), 1335-1362.

La menace d'une prise de contrôle

Si l'activisme actionnarial ne suffit pas à faire entendre raison à un dirigeant n'oeuvrant pas dans le sens souhaité par les actionnaires, ces derniers disposent d'un dernier moyen d'action : remplacer les dirigeants au moyen d'une prise de contrôle hostile²⁵. Il arrive que la simple menace d'une OPA hostile suffise à rappeler à l'ordre le dirigeant récalcitrant. En effet, lorsqu'un dirigeant se sent menacé, il a tout intérêt à satisfaire ses actionnaires, ce qui revient – dans la logique de création de valeur pour les actionnaires – à améliorer la gestion de l'entreprise. Les administrateurs également peuvent craindre une telle prise de contrôle, susceptible d'aboutir à leur remplacement en cas d'OPA hostile. En cas d'une telle menace, leur contrôle sur les actions des dirigeants sera donc renforcé.

La menace pèse d'autant plus lourdement sur les épaules des dirigeants que les OPA hostiles sont fréquentes. Ainsi, les périodes d'activité soutenue de fusions-acquisitions constituent des périodes pendant lesquelles les dirigeants ont plutôt intérêt à agir en faveur de leurs actionnaires²⁶. L'existence de cette menace explique d'ailleurs les raisons pour lesquelles dirigeants et membres du CA tentent fréquemment de faire adopter par l'assemblée générale des dispositifs anti-OPA (pilules empoisonnées). Ces projets de résolution sont fréquemment rejetés par les actionnaires, à juste titre semble-t-il : de nombreuses études empiriques suggèrent en effet l'existence d'un lien négatif entre existence de mesures anti-OPA hostiles et performances de l'entreprise.

Au niveau *global*, il convient de souligner que l'amélioration des incitations des dirigeants ne repose pas réellement sur les prises de contrôle effectives – qui demeurent, somme toute, assez rares –, mais sur la menace implicite qu'elles représentent. En fait, il faut que le pouvoir au sein d'une entreprise soit *contestable* (au sens de la **contestabilité** des marchés), c'est-à-dire qu'il soit possible de le faire changer de main. À ce sujet, d'importantes différences existent d'un pays à l'autre : certains pays disposent d'un « marché du contrôle des entreprises » beaucoup plus actif et efficace que d'autres. La France ne brille pas par la contestabilité de son marché du contrôle des entreprises, les dirigeants des entreprises françaises étant moins fréquemment licenciés que les autres ; en particulier qu'aux États-Unis où les prises de contrôle hostiles sont plus courantes que dans les autres pays.

29.5. La réglementation

La nomination d'administrateurs indépendants, la mise en place de rémunérations incitatives ou l'activisme actionnarial sont autant de mécanismes *internes* de gouvernance d'entreprise. Ces mécanismes sont apparus spontanément pour résoudre les conflits d'agence entre actionnaires et dirigeants. Ceux-ci ne suffisent pas toujours, et le recours à la réglementation s'impose parfois, notamment pour défendre les intérêts des petits porteurs. Une réflexion consacrée aux moyens d'améliorer la gouvernance d'entreprise a débuté au milieu des années 1990, qui a mené à la réalisation de plusieurs rapports de « bonnes pratiques ». Ceux-ci n'ayant pas été suffisants pour empêcher les excès et scandales des années 2000, l'État est intervenu pour imposer des règles communes à toutes les entreprises.

25. C'est d'ailleurs un motif fréquent des prises de contrôle (cf. chapitre 28).

26. W. Mikkelsen et M. Partch (1997), « The Decline of Takeovers and Disciplinary Managerial Turnover », *Journal of Financial Economics*, 44(2), 205-228.

L'élaboration de codes de « bonne conduite »

Comme le veut la tradition française, de nombreux rapports officiels ont été consacrés à la question de l'amélioration de la gouvernance d'entreprise. Ces rapports ont été en général élaborés à l'initiative de syndicats ou d'organismes patronaux. Les principaux rapports ayant orienté la réflexion sont :

Le rapport Viénot 1, commandité en 1995 par l'Association française des entreprises privées et le Conseil national du patronat français, est le premier rapport à aborder spécifiquement le problème de la mission, de la composition et du fonctionnement d'un Conseil d'administration.

Le rapport Viénot 2, commandité en 1999 par l'Afep et le Medef, reprend les recommandations du rapport précédent et insiste sur la dissociation des fonctions de président du CA et de directeur général²⁷. Il plaide pour la transparence des rémunérations des cadres dirigeants d'entreprises cotées, y compris en ce qui concerne la distribution d'actions gratuites et de stock-options.

Le rapport Bouton, commandité en 2002 par l'Afep et le Medef, intervient alors que la confiance des investisseurs est sérieusement ébranlée par les scandales financiers Enron, Worldcom, Parmalat, etc. Il insiste de nouveau sur la nécessaire indépendance du Conseil d'administration et invite à renforcer celle des commissaires aux comptes, à améliorer la qualité de l'information financière et à revoir les normes comptables.

