

**Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise :  
Principaux enseignements**

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

### Avant-propos

L'OCDE a publié ses *Principes de gouvernement d'entreprise* en 1999, après une série de grandes crises financières. Cette même année, l'OCDE a organisé les premières réunions de ce qui allait être les Tables rondes sur le gouvernement d'entreprise en Asie et en Russie, les *Principes* étant ainsi mis au service non seulement des pays de l'OCDE, mais aussi des économies en développement et des économies émergentes. En 2001, des Tables rondes étaient également en place pour l'Amérique latine, l'Eurasie et l'Europe du sud-est. Ces Tables rondes ont été organisées en étroite coopération avec le Groupe Banque mondiale.

Au fil des ans, les Tables rondes sont devenues de véritables coalitions régionales pour la promotion de la réforme du gouvernement d'entreprises. Les Tables rondes ont réuni 38 économies non membres et un grand nombre de pays de l'OCDE. Elles ont appuyé les initiatives de réforme nationales et régionales, rédigé des livres blancs servant de plan d'action pour les réformes futures, sensibilisé aux enjeux du gouvernement d'entreprise et, surtout, permis d'échanger des expériences et d'élaborer de nouvelles idées. Les travaux des Tables rondes, placés sous les auspices du Centre de l'OCDE pour la coopération avec les non-membres, se poursuivent sous la forme d'une aide à la mise au point des mesures d'exécution des recommandations formulées dans les livres blancs. Les Tables rondes ont représenté également l'un des éléments essentiels de l'évaluation actuelle des *Principes de l'OCDE*, qui ont maintenant valeur de référence au niveau mondial pour l'amélioration du gouvernement d'entreprise.

Ce rapport, qui s'appuie sur l'expérience des 25 réunions des Tables rondes, recense les principaux problèmes de gouvernement d'entreprise auxquels doivent faire face les économies en développement et les économies émergentes et présente les solutions possibles. Les cinq Tables rondes n'auraient pu voir le jour sans le précieux concours et la générosité d'un grand nombre de partenaires et de co-organisateurs, notamment le Forum mondial sur le gouvernement d'entreprise, qui a fourni un soutien financier essentiel pour toutes les Tables rondes ainsi que pour le présent rapport. Enfin, ce sont les participants aux Tables rondes qu'il faut avant tout remercier ; leur contribution restera fondamentale dans l'action que les Tables rondes mèneront ces prochaines années pour l'amélioration du gouvernement d'entreprise.



Richard Hecklinger  
Secrétaire général adjoint

### **Remerciements**

Nous tenons à remercier la Division des affaires d'entreprise de l'OCDE pour ce rapport dont le principal auteur est David Robinett. Nous sommes également reconnaissants à Charles Oman, du Centre de développement de l'OCDE, et à Chris Pierce, de l'Institute of Directors, pour leurs précieuses observations, ainsi qu'à tous les participants aux Tables rondes, dont les contributions et interventions ont permis de rédiger ce rapport.

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

### TABLE DES MATIÈRES

RÉSUMÉ ET PRINCIPALES CONCLUSIONS .....	6
RAPPEL .....	11
I. PROPRIÉTÉ ET CONTRÔLE .....	15
La prédominance des actionnaires de contrôle .....	16
Contrôle et propriété .....	17
Actionnaires de contrôle, direction et actionnaires minoritaires .....	18
Les coûts pour l'actionnaire de contrôle .....	20
Contrôle étatique et privatisation .....	21
Persistance du contrôle de l'État .....	23
II. APPLICATION .....	25
Le système judiciaire .....	25
Recours de l'actionnaire .....	27
L'autorité de réglementation des valeurs mobilières et les organismes d'autoréglementation .....	28
La bourse .....	30
Discipline de marché et auto-exécution .....	31
III. DROITS ET TRAITEMENT ÉQUITABLE DES ACTIONNAIRES .....	33
Le problème des « avantages privés » liés au contrôle .....	34
Participation effective à l'assemblée générale des actionnaires .....	36
Vote par procuration et actionnaires étrangers .....	38
Opérations importantes et opérations avec des parties liées .....	39
Droit à évaluation et droit de retrait .....	39
Opérations avec des parties liées .....	40
Augmentation de capital .....	41
Changement de contrôle et radiation de la cote officielle .....	42
Opérations d'initié .....	45
Implication effective des actionnaires .....	47
Actionnaires de contrôle .....	47
Investisseurs institutionnels .....	49
Investisseurs individuels .....	50
IV. LE CONSEIL D'ADMINISTRATION : OBLIGATIONS ET RESPONSABILITÉS .....	52
Obligations légales des administrateurs .....	53
Responsabilité civile et pénale des administrateurs .....	55
Améliorer l'efficacité du conseil d'administration .....	58
Administrateurs indépendants .....	58
Développer le professionnalisme du conseil d'administration .....	60
Les administrateurs politiques .....	61
Vote, nomination et rémunération .....	61
Information et soutien .....	63
Pratiques et structures du conseil d'administration .....	64

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

Le rôle du conseil d'administration dans les opérations majeures et les opérations avec les parties liées	65
Structure du conseil d'administration et comités.....	65
Conseil et comité d'audit.....	67
<b>V. LE RÔLE DES PARTIES PRENANTES .....</b>	<b>69</b>
Rôle des salariés.....	69
Participation des salariés à la gouvernance des sociétés par actions .....	70
Les salariés en tant qu'actionnaires .....	71
Droit d'alerte pour les salariés.....	73
Rémunération fondée sur les performances.....	74
Rôle des créanciers.....	74
Protection des droits des créanciers.....	75
Réforme bancaire et responsabilité.....	79
Comportement responsable de la société .....	81
<b>VI. TRANSPARENCE ET DIVULGATION .....</b>	<b>83</b>
Des normes strictes de divulgation .....	83
Normes comptables internationales.....	84
Thèmes spécifiques concernant l'information financière.....	86
Garantir une transparence et une divulgation efficaces.....	87
Autorités de réglementation et bourses .....	87
Les professions de comptable et de commissaire aux comptes .....	89
Le rôle de la société .....	90
<b>BIBLIOGRAPHIE.....</b>	<b>92</b>
<b>GLOSSAIRE .....</b>	<b>96</b>

### Tableaux

Tableau 1. Pays non membres participant aux tables rondes .....	12
Tableau 2. Exemples d'organismes régionaux et internationaux participant aux tables rondes.....	13
Tableau 3. Contrôle ultime des sociétés cotées en bourse dans certains pays.....	16
Tableau 4. Différences entre propriété et contrôle pour les actionnaires de contrôle.....	18
Tableau 5. L'impact de la privatisation dans certaines économies en transition.....	22
Tableau 6. Introduction de lois sur les opérations d'initié .....	46
Tableau 7. Pays ayant introduit des retraites obligatoires à gestion privée .....	49
Tableau 8. Instituts de formation des administrateurs de société .....	61
Tableau 9. Structure des organes d'administration dans un certain nombre de pays de l'OCDE et de pays non membres.....	66
Tableau 10. Participation des salariés au gouvernement d'entreprise .....	71
Tableau 11. Volume total de crédit au secteur privé dans un certain nombre de pays.....	76
Tableau 12. L'utilisation du droit de la faillite dans un certain nombre de pays.....	77
Tableau 13. Participants aux tables rondes ayant subi une crise financière .....	80
Tableau 14. Utilisation des normes IAS .....	85

### Figures

Figure 1. Groupe hypothétique de société.....	17
---	----

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

### Encadrés

Encadré 1 – Séparation de la propriété et du contrôle : l'exemple d'un groupe de Hong Kong Chine ....	18
Encadré 2. Quantification des avantages du contrôle .....	19
Encadré 3. La privatisation en Chine et en Inde .....	23
Encadré 4 – L'action ut singuli en Corée .....	28
Encadré 5 – Formes de siphonnage.....	34
Encadré 6. Améliorer le gouvernement d'entreprise : les apports en nature en Roumanie .....	42
Encadré 7 – Le dilemme de la passivité du conseil d'administration .....	53
Encadré 8 – Les obligations de l'administrateur : loyauté envers qui ?.....	54
Encadré 9. Gouvernement d'entreprise : le contexte général.....	73
Encadré 10. Les coûts de l'opacité.....	84

## RÉSUMÉ ET PRINCIPALES CONCLUSIONS

1. L'expérience de la transition économique et la fréquence des crises financières qu'ont connues les économies en développement et les économies de marché émergentes confirment qu'un faible cadre institutionnel de gouvernement d'entreprise est incompatible avec un développement durable des marchés financiers. Un bon gouvernement d'entreprise aide à combler le fossé entre les intérêts des gestionnaires d'une entreprise et ceux des actionnaires qui en sont propriétaires ; la confiance des investisseurs s'en trouve renforcée et les entreprises peuvent ainsi plus facilement se procurer des fonds propres et financer leurs investissements. Un bon gouvernement d'entreprise contribue également au respect des obligations juridiques de l'entreprise et à la mise en place de relations créatrices de valeur avec les différents acteurs, notamment les salariés et les créanciers.

2. Pour oeuvrer à la réforme du gouvernement d'entreprise au niveau mondial, l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) a créé, en coopération avec le Groupe Banque mondiale, cinq tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Asie, Russie, Amérique latine, Eurasie et Europe du sud-est. Ces quatre dernières années, l'OCDE a organisé 25 réunions des tables rondes régionales dans 17 pays. Trente-huit pays non membres et la majorité des pays Membres de l'OCDE y ont participé. Les tables rondes ont reçu également le soutien de donateurs nationaux ou multilatéraux et du Forum mondial sur le gouvernement d'entreprise.

3. Les tables rondes ont mis en lumière un large éventail de problèmes de gouvernement d'entreprise dans les cinq régions. Un grand nombre de pays participants ont pris l'initiative de réformes pour régler ces problèmes. Il reste néanmoins beaucoup à faire. Les tables rondes régionales ont permis d'établir des livres blancs régionaux sur le gouvernement d'entreprise recensant les réformes prioritaires. Les tables rondes continueront de prêter leur concours à l'élaboration et à la mise en oeuvre de ces réformes prioritaires. On résumera ci-après les principaux constats des tables rondes. L'un des enseignements cruciaux est l'utilité des *Principes de gouvernement d'entreprise* pour structurer le dialogue multilatéral sur les politiques à suivre. Les réunions des tables rondes ont confirmé l'adaptabilité des *Principes* aux différents contextes juridiques, économiques et culturels.

**4. Principaux enseignements des tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise :** Le présent rapport donne un large aperçu du gouvernement d'entreprise dans les pays participants, à partir des débats et de la documentation des 25 réunions et aussi d'autres sources. Les expériences sont assurément très diverses d'une région et d'un pays à l'autre et, souvent, d'une entreprise à l'autre d'un même pays, mais les points communs sont nombreux.

**5. Structure du capital et contrôle :** Pour les cinq régions, on constate une forte concentration de l'actionnariat et du contrôle dans certaines sociétés ou certains groupes de sociétés. Cette concentration est souvent considérée comme la solution au problème fondamental que soulève le gouvernement d'entreprise, celui de la relation de mandat. Mais, faute de cadre juridique et réglementaire crédible, elle risque de ne pas avoir les effets bénéfiques attendus. Tel sera en particulier le cas si le contrôle s'exerce par le biais de dispositifs pyramidaux<sup>1</sup> et de participations croisées, qui dissocient la propriété et le contrôle de

---

1 . Voir le glossaire figurant à la fin du document.

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

l'entreprise. Une information insuffisante sur la propriété effective et le recours à des structures opaques de contrôle ne font souvent qu'aggraver les choses. Les problèmes qui peuvent résulter de la conjonction de ces trois phénomènes — concentration de l'actionnariat, faiblesse de la protection de l'actionnaire et déficience de l'information — ont été mis en lumière lors de toutes les tables rondes régionales. Les livres blancs s'y attaquent en préconisant plus de transparence, une information plus complète, une plus grande efficacité du conseil d'administration ainsi que la protection des droits des actionnaires et leur traitement équitable.

6. Lorsque les actionnaires minoritaires ne sont pas suffisamment protégés, les actionnaires de contrôle peuvent tirer de la société des avantages personnels, aux dépens des actionnaires minoritaires et des autres acteurs. Ce conflit potentiel n'est pas seulement préjudiciable aux actionnaires minoritaires ; il a aussi pour effet de retarder le développement des marchés d'actions et de limiter l'accès des entreprises aux financements. Un mauvais environnement de gouvernement d'entreprise aura d'autres conséquences négatives pour l'actionnaire de contrôle : il sera difficile de gérer la succession et on ne fera qu'insuffisamment appel à des gestionnaires professionnels.

7. La plupart des actionnaires de contrôle sont des individus ou des familles, mais l'État conserve souvent la propriété de nombreux actifs industriels ou commerciaux, malgré la large privatisation de ces dix dernières années. La persistance de la propriété étatique et les séquelles des privatisations soulèvent de sérieux problèmes de gouvernement d'entreprise : il s'agit en particulier d'améliorer la gouvernance des entreprises à capitaux publics et de protéger les actionnaires des entreprises privatisées. Ce deuxième cas concerne tout spécialement l'Eurasie et l'Europe du sud-est, où la privatisation par coupons a abouti à un actionnariat atomisé dans plusieurs milliers de sociétés privatisées.

8. **Application de la réglementation :** Le sentiment sans doute le plus partagé lors des tables rondes est la nécessité de faire mieux respecter la réglementation en vigueur. Certes, les traditions juridiques sont différentes d'un pays à l'autre, mais un large consensus se dégage sur le fait que la structure, la vigilance et la capacité des instances réglementaires et judiciaires font partie intégrante de l'environnement du gouvernement d'entreprise. Toutes les tables rondes ont souligné qu'il fallait combler le fossé entre les textes et leur application effective.

9. Bien entendu, les pays qui n'ont pas suffisamment de moyens humains et financiers éprouveront des difficultés à faire appliquer et respecter correctement la réglementation en vigueur. Dans l'ensemble, les actionnaires intentent peu de procès, voire pas du tout, et les autorités réglementaires, les autorités boursières et les autres organismes compétents agissent rarement ou ne se montrent pas assez efficaces. Améliorer l'application des lois suppose d'amples réformes pour rendre plus performant l'appareil judiciaire, conférer plus de pouvoirs aux autorités de régulation des valeurs mobilières tout en préservant leur responsabilité et faire en sorte que les organismes d'autorégulation puissent agir plus efficacement. Il faut aussi pour cela une répartition claire et fonctionnaire des compétences et un cadre législatif et réglementaire plus cohérent, plus net et plus prévisible.