Ces rapports ont été utilisés comme bases dans de nombreuses entreprises pour améliorer leur organisation et leurs mécanismes de gouvernance. Néanmoins, cela n'a clairement pas suffi ; l'État a donc défini des règles minimales, s'imposant à toutes les entreprises.

La loi sur les nouvelles régulations économiques

La loi sur les nouvelles régulations économiques (NRE) a été votée par le Parlement français le 15 mai 2001. La loi NRE a invité à la dissociation des fonctions de présidence du Conseil d'administration de celles de direction. Le passage à ce nouveau système de direction et de contrôle est au choix du Conseil d'administration (voir chapitre 1). De plus, la taille du CA est limitée (à 18 membres, 24 en cas de fusion) et un nombre maximal de mandats par administrateur (cinq) est défini.

Une des grandes originalités de la loi NRE est qu'elle impose aux entreprises cotées de diffuser, dans leur rapport annuel, des informations sur les conséquences sociales et environnementales de leurs activités (article 116). La France est ainsi le seul pays où la publication de telles informations est obligatoire. Cette démarche s'inscrit dans le cadre de la responsabilité sociale des entreprises (RSE), qui postule que les entreprises doivent avoir d'autres objectifs que la maximisation de la valeur actionnariale²⁸.

27. En 1992, au Royaume-Uni, la commission Cadbury préconisait déjà de séparer les fonctions de directeur général et de président du CA ; il semble que les entreprises ayant suivi cette recommandation aient eu de meilleurs résultats : J. Dahya, A. A. Lonie et D. M. Power (1996), « The Case for Separating the Roles of Chairman and CEO: An Analysis of Stock Market and Accounting Data », *Corporate Governance*, 4(2), 71-77.
28. A. Rebérioux (2005), « Les fondements microéconomiques de la valeur actionnariale », *Revue économique*, 56(1), 51-76.

La responsabilité sociale des entreprises ?

Pour Milton Friedman, prix Nobel d'économie en 1976, la réponse est simple : « *la responsabilité sociale des entreprises est de faire des profits [...] ; l'entreprise moderne n'a pas de responsabilité sociale envers le public, ses seules responsabilités sociales sont les revenus qu'elle procure à ses propriétaires. Le travail d'un dirigeant est de faire de l'argent, d'atteindre ou de battre l'indice de référence du marché* » (New York Times Magazine, 13 sept. 1970).

À l'inverse, les partisans de la responsabilité sociale des entreprises refusent cette conception qu'ils jugent réductrice et cherchent, au contraire, à réconcilier l'entreprise et la société. L'idée sous-jacente est de faire en sorte que les entreprises prennent en compte l'intérêt de leurs actionnaires (*shareholders*), mais également celui des autres parties prenantes (*stakeholders*), c'est-à-dire de tous ceux qui participent, de près ou de loin, à la vie de l'entreprise – salariés, fournisseurs, consommateurs, pouvoirs publics, etc. Cette idée de conciliation entre économie, social et environnement s'inscrit dans le droit fil du développement durable. C'est cette même idée que l'on retrouve chez les promoteurs de l'investissement socialement responsable (voir chapitre 11).

La loi sur la sécurité financière

La loi sur la sécurité financière (LSF) a été adoptée le 17 juillet 2003 en réaction aux scandales boursiers consécutifs à l'éclatement de la bulle Internet. Cette loi a renforcé la responsabilité, civile et pénale, des dirigeants. Elle a également amélioré le fonctionnement et le contrôle des « métiers du chiffre » : analystes financiers, agences de notation, commissaires aux comptes, avec la création d'un Haut Conseil du Commissariat aux comptes, etc. L'objectif de la loi était de limiter les sources de conflits d'intérêt potentiels : indépendance des commissaires aux comptes, séparation des activités d'audit et de conseil...

La loi sur la sécurité financière a également créé une institution publique indépendante, chargée de la régulation et de la supervision des marchés financiers : l'Autorité des marchés financiers (AMF). L'AMF est le résultat de la fusion de la Commission des opérations de Bourse (COB), créée en 1967, et de deux autres organes de régulation, le Conseil des marchés financiers et le Conseil de discipline de la gestion financière²⁹. Ses missions principales sont :

- de veiller à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers ou tout autre instrument donnant lieu à appel public à l'épargne ;
- d'œuvrer au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers ;
- de contrôler l'information mise à la disposition des investisseurs et de garantir l'équité entre eux, ce qui implique de lutter contre les délits d'initié.