10. Certains pays envisagent aussi de développer les actions en justice privées, individuelles ou collectives, pour que l'actionnaire puisse plus facilement obtenir réparation en cas de violation de ses droits. Le livre blanc pour l'Asie examine diverses solutions pour la mise en place d'une action collective responsable. Plus généralement, chaque livre blanc s'attache aux mécanismes favorisant la discipline des marchés et « l'auto-exécution », qui peuvent ouvrir d'autres voies lorsque le cadre réglementaire et judiciaire se révèle déficients.

11. **Protection des droits et traitement équitable des actionnaires :** Les actionnaires de contrôle peuvent tirer des avantages personnels de l'activité d'une entreprise en utilisant toute une série de techniques, depuis les rémunérations excessives et les opérations intragroupe complexes jusqu'au

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

démembrement direct d'actifs et aux autres dispositifs de siphonnage. Ces méthodes sont parfois légales si l'on s'en tient à une interprétation étroite de la loi, mais elles bafouent les droits des actionnaires dans la plupart des cas. Dans certains pays, une meilleure protection des actionnaires implique une protection plus efficace de droits comme le droit de propriété de l'action ou le droit d'assister et de participer à l'assemblée générale des actionnaires. Dans d'autres pays, ces droits fondamentaux sont protégés, mais une participation pleine et entière des actionnaires se heurte à divers obstacles, en particulier lorsque l'actionnaire (national ou étranger) veut exercer son droit de vote par procuration.

12. Le problème sans doute le plus sérieux qui découle directement de la conjonction d'un actionnariat concentré et de structures de contrôle opaques, d'une faible protection des actionnaires et d'une information déficiente est l'abus fréquent des transactions avec des parties liées. Réduire ces transactions est l'une des grandes priorités de la réforme du gouvernement d'entreprise pour les participants aux cinq tables rondes ; c'est aussi un préalable si l'on veut attirer durablement les investisseurs minoritaires.

13. Les tables rondes ont été l'occasion d'examiner de façon approfondie le régime adéquat des transactions avec des parties liées et des opérations les plus importantes, notamment la modification de la structure du capital, le changement de contrôle et la radiation de la cote. Les livres blancs appellent à une amélioration sensible du régime des transactions avec des parties liées, en particulier pour la divulgation de l'identité des parties liées et de leurs intérêts importants dans la transaction, et ils recommandent l'approbation directe des transactions importantes par les actionnaires, des droits plus larges d'évaluation, des droits de priorité en cas d'augmentation du capital et d'autres mécanismes visant à empêcher les transactions abusives. De même, les tables rondes ont examiné le rôle du conseil d'administration dans ces opérations et l'enjeu essentiel que constitue la présence d'administrateurs indépendants à même d'évaluer et, le cas échéant, de bloquer les transactions avec des parties liées.

14. Souvent, les actionnaires pourraient eux-mêmes agir pour améliorer la gouvernance des entreprises dont ils sont propriétaires. Certains actionnaires de contrôle ont vu leur société se valoriser considérablement (et donc leur patrimoine personnel en bénéficier) après avoir pris spontanément des mesures pour améliorer le gouvernement d'entreprise. Les mécanismes institutionnels permettant aux actionnaires de contrôle de bien signaler une amélioration crédible du gouvernement d'entreprise, notamment les compartiments spéciaux de la bourse, peuvent faciliter cette action. A mesure que les fonds de pension, les organismes de placement étrangers et les autres investisseurs institutionnels se développent sur de nombreuses places, ils sont appelés à jouer un plus grand rôle dans la gouvernance des entreprises où ils investissent.

15. **Rôle du conseil d'administration** : Les participants aux tables rondes ont considéré que la plupart des conseils d'administration soit faisaient preuve de passivité en donnant systématiquement leur aval, soit se révélaient très actifs pour faire prévaloir les intérêts de l'actionnaire de contrôle. Bien que, dans chacune des cinq régions, le législateur fasse obligation aux administrateurs d'agir avec diligence et dans l'intérêt de la société et de tous les actionnaires – la nature des devoirs des administrateurs étant toutefois variable d'un pays à l'autre – cette obligation n'a souvent qu'une influence limitée sur le comportement effectif du conseil d'administration. Cela tient à la fois à la concentration de l'actionnariat et aux limitations du système judiciaire : dans un grand nombre de pays participant aux tables rondes, les actionnaires minoritaires n'ont jamais eu gain de cause contre un administrateur.

16. Face à cette situation, la solution souvent préconisée est d'imposer une plus large présence d'administrateurs « indépendants ». La notion d'indépendance est variable, mais elle concerne de plus en plus l'indépendance par rapport à l'actionnaire de contrôle. Pour que cette obligation soit véritablement efficace, il faut étoffer dans plusieurs pays le gisement d'administrateurs indépendants susceptibles de porter un jugement objectif en toute connaissance de cause. Dans plusieurs pays, des institutions se sont mises en place pour former les administrateurs indépendants et les « agréer ».



## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

17. Outre l'indépendance d'une partie des administrateurs, il paraît aussi très intéressant de faire désigner plus directement une partie du conseil d'administration par les actionnaires minoritaires. La principale méthode à cet égard est celle du vote cumulatif. Certains participants aux tables rondes se sont prononcés en faveur du vote cumulatif, mais d'autres ont exprimé la crainte qu'il ne renforce l'idée que les administrateurs doivent agir en tant que « délégués » de certains groupes. Les administrateurs serviront mieux les actionnaires minoritaires s'ils représentent tous les actionnaires et pas seulement certains d'entre eux. A mesure que s'accroît le rôle des administrateurs indépendants, il faudra prêter davantage attention à leur désignation, leur rémunération et leur remplacement.

18. La structure des organes d'administration est variable d'un pays à l'autre. Certains pays pratiquent le système unitaire du conseil d'administration, d'autres le système dual du conseil de surveillance et du directoire et nombreux sont ceux qui imposent des organes complémentaires comme les conseils d'« auditeurs légaux ». En dehors des comités d'administrateurs, certains pays seulement participant aux tables rondes pratiquent couramment les comités spécialisés. Les tables rondes ont préconisé un plus large recours aux comités, en particulier le comité d'audit, qui permettent aux administrateurs indépendants de surveiller les pratiques d'information de l'entreprise et d'évaluer l'équité des transactions avec des parties liées.

19. *Le rôle des parties prenantes* : Dans de nombreux pays, les salariés peuvent participer à la gouvernance de l'entreprise à travers divers mécanismes, notamment le comité d'entreprise et parfois l'actionnariat direct. Ces mécanismes ne fonctionnent pas toujours correctement et les salariés peuvent se heurter à des comportements abusifs les empêchant de signaler les opérations illicites ou d'agir efficacement pour obtenir réparation en cas de violation de leurs droits. Comme on l'a souligné, ces abus ne sont pas seulement contraires à la loi ; ils peuvent aussi priver les actionnaires d'informations importantes sur les opérations de la société et sur d'éventuels engagements pour l'avenir. En revanche, plusieurs participants ont fait observer que les salariés n'utilisent pas toujours leurs prérogatives aussi judicieusement qu'ils le pourraient.