La lutte contre les délits d'initié

Les délits d'initié (*insider tradings*) sont des opérations d'achat ou de vente de titres en Bourse par des personnes physiques ou morales disposant d'informations « privilégiées ». Celles-ci

29. L'équivalent de l'AMF aux États-Unis est la Securities and Exchange Commission (SEC) créée en 1933.

peuvent avoir été obtenues directement ou indirectement (on parle alors de recel de délit d'initié). Les délits d'initié sont sanctionnés, car ils créent une inégalité entre investisseurs sur les marchés financiers. Si, aux États-Unis, la lutte contre les délits d'initié est ancienne (la réglementation date de 1934), il a fallu attendre 1967 pour que ce délit soit défini en droit français (Code monétaire et financier, article L.465-1).

Au premier rang des personnes susceptibles de commettre des délits d'initié figurent les dirigeants des entreprises qui, par définition, disposent d'informations auxquelles les autres investisseurs n'ont pas accès. Si les dirigeants avaient la possibilité de profiter de leurs informations, ils pourraient réaliser systématiquement des profits au détriment des autres investisseurs, ce qui réduirait l'incitation de ces derniers à placer leur épargne sur les marchés.

Les dirigeants sont donc des initiés « primaires ». Mais des consultants, des banquiers, des auditeurs, des journalistes, des administrateurs et bien d'autres encore peuvent également avoir accès à des informations privilégiées du fait de leur profession ou de leur fonction. On parle alors d'initiés « secondaires ». En tout état de cause, d'un point de vue juridique, le délit d'initié est souvent difficile à déceler, et plus encore à prouver, tout particulièrement lorsqu'il s'agit d'initié secondaire. Néanmoins, les sanctions sont lourdes pour ceux qui se font prendre : en France, les délits d'initié peuvent donner lieu à des peines d'emprisonnement d'une durée maximale de deux ans et d'amendes pouvant représenter jusqu'à dix fois le gain réalisé lors de l'opération frauduleuse³⁰.

Un délit d'initié sanctionné par l'AMF

En octobre 2005, T. Boutin a vendu à découvert, pour le compte de l'entreprise dont il était le dirigeant et l'unique actionnaire, 1 143 447 actions de la société Cyberdeck. Or, il s'avère que cette dernière projetait de réaliser une augmentation de capital, ce que savait T. Boutin (et pour cause, cette augmentation de capital était réservée à son entreprise). Après l'annonce de l'augmentation de capital, l'action Cyberdeck a perdu près de 20 % ce qui a permis à T. Boutin de réaliser un gain de 375 000 €.

Après que le service de la Surveillance des marchés eut constaté des volumes inhabituels pour le titre Cyberdeck, le secrétaire général de l'AMF a décidé d'ouvrir une enquête. Au terme de celle-ci, l'AMF a infligé une sanction de 1,2 million d'euros à T. Boutin. C'est la plus grave sanction signifiée à une personne physique pour un délit d'initié depuis la création de l'AMF.

Et à l'étranger ?

La France ne fait pas figure de cas isolé : tous les pays développés ont procédé à la remise à plat de leur droit des sociétés depuis 2000, dans le sens d'une plus grande sévérité, justifiée par le souci d'éviter de nouveaux scandales financiers. Ainsi, aux États-Unis, plusieurs textes visant à renforcer la gouvernance d'entreprise ont été votés, la loi Sarbanes-Oxley, ou Sox, étant le

30. En 2006, aux États-Unis, Jeffrey Skilling, ex-PDG d'Enron a été reconnu coupable, entrez autres, de délit d'initié et condamné à 24 ans et quatre mois de prison et 45 millions de dollars d'amende.

plus important. Votée en 2002, cette loi a pour objectif principal d'améliorer la qualité et la fiabilité des informations fournies au CA et aux actionnaires. Pour cela, elle impose :

- *Le renforcement de l'indépendance du processus d'audit.* Les cabinets d'audit doivent s'assurer que les états financiers reflètent de façon fiable la santé financière de l'entreprise. Beaucoup d'auditeurs avaient une relation de longue date avec leurs clients, ce qui ne les incitait pas à être très exigeants vis-à-vis de l'équipe dirigeante avec laquelle ils travaillaient ! Plus grave encore, certains cabinets d'audit proposaient en plus de leurs activités traditionnelles des activités de conseil, aux mêmes entreprises. Les conflits d'intérêt potentiels étaient donc nombreux. Pour y mettre fin, la loi Sox fixe des limites strictes aux prestations non liées à l'audit qu'un cabinet peut offrir aux entreprises dont elle audite les comptes et impose une rotation des auditeurs tous les cinq ans.
- *L'alourdissement des sanctions en cas de divulgation d'informations erronées.* Le directeur général et le directeur financier doivent désormais certifier personnellement la fiabilité des états financiers présentés aux actionnaires. En cas de fausses déclarations intentionnelles, les amendes peuvent atteindre cinq millions de dollars et les peines d'emprisonnement 20 ans (soit, théoriquement, plus que pour un homicide sans prémeditation...).
- *L'obligation pour les entreprises de faire valider leur processus de contrôle interne.* La procédure de contrôle interne doit être évaluée ; en outre, les conclusions doivent être publiées dans les états financiers (le référentiel le plus utilisé est le COSO, *Committee Of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission*). Cette obligation est celle qui a suscité le plus de débats, car sa mise en œuvre est coûteuse pour les entreprises. Son coût a initialement été évalué à 1,24 milliard de dollars, mais des études plus récentes estiment celui-ci à plus de 20 milliards de dollars.