20. L'emprunt est souvent la principale source de financement extérieur de l'entreprise, mais une faible protection des droits des créanciers et la réticence à engager une procédure de faillite limitent l'accès au crédit commercial dans de nombreux pays. Restreindre efficacement les transactions abusives et mettre en œuvre de solides procédures d'exécution en cas de défaut de remboursement d'un prêt aurait un double effet : mieux protéger les créanciers et faciliter l'accès aux prêts commerciaux, l'objectif étant en définitive non seulement de protéger les droits du prêteur, mais aussi de favoriser une bonne gestion des risques et d'assurer un traitement équitable des créanciers avant qu'il y ait insolvabilité.

21. Dans un grand nombre de pays participant aux tables rondes, les banques ont un actionnariat et d'autres caractéristiques de nature à créer des conflits d'intérêt et à nuire à leur propre gouvernance et à leur rôle de supervision ; par exemple, un même actionnaire pourra contrôler à la fois la banque prêteuse et la société emprunteuse. Cela peut aboutir à des prêts à des parties liées préjudiciables aux actionnaires minoritaires des banques, souvent ses déposants, et en définitive à l'État, qui offre généralement, expressément ou non, une assurance-dépôts. L'État peut lui aussi posséder des banques, ce qui pose le problème spécifique des prêts accordés à des conditions privilégiées. Fort heureusement, la réforme bancaire est bien avancée dans beaucoup de pays. Comme le souligne le livre blanc pour l'Asie, il faudra poursuivre cette réforme si l'on veut améliorer le gouvernement d'entreprise, et il faudra aussi progresser dans la surveillance exercée par les banques et dans leur gouvernance.

22. Plusieurs participants aux tables rondes ont souligné que les sociétés se doivent d'entretenir de meilleures relations avec tout un ensemble d'acteurs et pas seulement leurs salariés et leurs créanciers. Il ne s'agit pas uniquement de respecter la loi. Face aux préoccupations croissantes que suscitent le respect des droits de l'homme et la protection de l'environnement dans les économies en développement et dans les

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

économies de marché émergentes, les sociétés opérant dans ces économies considèrent de plus en plus qu'un comportement responsable est indispensable pour attirer les investissements et contrats étrangers.

23. **Transparence et information** : Les normes comptables internationales influent désormais sur les obligations d'information dans les cinq régions des tables rondes. Les autorités réglementaires et les instances boursières mettent également en place des règles plus strictes de vérification des comptes et d'information non financière, qui reposent sur les normes internationales. On peut en attendre une plus grande transparence. Toutes les tables rondes ont insisté sur la nécessité de combler le fossé parfois très large entre ces normes acceptées et la pratique effective. Pour cela, il faudra une plus stricte surveillance des professionnels de la comptabilité et de la vérification des comptes, et une meilleure autoréglementation de leur part, un plus grand effort de formation des comptables, des vérificateurs et du personnel chargé de la réglementation ainsi qu'une action plus ferme des autorités boursières pour faire respecter les obligations minimales d'information imposées aux sociétés cotées. Surtout, il faudra que les entreprises prennent les mesures nécessaires pour appliquer ces règles.

24. Dans le prolongement direct de la lutte contre les transactions abusives avec des parties liées, les tables rondes ont demandé une meilleure information sur la propriété, élargie à la propriété effective. C'est un dossier complexe, qui soulève la question de savoir à qui doit incomber la responsabilité de cette information. Cet aspect a néanmoins été jugé essentiel, car on ne peut identifier les transactions avec des parties liées que si la divulgation de la transaction est assortie d'une information sur l'ayant-droit ultime. Lors de certaines des tables rondes, le modèle de l'OCDE « Options pour obtenir des informations sur la propriété effective et le contrôle » a servi de référence pour améliorer la fourniture de cette information.

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

### RAPPEL

25. Cette dernière décennie, le gouvernement d'entreprise a pris de plus en plus d'importance à mesure que le rôle du secteur privé s'est accru dans le monde et qu'une intégration financière internationale de plus en plus étroite a intensifié la concurrence pour l'accueil des flux de capitaux internationalement mobiles et multiplié les risques qui s'attachent à ces mouvements de capitaux. Dans les économies en développement et les économies de marché émergentes, l'expérience de la transition économique et des crises financières par trop fréquentes ont confirmé qu'un cadre médiocre de gouvernement d'entreprise est incompatible avec un développement durable des marchés financiers. D'importantes études ont également confirmé le lien étroit entre le développement financier, la performance économique et le gouvernement d'entreprise<sup>2</sup>.

26. En comblant le fossé entre les intérêts de ceux qui gèrent la société et les intérêts des actionnaires qui en sont propriétaires, un bon gouvernement d'entreprise renforce la confiance des investisseurs et facilite la levée de fonds propres par les entreprises et le financement de leurs investissements<sup>3</sup>. Le gouvernement d'entreprise englobe également les relations avec la collectivité dans son ensemble. Un bon gouvernement d'entreprise contribue à faire en sorte que les sociétés honorent leurs obligations juridiques et entretiennent des relations créatrices de valeur avec les différents acteurs, notamment les salariés et les créanciers.

27. L'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) a créé les tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise pour appuyer la réforme du gouvernement d'entreprise à travers le monde et en particulier dans les pays non membres. Les tables rondes sont organisées en coopération avec la Banque mondiale et divers partenaires régionaux et leurs travaux reposent sur les *Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE* (les « Principes »). Les tables rondes bénéficient également du concours de donateurs nationaux ou multilatéraux et du Forum mondial sur le gouvernement d'entreprise, créé par l'OCDE et la Banque mondiale en 2001. L'OCDE s'est employée à faciliter l'accès des participants au dialogue mondial sur les politiques à suivre, afin de renforcer le gouvernement d'entreprise et de définir un cadre pour l'échange d'expériences entre les pays et dans les pays mêmes.

28. La première réunion de la table ronde sur le gouvernement d'entreprise pour l'Asie a eu lieu en mai 1999, peu avant la publication des *Principes*. Puis il y a eu les tables rondes pour la Russie, l'Amérique latine, l'Eurasie et l'Europe du sud-est<sup>4</sup>. Ces quatre dernières années, l'OCDE a organisé 25 réunions des tables rondes régionales dans 18 pays. Trente-huit pays non membres participent aux tables rondes, tout comme la majorité des pays Membres de l'OCDE. Il existe entre ces pays de profondes différences sur le plan du développement économique et financier (tableau 1). Les disparités

---

2. Pour un aperçu des ouvrages consacrés au développement financier et à la croissance, voir Levine (1997). Pour un examen des liens entre le gouvernement d'entreprise, les aspects financiers et la croissance, voir La Porta et autres (1997), Pistor (2000) et les encadrés 2 et 10 du présent document.

3. Le problème de la séparation de la propriété et du contrôle est connu depuis au moins Adam Smith. Pour les ouvrages classiques sur les dangers d'une telle séparation, voir Adolf Berle et Gardnier Means (1932) ainsi que Michael Jensen et William Meckling (1976).

4. Le Forum mondial sur le gouvernement d'entreprise a prêté son concours de façon informelle à des réunions consacrées au gouvernement d'entreprise au Moyen-Orient, en Afrique et dans les Caraïbes.

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

institutionnelles sont-elles aussi très prononcées du fait d'une histoire spécifique, de traditions juridiques diverses et, jusqu'à une période récente, de systèmes économiques très divergents.

Tableau 1 – Pays non membres participant aux tables rondes

	Population <i>Millions</i>	Revenu par habitant <i>Parité de pouvoir d'achat revenu national brut par personne en dollars US</i>	Capitalisation boursière des sociétés cotées en % du PIB	Crédit au secteur commercial en % du PIB
TABLE RONDE POUR L'ASIE				
Bangladesh	133.3	1,700	2.5	24.7
Chine	1,271.9	4,400	53.8	124.6
Taipei chinois	22.6	18,000	n.d.	n.d.
Hong Kong Chine	6.7	26,000	383.5	158.8
Inde	1,032.3	2,540	32.4	29.0
Indonésie	209	3,100	17.6	21.6
Malaisie	23.8	9,300	129.9	140.6
Pakistan	141.4	2,100	10.8	29.8
Philippines	77.0	4,200	69.0	44.5
Singapour	4.1	24,000	164.8	109.4
Sri Lanka	18.7	3,700	6.6	28.9
Thaïlande	61.1	6,900	24.4	108.7
Vietnam	79.5	2,250	n.d.	35.3
TABLE RONDE POUR L'EURASIE				
Arménie	3.0	3,800	1.4	10.6
Azerbaïdjan	8.1	3,500	0.1	5.9
Géorgie	5.2	3,100	n.d.	8.8
Kazakhstan	14.8	6,300	7.3	11.2
République kirghize	4.9	2,800	n.d.	4.2
Moldova	4.2	2,500	3.2	12.7
Mongolie	2.4	1,840	3.5	8.1
Ukraine	49.1	4,500	6.0	11.2
Ouzbékistan	25.0	2,500	0.4	n.d.
TABLE RONDE POUR L'AMÉRIQUE LATINE				
Argentine	37.4	10,200	58.4	23.9
Bolivie				
Brésil	172.6	7,600	38.1	35.1
Chili	15.4	10,000	80.0	63.5
Colombie	43.0	6,500	11.5	26.9
El Salvador	6.4	4,700	15.5	41.6
Pérou	26.1	4,800	25.9	19.8
Uruguay	3.3	7,800	0.8	51.2
Venezuela	24.6	5,500	6.7	12.0
TABLE RONDE POUR LA RUSSIE				
Russie	144.7	9,300	15.0	11.9
TABLE RONDE POUR L'EUROPE DU SUD-EST				
Albanie	3.1	4,500	n.d.	4.5
Bosnie-Herzégovine	4.0	1,900	n.d.	n.d.
Bulgarie	7.9	6,600	4.9	11.9
Croatie	4.3	8,800	14.4	36.2
RFY de Macédoine	2.0	5,000	0.2	17.8
Roumanie	22.4	7,400	2.8	7.2
Serbie et Monténégro	10.6	2,370	n.d.	0.1

Estimations du revenu par habitant pour 2002 ; autres chiffres : 2001

Source: Banque mondiale, CIA World Fact Book, Chinese Taipei National Statistics.

29. Ont participé aux tables rondes des ministres et ministres adjoints, les présidents de plus d'une douzaine de commissions des opérations de bourse, des parlementaires et d'autres responsables et membres d'organismes réglementaires, des dirigeants de bourses, des syndicalistes, des membres de la profession comptable et des commissaires aux comptes, des représentants d'associations d'investisseurs et d'associations d'administrateurs, des présidents- directeurs généraux et autres dirigeants de sociétés cotées,

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

ainsi que des universitaires et des experts du gouvernement d'entreprise. Les participants provenaient aussi bien des pays Membres que des pays non membres. Enfin, aux côtés d'agents de la Banque mondiale et du Secrétariat de l'OCDE ont siégé des représentants d'un certain nombre d'autres organisations multilatérales (tableau 2).

**Tableau 2. Exemples d'organismes régionaux et internationaux participant aux tables rondes**

Banque asiatique de développement,  
Banque européenne pour la reconstruction et le développement  
Commission européenne  
Forum mondial sur le gouvernement d'entreprise  
Banque interaméricaine de développement  
International Accounting Standards Committee (IASC)  
International Federation of Accountants (IFAC)  
Société financière internationale  
Organisation internationale des commissions de valeurs  
Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement  
Banque mondiale  
Comité consultatif économique et industriel auprès de l'OCDE (BIAC)  
Commission syndicale consultative auprès de l'OCDE (TUAC)  
Secrétariat de l'OCDE  
Groupe de direction de l'OCDE sur le gouvernement d'entreprise

30. Les réunions des tables rondes ont permis de créer et de renforcer des coalitions régionales en vue d'un meilleur gouvernement d'entreprise. Depuis la création des tables rondes, on a beaucoup progressé dans la sensibilisation aux enjeux et à la nature du gouvernement d'entreprise dans chacune des régions. On le voit bien à travers les réformes mises en oeuvre dans des pays de plus en plus nombreux. Les tables rondes ont contribué à plusieurs de ces réformes locales, notamment pour la protection des actionnaires en Roumanie et la création du Novo Mercado au Brésil.

31. Au cours de leurs réunions, les participants aux tables rondes ont établi des livres blancs régionaux sur le gouvernement d'entreprise. Les conclusions et recommandations de ces livres blancs ont été mises au point et approuvées par consensus entre les participants. A la lumière des *Principes*, ces livres blancs ont défini des objectifs communs et des recommandations concrètes de réformes. Les livres blancs, en plus d'autres initiatives régionales ou nationales, serviront de lignes directrices pour les réformes et pour les travaux futurs des tables rondes. La table ronde pour la Russie a achevé son livre blanc en avril 2002 et les livres blancs pour l'Europe du sud-est et pour l'Asie ont fini d'être rédigés au premier semestre 2003. Le livre blanc de la table ronde pour l'Amérique latine sera terminé à la fin de 2003<sup>5</sup>.

32. Les tables rondes ont produit un riche ensemble d'informations de base et elles ont recensé les aspects du gouvernement d'entreprise qui revêtent une importance toute particulière pour les économies en développement et les économies de marché émergentes. Outre les livres blancs, toute cette documentation est disponible sur le site de la Division des affaires d'entreprise [www.oecd.org/daf/corporate-affairs](http://www.oecd.org/daf/corporate-affairs), qui reprend les ordres du jour, comptes rendus succincts, rapports de synthèse et autres documents concernant les cinq tables rondes régionales.

33. Les tables rondes poursuivent leurs travaux. A mesure que s'achève la rédaction des livres blancs, elles ont commencé à élaborer des programmes ciblés pour suivre la mise en oeuvre des recommandations. Elles continueront de jouer un rôle pilote dans leur région pour la conception de la politique en matière de

---

5. La table ronde pour l'Eurasie rédigera un document comparatif sur le gouvernement d'entreprise dans la région, qui sera publié en 2004.

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

gouvernement d'entreprise. Les participants aux tables rondes ont clairement manifesté le souhait de préserver les liens et la notoriété qui sont le fruit des travaux de ces quatre dernières années.

34. On trouvera ci-après un large aperçu des questions de gouvernement d'entreprise dans les pays participants, à partir des débats et de la documentation des 25 réunions des tables rondes ainsi que des rapports sur le respect des normes et codes (ROSC) établis et publiés par la Banque mondiale, auxquels il faut ajouter les débats de la réunion internationale sur le gouvernement d'entreprise, à laquelle ont participé des représentants de toutes les tables rondes.<sup>6</sup> On s'est appuyé également, si nécessaire, sur d'autres sources.