La loi Sox ne s'applique pas qu'aux entreprises américaines, mais à toutes les entreprises cotées aux États-Unis. Suite à sa mise en place, certaines entreprises étrangères ont décidé de se faire radier de la cote aux États-Unis, échappant ainsi aux obligations imposées par la loi Sox.

Entretien avec Michel Prada, Président de l'AMF

Michel Prada est Président de l'Autorité des Marchés Financiers depuis novembre 2003. Il était Président du Comité exécutif de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV) de sept. 1996 à sept. 1998 et Président du Comité technique de sept. 1998 à mai 2000, puis de nouveau depuis octobre 2005.

Comment l'Autorité des marchés financiers fait face aux enjeux européens ?

Bien avant la création de l'AMF, en 2003, la COB a été particulièrement active pour promouvoir la construction d'un système européen de régulation des marchés financiers. Première étape de ce processus, la création du « Forum Européen des Régulateurs de Marché » (FESCO) en 1997. C'est ensuite une initiative de la Présidence française qui a permis le lancement du processus « Lamfalussy » et la mutation du FESCO en CESR (Comité Européen des Régulateurs de Valeurs Mobilières) en septembre 2001 et la confirmation de son implantation à Paris. Au cours des années suivantes, la COB puis l'AMF ont été très engagées dans la mise au point du « Plan d'action des services financiers » conduit par la Commission européenne qui

comporte nombre de changements dans notre dispositif, et, notamment, l'abandon de la règle « historique » de concentration des ordres sur le marché réglementé.

Les directives adoptées dans le cadre du Plan d'action pour les services financiers ont été transposées en France dans les délais et sans surenchère réglementaire, ce qui permet ainsi aux acteurs de la Place de bénéficier pleinement des possibilités offertes par le nouvel environnement juridique et de s'inscrire de manière positive dans la compétition européenne. Ceci est particulièrement vrai pour la directive MIF qui modifiera en profondeur le métier de l'intermédiation. L'ensemble de ces réformes a été conduit dans le cadre d'un dialogue de grande qualité avec les acteurs du marché. Cette relation régulière entre le régulateur et les professionnels est devenue une des forces de la Place de Paris. L'achèvement du marché unique européen rend désormais nécessaire la définition d'objectifs opérationnels clairs. L'Europe financière doit, en particulier, accorder la priorité au maintien d'un haut niveau de surveillance du marché et des acteurs afin d'assurer une protection adaptée de l'investisseur et un fonctionnement régulier du marché. C'est dans cet esprit que l'AMF a participé activement aux réflexions conduites dans le cadre de l'évaluation du processus Lamfalussy. Les conclusions du Conseil européen de Lisbonne montrent que les enjeux de la supervision des marchés financiers sont au cœur des priorités de l'ECOFIN. L'AMF souhaite que cette réflexion aboutisse dans les meilleurs délais, en particulier en ce qui concerne l'organisation et les pouvoirs des comités de régulateurs, afin de leur donner les moyens d'exercer pleinement leurs missions. La crise récente des *subprimes* souligne la nécessité de développer également au plan mondial une supervision des marchés mieux articulée. À ce titre, la réactivité et la coordination des différentes instances internationales qui participent à la régulation des marchés financiers et de ses acteurs est un enjeu fondamental. L'AMF prend toute sa place dans ces discussions. En témoigne, par exemple, la publication de son rapport sur les agences de notation qui aborde certains sujets saillants de cette crise. En outre, l'AMF participe activement aux réflexions du Forum de la stabilité financière et assure la présidence du groupe de travail spécial de l'OICV sur la crise des *subprimes*.

Quelles sont les principales innovations réglementaires qui répondent aux défis de compétitivité de la place de Paris ?

Dans cet environnement de plus en plus ouvert et concurrentiel, le premier défi de la Place est sa compétitivité et son positionnement en Europe et dans le monde, sans porter atteinte à son intégrité. À ce titre, il convient de saluer l'initiative prise par le président de la République de demander à Madame Christine Lagarde, Ministre de l'Économie, des Finances et de l'Emploi, de réunir un Haut Comité de Place pour mettre en synergie les initiatives propres à en améliorer l'attractivité.