35. Les expériences des tables rondes sont assurément très diverses, avec de sensibles disparités d'une région et d'un pays à l'autre et, souvent, à l'intérieur d'un même pays. Mais on constate aussi de nombreux points communs. Ce rapport présente de nombreux exemples, généralement repris des réunions des tables rondes, pour examiner un ensemble de questions qui, le plus souvent, concernent un large éventail d'économies en développement et d'économies de marché émergentes et pas seulement celles auxquelles il est fait référence. L'un des constats fondamentaux des travaux des tables rondes est l'utilité des *Principes* dans le dialogue sur les politiques à suivre. Les réunions des tables rondes ont confirmé l'adaptabilité des *Principes* à la diversité des contextes juridiques, économiques et culturels.

---

6 . Cette réunion a été organisée en novembre 2003 par le Forum mondial sur le gouvernement d'entreprise. Son ordre du jour figure sur [www.gcgf.org/Int%20Mtg%20Nov%202003/Agenda.pdf](http://www.gcgf.org/Int%20Mtg%20Nov%202003/Agenda.pdf)

## I. PROPRIÉTÉ ET CONTRÔLE

36. Dans les économies en développement et les économies de marché émergentes qui participent aux tables rondes, ce sont de grands actionnaires qui contrôlent la plupart des sociétés. En Asie, en Amérique latine et de plus en plus dans les autres régions, ces *actionnaires de contrôle* sont généralement des personnes physiques ou des familles. Souvent, une seule famille peut détenir des participations de contrôle dans plusieurs sociétés. Historiquement, le contrôle étatique a été de grande ampleur dans toutes les régions des tables rondes, et bien que la privatisation ait réduit son rôle, l'État demeure un important actionnaire de contrôle dans de nombreux pays. En Eurasie et en Europe du sud-est, 30 % à 40 % de la production émanent encore du secteur public dans de nombreux pays. Enfin, l'actionnaire de contrôle est parfois une société à actionnariat dispersé, notamment une multinationale étrangère ou une grande banque, mais c'est le type de contrôle le moins courant.

37. Les actionnaires de contrôle sont fortement incités à surveiller étroitement la société et sa direction, et ils peuvent avoir un impact positif sur la gouvernance de l'entreprise. Toutefois, leurs intérêts peuvent également entrer en conflit avec ceux des actionnaires minoritaires. Ce conflit est extrêmement destructeur lorsque les actionnaires de contrôle tirent des *avantages privés* aux dépens des actionnaires minoritaires. L'un des principaux objectifs des tables rondes a été de favoriser les mesures propres à empêcher un comportement abusif de la part des actionnaires de contrôle.

38. Les actionnaires minoritaires ne sont pas les seules victimes d'un mauvais gouvernement d'entreprise. Les actionnaires de contrôle font également les frais d'un mauvais gouvernement d'entreprise sous la forme d'une plus faible valorisation, de possibilités limitées de financement en fonds propres et de difficultés en termes de planification de la succession et d'accès aux talents extérieurs. En vue de réduire ces coûts, certains actionnaires de contrôle prennent spontanément des mesures pour améliorer leur propre gouvernement d'entreprise et rehausser leur réputation auprès des autres actionnaires. Ces mesures peuvent être facilitées par la création d'institutions telles que des compartiments boursiers spéciaux et par l'adoption de codes volontaires de gouvernement d'entreprise, qui permettent aux sociétés de signaler de façon crédible aux marchés qu'elles ont des normes élevées de gouvernement d'entreprise. Les tables rondes ont toutefois reconnu les limites de l'action volontaire. A long terme, les actionnaires de contrôle peuvent en fait bénéficier de mesures impératives visant à améliorer la protection des investisseurs.

39. En Eurasie et en Europe du sud-est, la privatisation de masse a créé des milliers de sociétés anonymes de type ouvert. Seule une petite minorité de ces sociétés répondent aux critères de cotation sur une bourse locale et la protection de leurs actionnaires demeure problématique. Dans les autres régions, un grand nombre de sociétés à capitaux publics ont été cédées en totalité ou en partie. Cependant, la propriété et le contrôle étatiques jouent encore un grand rôle, l'État conservant de fortes participations ou pratiquant le régime de l'« action spécifique ». Bien que l'État puisse utiliser sa propre participation de contrôle pour améliorer le gouvernement d'entreprise, le maintien du contrôle étatique peut, en pratique, susciter de graves conflits d'intérêts de nature à saper un gouvernement d'entreprise efficace.

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

### La prédominance des actionnaires de contrôle

40. La grande majorité des sociétés de type ouvert et cotées en bourse dans les régions des tables rondes ont un actionnaire de contrôle. Le tableau 3 présente les données recueillies auprès de 10 des pays participant aux tables rondes, dont la plupart de ceux qui ont les plus grands marchés d'actions. Dans la très grande majorité de ces pays, plus de 90 % des sociétés cotées en bourse ont un actionnaire de contrôle. La moyenne se situe à 87 % pour tous les pays. Dans les autres marchés en développement ou émergents, les actionnaires de contrôle sont probablement aussi dominants, voire plus dominants, que dans l'échantillon du tableau 3. En Russie, par exemple, huit groupes contrôlent plus de 60 des plus grandes sociétés<sup>7</sup>. Les participants aux tables rondes ont confirmé que les sociétés des autres pays ont elles aussi en règle générale un actionnaire de contrôle. Il faut citer une exception notable : les sociétés privatisées par vente du capital aux salariés ou au grand public dans le cadre d'un programme de privatisation de masse. Dans de nombreux cas, elles peuvent avoir un actionnariat très atomisé renforçant le pouvoir de la direction, mais il n'en demeure pas moins qu'un actionnaire de contrôle est généralement apparu dans les sociétés à fort potentiel.

41. Le tableau 3 présente également une ventilation des actionnaires de contrôle par type. Ces résultats concordent avec les observations plus larges des tables rondes. Dans leur grande majorité, les actionnaires de contrôle sont des familles ou des individus. Dans certains cas, c'est l'État. Une société peut également être contrôlée par une autre société à large actionnariat : dans de nombreux cas, il s'agit d'une multinationale étrangère ou d'une banque. Toutefois, comme l'indique le tableau, les banques ne sont pas de grands actionnaires dans de nombreux pays, voire ne sont pas actionnaires, et lorsqu'elles le sont, leurs participations sont souvent le résultat de l'insolvabilité d'un emprunteur. Dans certains pays, il existe d'autres grands actionnaires, notamment des fonds officiels de privatisation. En Chine, certains grands groupes commerciaux sont contrôlés par de grandes universités<sup>8</sup>.

**Tableau 3. Contrôle ultime des sociétés cotées en bourse dans certains pays**

Pays	Large actionnariat	Actionnaire de contrôle				Société commerciale à large actionnariat
		Famille	État	Établissement financier à large actionnariat		
Argentine <sup>1</sup>	0.0	65.0	15.0	5.0	15.0	
Mexique <sup>1</sup>	0.0	100.0	0	0	0	
Taipei Chinois	26.2	48.2	2.8	5.3	17.4	
Hong Kong, Chine	7.0	66.7	1.4	5.2	19.8	
Indonésie	5.1	71.5	8.2	2.0	13.2	
Corée	43.2	48.4	1.6	0.7	6.1	
Malaisie	10.3	67.2	13.4	2.3	6.7	
Philippines	19.2	44.6	2.1	7.5	26.7	
Singapour	5.4	55.4	23.5	4.1	11.5	
Thaïlande	6.6	61.6	8.0	8.6	15.3	
Moyenne	12.3	62.8	7.6	4.1	13.2	

Note : Pourcentage d'entreprises ayant un large actionnariat ou un type particulier d'actionnaire de contrôle, le contrôle étant défini comme la détention de 20 % ou plus des droits de vote.

7. New York Times (2002).

8. Lang (2002).



## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

1 : Les données pour l'Argentine et le Mexique sont limitées aux vingt plus grandes entreprises en termes de capitalisation boursière.

Source : Claessens et autres (2000) et La Porta et autres (1999).

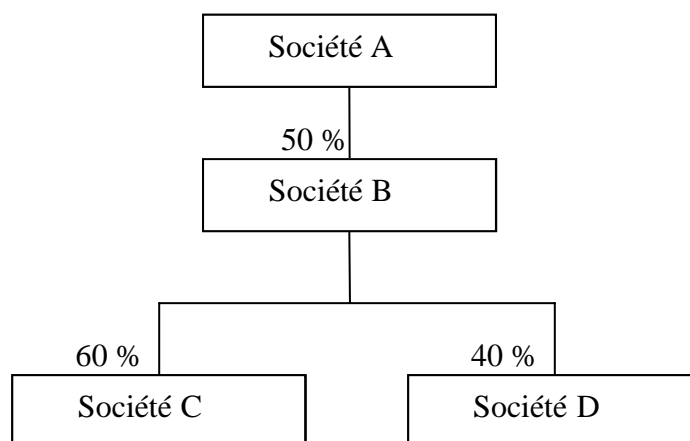
### Contrôle et propriété

42. Les sociétés à actionnaire de contrôle se caractérisent par le fait qu'une seule personne physique, famille ou institution détient assez de droits de vote pour empêcher une prise de contrôle inamicale, choisir la majorité des membres du conseil d'administration et déterminer l'issue d'un vote normal lors de l'assemblée générale des actionnaires. Cela ne signifie pas que les actionnaires de contrôle détiennent toujours plus de 50 % des droits de vote d'une société. Dans la plupart des cas, l'existence d'actionnaires « alliés » votant avec l'actionnaire de contrôle, et d'actionnaires passifs ne votant pas, permet de contrôler une société avec 30 % ou moins des droits de vote<sup>9</sup>.

43. Les actionnaires de contrôle utilisent également souvent des mécanismes leur conférant un plus grand nombre de droits de vote que celui correspondant à leur participation au capital. Ils peuvent recourir à cet effet aux actions à droits de vote spéciaux. Par exemple, l'actionnaire de contrôle peut ne détenir que 10 % des actions de la société, mais ces actions confèrent dix voix par action, tandis que les autres 90 % ne comportent qu'une voix par action. Dans ce cas, l'actionnaire de contrôle détiendra un peu plus de la moitié des droits de vote de la société, mais ne recevra que 10 % des dividendes ou plus-values de la société.

44. De nombreux pays, notamment le Chili, la Malaisie, la Roumanie, la Russie, Singapour, l'Ukraine et, récemment, le Brésil, plafonnent les droits de vote de toutes les actions ordinaires à une voix par action et limitent le volume des actions privilégiées sans droit de vote qui peuvent être émises. Cependant, les actionnaires de contrôle peuvent également recourir à des structures « pyramidales » pour conserver le contrôle avec une participation limitée. A titre d'exemple, la figure 1 présente un groupe hypothétique de sociétés. L'actionnaire de contrôle détient 100 % de la société A, qui détient elle-même effectivement 50 % de la société B. La société B détient 60 % de C et 40 % de D, ce qui implique que l'actionnaire de contrôle détient *effectivement* 30 % ( $0.5 \times 0.6$ ) de la société C et 20 % seulement ( $0.5 \times 0.2$ ) de la société D. Néanmoins, l'actionnaire de contrôle est en mesure de contrôler toutes ces sociétés.

Figure 1. Groupe hypothétique de sociétés



9. Le tableau 3 (reprenant à cet égard les ouvrages spécialisés) retient le chiffre de 20 % comme participation minimale de contrôle.

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

45. Le *contrôle pyramidal* est largement répandu. En Malaisie, aux Philippines et au Taipei chinois, plus de 35 % des sociétés cotées en bourse sont contrôlées au moyen d'une structure pyramidale, et largement plus de 50 % en Indonésie et à Singapour. Dans la plupart des cas, ces pyramides ne sont pas aussi simples que dans l'exemple imaginaire présenté ici. Elles utilisent des participations croisées et peuvent faire intervenir un grand nombre de sociétés (voir l'encadré 1). On aura donc un ratio des droits de participation financière (propriété directe ou indirecte de titres de capital) et des droits de contrôle (pourcentage des droits de vote) nettement inférieur à 1 (voir le tableau 4). Cette séparation de la propriété et du contrôle a d'importantes conséquences pour les actionnaires minoritaires.

### Encadré 1 – Séparation de la propriété et du contrôle : l'exemple d'un groupe de Hong Kong Chine

Le plus grand groupe d'entreprises à Hong Kong Chine est le conglomérat contrôlé par Li Ka-Shing et sa famille. Centré sur Cheung Kong et Hutchinson Wampoa, il comporte 25 sociétés, dont certaines des plus grandes sociétés du continent asiatique en termes de capitalisation boursière. Ces sociétés sont liées par un réseau de participations verticales et croisées, et il s'agit aussi bien de sociétés de type fermé que de sociétés de type ouvert. La famille Li détient 34 % des droits de vote dans Hong Kong Electric – voir Stijn Claessens, Simeon Djankov et Larry Lang (Claessens et autres 2000), mais grâce à des liens capitalistiques complexes, ne possède effectivement que 2.5% de la société. En l'occurrence, la famille Li détient assez de voix pour contrôler la société dans la plupart des circonstances, mais ne reçoit que 2.5 % des dividendes ou plus-values.

Tableau 4. Différences entre propriété et contrôle pour les actionnaires de contrôle

Pays	Droits de participation financière	Droits de contrôle	Ratio droits de participation financière/droits de contrôle
Argentine <sup>1</sup>	38.0	48.0	0.79
Mexique <sup>1</sup>	36.0	52.0	0.69
Taipei Chinois	16.0	18.9	0.83
Hong Kong Chine	24.3	28.1	0.88
Indonésie	25.6	33.7	0.78
Corée	13.9	17.8	0.85
Malaisie	23.9	28.3	0.85
Philippines	21.3	24.3	0.90
Singapour	20.2	27.5	0.79
Thaïlande	32.8	35.2	0.94
Moyenne	25.2	31.3	0.83

Note : Pourcentage des droits de participation financière (propriété) par rapport au pourcentage de contrôle (droits de vote) pour le plus gros actionnaire de sociétés dans lesquelles un actionnaire détient 5 % au moins des droits de contrôle.

1: Les données pour l'Argentine et le Mexique sont limitées aux vingt plus grandes entreprises en termes de capitalisation boursière.

Source : Claessens et autres (2000) et La Porta et autres (1999).