L'AMF se félicite de plusieurs innovations réglementaires qui contribueront à rendre notre place plus compétitive et plus ouverte aux investisseurs européens et mondiaux, avec notamment la création d'un compartiment de marché destiné aux cotations sans offre préalable au public, en particulier celles d'émetteurs étrangers. Il faut citer également les réflexions en cours sur la multigestion alternative qui visent à donner une plus grande marge de manœuvre aux sociétés de gestion gérant des *hedge funds*, permettant ainsi de développer des stratégies plus innovantes. Au-delà de ces réformes de fond, il faut enfin souligner l'importance de la démarche de meilleure régulation engagée par l'AMF en

2006. A titre d'exemple, la procédure d'agrément des OPCVM adoptée en janvier 2008 simplifiera les contrôles *a priori* en permettant d'accélérer la délivrance des visas grâce à une plus grande responsabilisation des sociétés de gestion. Cette réforme allègera les tâches administratives de l'AMF, lui permettant ainsi de se concentrer sur les aspects les plus sensibles au regard de la protection de l'investisseur. Par ailleurs, les petites et moyennes entreprises bénéficieront d'un effort d'adaptation du cadre réglementaire européen à leur spécificité. En outre, les émetteurs adhérant volontairement aux meilleurs standards de Place pourront également accéder à une procédure dite de « *fast track* » permettant d'accélérer la délivrance du visa à l'occasion de leurs opérations financières.

29.6. La protection des actionnaires

Les droits des actionnaires, la structure de propriété et de contrôle des entreprises varient d'un pays à l'autre. Ainsi, le degré de protection des investisseurs est sensiblement plus élevé aux États-Unis qu'en France et plus en France qu'en Thaïlande, par exemple. Depuis les travaux de La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny, la question est de savoir si ces différences sont liées à l'origine du système légal³¹ : ils suggèrent en effet que le système juridique britannique (régime de la *common law*) assure une meilleure protection des actionnaires que le droit civil français, germanique et scandinave. Ce lien entre type de système juridique et protection des investisseurs est toutefois controversé : ainsi, en Grande-Bretagne, la protection des investisseurs n'est pas très ancienne. D'ailleurs, au début du xx^e siècle, la protection des actionnaires minoritaires n'existe pas nulle part³².

En tout état de cause, les droits des investisseurs et la protection dont ils disposent varient sensiblement entre les pays. L'essentiel du débat relatif à la gouvernance d'entreprise porte sur les conflits d'agence entre actionnaires et dirigeants. Mais il ne faut pas ignorer que des conflits peuvent apparaître entre **actionnaires majoritaires** et **actionnaires minoritaires**, liés au contrôle de l'entreprise. Théoriquement, ce contrôle revient à l'actionnaire ou au groupe d'actionnaires détenant 50 % des droits de vote, donc du capital. En fait, plusieurs méthodes permettent à certains actionnaires de contrôler effectivement une entreprise sans détenir la moitié de son capital. Ce problème peut apparaître dans plusieurs configurations : lorsqu'un actionnaire détient un bloc de contrôle (ce qui est particulièrement fréquent dans le cas des entreprises familiales), lorsque l'entreprise a émis des actions à droits de vote multiples, ou encore lorsqu'une structure pyramidale est mise en place. Bien entendu, ces situations ne s'excluent pas mutuellement³³.

L'existence de blocs de contrôle

Un actionnaire détient un **bloc de contrôle** lorsque la quantité de titres qu'il détient lui assure *de facto* le contrôle de l'entreprise ; on parle alors d'**actionnaire de contrôle**. Détenir

31. R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer et R. Vishny (1998), « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, 106, 1113-1155.
32. J. Franks, C. Mayer et S. Rossi (2006), « Ownership: Evolution and Regulation », *European Corporate Governance Institute Finance working paper*.
33. OCDE, 2007, « Absence de proportionnalité entre propriété et contrôle », Groupe de direction sur le gouvernement d'entreprise, décembre.

20 % des droits de vote d'une entreprise permet généralement de la contrôler, lorsque le reste des actions est dispersé entre de nombreux petits actionnaires.

Une **entreprise familiale** (ou entreprise patrimoniale) est une entreprise dont une partie importante du capital est aux mains d'une même famille. Ces entreprises sont beaucoup plus nombreuses que ce que l'on croit généralement : elles représentent ainsi deux tiers des entreprises cotées à la Bourse de Paris et près de la moitié des sociétés qui composent le CAC 40. On retrouve de telles entreprises dans tous les pays, aux États-Unis, où un tiers des sociétés parmi les 500 plus grandes sont des entreprises familiales (Wal-Mart, etc.), ou en Inde, où les groupes Tata et Mittal portent les noms de leurs fondateurs, qui sont actionnaires principaux et dirigeants de l'entreprise.

Lorsqu'un actionnaire, un groupe d'actionnaires ou une famille exerce son contrôle sur une entreprise, les conflits d'intérêt apparaissent rarement entre actionnaires et dirigeants : ces derniers sont souvent très proches des actionnaires de contrôle, voire en font partie. Mais cette proximité est susceptible de faire apparaître un nouveau conflit d'intérêt, entre les différents groupes d'actionnaires : le dirigeant risque de ne plus agir dans l'intérêt de *tous* les actionnaires, mais seulement dans l'intérêt des actionnaires contrôlant les blocs de contrôle. Cela peut se traduire, par exemple, par l'embauche de toute la famille à des postes à haute rémunération, mais pas nécessairement à hautes responsabilités. Il est également possible que l'entreprise conclue des contrats favorisant d'autres sociétés, contrôlées par la même famille.

En pratique, il semble que les entreprises familiales aient de meilleurs résultats que les autres, que l'entreprise soit dirigée par son fondateur ou l'un de ses héritiers³⁴. Les raisons de cette bonne performance des entreprises familiales sont encore débattues, mais relèvent peut-être d'une gestion des ressources humaines plus « paternaliste » : lorsque la conjoncture est mauvaise, les entreprises familiales ont moins tendance que les autres à licencier. En contrepartie, les rémunérations sont en moyenne plus faibles dans ces entreprises, ce qui en améliore la profitabilité.

Les actions à droits de vote multiples

La démocratie actionnariale suppose *a priori* une proportionnalité entre fraction du capital détenue, droits sur les flux de trésorerie de l'entreprise et droits de vote. C'est le fameux principe « une action = une voix ». Certaines entreprises s'affranchissent pourtant de ce principe cardinal, en émettant des **actions à droits de vote multiples**. En France, une entreprise peut émettre des actions à droits de vote doubles qui, comme leur nom l'indique, donnent deux voix lors des votes en assemblée générale. Ces actions permettent à une entreprise de lever des capitaux, tout en limitant la dilution dont sont victimes les actionnaires qui contrôlent l'entreprise, ceux-ci disposant de droits de vote plus importants que la fraction du capital qu'ils contrôlent effectivement. L'émission d'actions à droits de vote doubles est très réglementée. En particulier, elles doivent faire l'objet d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire.

34. D. Thesmar et D. Sraer (2007), « Performance and Behavior of Family Firm: Evidence From The French Stock market », *Journal of the European Economic Association*, 5(4), 709-751. Comme le soulignent les auteurs, ce dernier résultat est plutôt contre-intuitif : en effet, ne dit-on pas souvent : « la première génération crée, la deuxième la maintient et la troisième la tue » ?

Les actions à droits de vote multiples sont monnaie courante en Allemagne, au Brésil, au Canada, en Italie, en Corée du Sud, dans les pays scandinaves. Au contraire, elles sont rares aux États-Unis et interdites en Belgique, en Chine, au Japon, à Singapour ou en Espagne.

Les pyramides

Un troisième moyen pour contrôler une société sans détenir la majorité du capital est de créer une **pyramide**, ou **structure pyramidale**. Dans une pyramide, un actionnaire ou un groupe d'actionnaires contrôle l'entreprise de « tête ». Cette entreprise contrôle une ou plusieurs autres entreprises qui, à leur tour, peuvent contrôler de nouvelles entreprises. Si les pourcentages de contrôle sont à chaque fois de 50 %, l'actionnaire majoritaire de la première entreprise contrôle les entreprises du deuxième niveau, même s'il ne détient effectivement que 25 % de leur capital. De même, son contrôle sur les entreprises de troisième niveau s'exerce alors qu'il n'en détient que 12,5 %. Plus la pyramide comprend de niveaux, plus le contrôle de l'actionnaire s'exerce avec un pourcentage faible du capital et plus la différence entre le contrôle effectif et les droits sur les flux de trésorerie futurs augmente, car ces derniers correspondent à la fraction directe des actions détenues.

Les pyramides de ce type sont courantes, en particulier en Europe et en Asie. Ainsi, la figure 29.2 résume la pyramide mise en place par la famille Pesenti en Italie (en 1995)³⁵. La famille Pesenti contrôle cinq entreprises du secteur de la construction – Italmobiliare, Ital cementi, Franco Tosi, Cementerie Siciliane et Cementeri de Sardegna, alors qu'elle ne détient la majorité du capital d'*aucune* d'entre elles. Ainsi, la famille Pesenti reçoit 29 % des dividendes d'Italmobiliare, qui a droit à 32 % des dividendes d'Italcementi qui elle-même a droit à 74 % des dividendes de Cementerie Siciliane. La famille Pesenti n'a donc droit qu'à $29\% \times 32\% \times 74\% = 7\%$ des dividendes de Cementerie Siciliane. Pourtant, elle contrôle 45 % des droits de vote de cette entreprise... La pyramide, doublée d'actions à droits de vote multiples, permet donc à la famille Pesenti de contrôler une entreprise dont elle détient à peine 7 % des actions !

Le conflit d'intérêt est évident : la famille Pesenti a tout avantage à faire « remonter » les profits (et donc les dividendes) vers le haut de la pyramide – c'est-à-dire vers les entreprises dans lesquelles ses droits sur les dividendes sont plus élevés. Cette pratique, inhérente à la forme pyramidale, est qualifiée de *tunnelling*³⁶. La famille Pesenti pourrait, par exemple, obliger Cementerie Siciliane à signer un contrat avec son fournisseur Italmobiliare, prévoyant un prix très favorable à ce dernier. Les profits de Cementerie Siciliane seraient donc réduits au profit de ceux d'Italmobiliare, ce qui profite à la famille Pesenti et lèse les actionnaires minoritaires de Cementerie Siciliane.

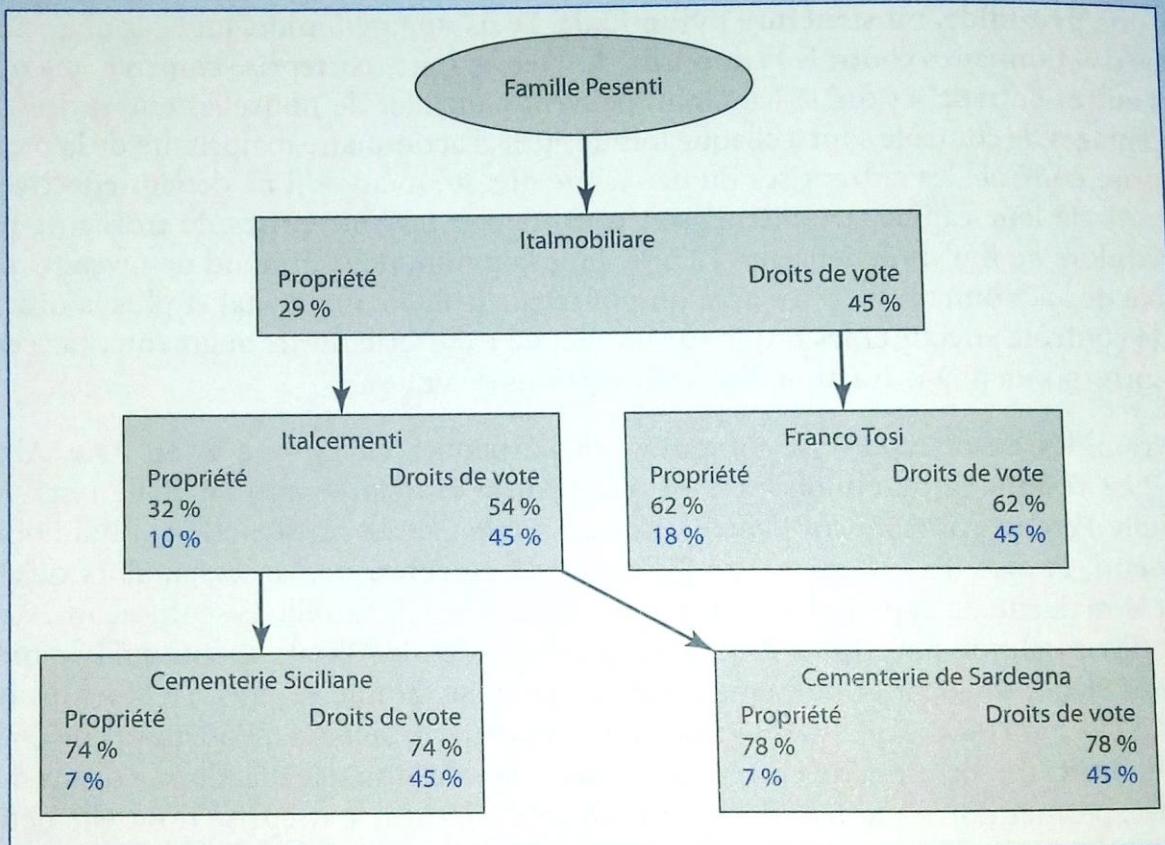
Ces actionnaires minoritaires savent qu'ils subissent les décisions des actionnaires de contrôle et qu'ils risquent d'être expropriés d'une partie de leurs bénéfices. On s'attend donc à ce que

35. P. Volpin (2002), « Governance with Poor Investor Protection: Evidence from Top Executive Turnover in Italy », *Journal of Financial Economics*, 64(1), 61-90 ; H. Almeida et D. Wolfenzon (2005), « A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups », *Journal of Finance*, 61(6), 2537-2680.

36. S. Johnson, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes et A. Shleifer (2000), « Tunneling », *American Economic Review*, 90(2), 22-27. Ce nom provient d'une image, les bénéfices étant remontés discrètement (dans un tunnel) dans la pyramide, avant d'apparaître au grand jour dans une entreprise dont la famille contrôlant la pyramide possède une large part des droits au dividende.

le prix des actions soit plus faible en présence d'un actionnaire de contrôle et d'une pyramide qu'en son absence, ce qui est confirmé par de nombreuses études empiriques³⁷. En d'autres termes, cela signifie que l'actionnaire de contrôle doit supporter un coût lié à son contrôle sur l'entreprise : le coût du capital de l'entreprise est plus élevé.

Figure 29.2 - La pyramide mise en place par la famille Pesenti (1995)



Chaque cadre représente une entreprise, pour laquelle sont indiqués les droits aux dividendes et les droits de vote détenus par la famille Pesenti. Lorsque ces deux pourcentages sont différents, cela signifie qu'il existe des actions à droits de vote multiples. Les chiffres en noir représentent les droits de l'entreprise située un niveau au dessus dans la pyramide, les chiffres en rouge ceux de la famille Pesenti. Ainsi, Italmobiliare détient 54 % des droits de vote d'Italcementi, avec seulement 32 % des actions. La famille Pesenti détient 29 % des actions Italmobiliare, mais 45 % de ses droits de vote. Au final, la famille Pesenti ne reçoit que 10 % des dividendes d'Italcementi mais détient 45 % des droits de vote de cette entreprise.

Les participations croisées

Dans certains pays, de nombreuses entreprises sont liées les unes aux autres par l'intermédiaire de **participations croisées** (*cross-holdings*). C'est le cas notamment en France et en Allemagne, et encore plus au Japon et en Corée du Sud. Au Japon, les entreprises appartenant à un tel groupe sont de plus liées à une banque qui finance et contrôle les entreprises du groupe. Ces groupes sont appelés des *keiretsu*. Bien que les liens entre entreprises

37. P. Hanouna, A. Sarin et A. Shapiro (2004), « Value of Corporate Control: Some International Evidence », *University of Southern California working paper* ; C. Doidge (2004), « U.S. Cross-listings and the Private Benefits of Control: Evidence from Dual Class Shares », *Journal of Financial Economics*, 72(3), 519-553.

d'un *keiretsu* aient été largement distendus par la crise rencontrée par le Japon au cours des années 1990, il n'en demeure pas moins que cette structure d'actionnariat croisé continue à caractériser les entreprises japonaises. Bien évidemment, les actionnaires minoritaires d'une entreprise appartenant à un tel groupe ont peu, voire pas, de pouvoir. En Corée du Sud, les *chaebols* sont d'énormes conglomérats d'entreprises opérant dans des secteurs d'activités très divers : Hyundai, Samsung, LG... SK Corporation a par exemple des filiales dans les secteurs de l'énergie, de la chimie, de la pharmacie et des télécommunications. Contrairement aux *kereitsu* japonais, les *chaebols* coréens ne sont pas liés à une banque.

29.7. Qu'est-ce qu'une bonne gouvernance ?

La gouvernance d'entreprise est un système qui mélange incitations et contraintes pour limiter les conflits d'intérêt entre parties prenantes d'une entreprise. Les bénéfices d'une bonne gouvernance sont évidents. Mais il ne faut pas ignorer les coûts liés à un système de gouvernance d'entreprise : les administrateurs d'une entreprise doivent être rémunérés, les stock-options imposent aux actionnaires une dilution, un système de contrôle est coûteux, etc.

Au final, un arbitrage doit être effectué entre coûts et bénéfices d'une amélioration de la gouvernance d'entreprise, et celui-ci peut être complexe. Aucun modèle de gouvernance ne conviendra parfaitement à toutes les entreprises. Il serait par exemple ridicule d'affirmer que les actionnaires minoritaires de Microsoft ont pâti du contrôle exercé par Bill Gates sur son entreprise. Mais des contre-exemples existent...

De plus, le système de gouvernance dans une entreprise donnée est le fruit de l'histoire et de contingences propres. Son efficacité dépend de la volonté des actionnaires et des dirigeants actuels et passés, mais également des normes juridiques, comptables et sociales du pays : certaines pratiques acceptables dans un pays ne le sont pas ailleurs. Ainsi, il n'est pas surprenant que les structures de gouvernance d'entreprise diffèrent autant entre entreprises et pays³⁸.

Résumé

1. La gouvernance, ou gouvernement, d'entreprise traite du système de règles, de contrôles et d'incitations conçu pour limiter ou empêcher les fraudes et les conflits d'intérêt au sein des entreprises.
2. Les conflits d'intérêt entre dirigeants et actionnaires sont créés par la séparation entre propriété et contrôle de l'entreprise. Pour atténuer ces conflits, les actionnaires disposent de différents moyens (incitatifs ou contraignants).
3. Le Conseil d'administration (CA) nomme les dirigeants, contrôle leurs décisions et peut mettre fin à leurs fonctions. Il détermine les orientations stratégiques de l'entreprise et veille à leur mise en œuvre. Les administrateurs doivent théoriquement agir

³⁸. J. Franks et C. Mayer (1997), « Corporate Ownership and Control in the UK, Germany and France », *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(4), 30-45 ; R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes et A. Shleifer (1999), « Corporate Ownership Around the World », *Journal of Finance*, 54(4), 471-517 ; D. K. Denis et J. J. McConnell, 2003, « International Corporate Governance », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 1-38.