### Actionnaires de contrôle, direction et actionnaires minoritaires

46. L'un des avantages dont dispose un actionnaire de contrôle est sa capacité de surveiller la direction et de lui imposer certaines règles. Soit la direction rend directement compte à l'actionnaire de contrôle (en court-circuitant souvent le conseil d'administration), soit l'actionnaire de contrôle dirige

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

directement la société. Ce système semble résoudre le problème crucial du gouvernement d'entreprise lorsqu'un dirigeant indélogeable est en situation de ne pas rendre de comptes à un actionnariat très morcelé. D'après ce qui ressort des tables rondes, il y a tout lieu de croire que cette solution a en réalité été largement efficace : les difficultés éventuelles que les actionnaires de contrôle peuvent avoir à surveiller et discipliner les dirigeants de la société sont généralement considérées comme secondaires.

47. Les relations entre actionnaires de contrôle et actionnaires minoritaires posent clairement un problème. Un actionnaire de contrôle est normalement à même de prendre des mesures qui lui profitent, aux dépens des autres actionnaires. La séparation de la propriété et du contrôle incite davantage l'actionnaire de contrôle à tirer parti du contrôle à son profit (voir l'encadré 2). Les tables rondes ont examiné plusieurs cas d'abus de ce type et l'opinion générale est qu'il faut améliorer dans les cinq régions le traitement des actionnaires minoritaires<sup>10</sup>.

### Encadré 2. Quantification des avantages du contrôle

La *prime de contrôle* est un indicateur de l'avantage que les actionnaires de contrôle obtiennent par rapport aux actionnaires minoritaires. Cette prime est la différence entre la valeur de marché d'un bloc d'actions et le prix qu'un acquéreur est disposé à payer pour ces actions si elles confèrent (ou préservent) le contrôle de la société. Plusieurs raisons expliquent l'existence de cette prime, mais l'une d'entre elles est qu'elle reflète les gains qu'un actionnaire de contrôle peut s'assurer aux dépens des autres actionnaires. Sur certains marchés, cette prime est très forte. Une étude réalisée par Alexander Dyck et Luigi Zingales (2002), consacrée aux opérations de prise de contrôle dans un éventail de pays, montre que la valeur moyenne du contrôle s'élève à quatorze pour cent du capital de la société. Dans les vingt pays émergents de leur échantillon, cette moyenne dépassait dix-huit pour cent. Dans le cas du Brésil, la valeur du contrôle atteignait soixante-cinq pour cent du capital de la société<sup>11</sup>. Ces chiffres révèlent que, dans de nombreux pays, une partie significative de la valeur d'une entreprise revient à ceux qui la contrôlent, et pas à ceux qui la détiennent. Les auteurs de cette étude ont également constaté que cette prime de contrôle est corrélée aux mesures de protection légale de l'investisseur (y compris les mesures d'exécution) et à d'autres indicateurs du degré auquel des actionnaires de contrôle peuvent tirer des avantages de ce contrôle aux dépens des actionnaires extérieurs<sup>12</sup>.

Si les actionnaires de contrôle détournent des ressources de la société, ce détournement devrait se refléter dans une valorisation plus faible. Deux études récentes, l'une de Stijn Claessens, Simeon Djankov, Joseph P.H. Fan et Larry H.P. Lang (2003), et l'autre de Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer et Robert Vishny (2002), analysent les relations entre la structure de l'actionnariat et la valorisation dans un grand nombre de pays, dont plusieurs pays de l'OCDE et dix des pays ayant participé aux tables rondes pour l'Asie et l'Amérique latine. Ces études examinent l'impact qu'exerce sur la valeur de l'entreprise un renforcement des droits de contrôle (de vote) par rapport à des droits accrus de participation financière (propriété), en retenant l'hypothèse que plus les droits de participation financière des actionnaires de contrôle sont faibles, plus ceux-ci sont incités à détourner des fonds de l'entreprise. On observe une corrélation positive entre les droits de participation financière détenus par l'actionnaire de contrôle et la valeur de l'entreprise. De plus, l'accroissement des droits de contrôle par rapport aux droits de participation financière entraîne une diminution de la valeur de l'entreprise. En d'autres termes, plus la différence entre propriété et contrôle est grande, plus la valeur de l'entreprise est faible. Cela implique que les actionnaires détenant le contrôle avec moins de propriété prennent des mesures qui réduisent la valeur de l'entreprise, mais leur sont probablement profitables<sup>13</sup>.

48. En théorie, certains types de contrôle peuvent empêcher ou, au contraire, faciliter la tâche d'un actionnaire de contrôle lorsqu'il veut tirer des avantages privés de la société. Par exemple, une société

10. Le chapitre III examine le problème des avantages privés et de la protection des actionnaires minoritaires.

11. Oman (2003), chapitre 3, donne pour le Brésil des exemples d'opérations de contrôle assorties d'une forte prime de contrôle.

12. Dyck et Zingales (2002).

13. Claessens et autres (2003), La Porta et autres (2002b).

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

basée dans un pays ayant un gouvernement d'entreprise relativement bon peut « exporter » ces normes de gouvernement d'entreprise lorsqu'elle devient actionnaire de contrôle dans un autre pays. En revanche, un actionnaire de contrôle peut utiliser sa position de multinationale pour se livrer à des opérations intragroupe afin de transférer des ressources hors de la société, aux dépens des actionnaires minoritaires. Les tables rondes ont permis de débattre de plusieurs cas de bonne, mais également de mauvaise gouvernance, de la part d'actionnaires de contrôle, autres que familiaux, notamment les multinationales ou les grandes banques. Le contrôle étatique, encore très répandu dans beaucoup d'économies en développement ou d'économies de marché émergentes, a été considéré comme un type de contrôle systémiquement différent. L'État peut utiliser sa position de contrôle pour assurer un meilleur traitement des actionnaires minoritaires ; en pratique, cependant, le maintien du contrôle de l'État coïncide souvent avec un comportement abusif des dirigeants de la société, des représentants politiques siégeant à son conseil d'administration et d'autres initiés.

### *Les coûts pour l'actionnaire de contrôle*

49. Les coûts d'une protection insuffisante de l'investisseur ne sont pas seulement supportés par les actionnaires minoritaires, mais également par les actionnaires de contrôle qui veulent dégager des bénéfices tout en se comportant correctement. Dans les pays où la protection de l'investisseur est faible, la participation des investisseurs étrangers ou nationaux aux marchés d'actions sera réduite en conséquence, et les valorisations, la capacité globale d'émettre des titres de capital et la fourniture de financements externes en général en souffriront<sup>14</sup>. Cette situation crée un problème d'*antisélection* pour les propriétaires d'entreprises. Ceux qui ont des sociétés de bonne qualité, ou ne projettent pas d'en tirer des avantages personnels, pourront résister à la tentation d'une cotation à une faible valorisation, tandis que ceux qui ont des sociétés de moins bonne qualité, ou qui se proposent de transférer des fonds à des parties liées, peuvent se montrer moins réticents.

50. L'une des solutions peut consister à « signaler » de manière crédible aux actionnaires potentiels que leurs droits seront respectés. Une société peut signaler l'amélioration de son gouvernement d'entreprise en se faisant coter à New York ou Londres, en s'introduisant sur le premier compartiment du marché d'actions national, ou en se conformant à un code volontaire de déontologie ou de divulgation d'informations audité de manière crédible<sup>15</sup>. Toutefois, même ces mesures exigent généralement un certain niveau de développement institutionnel pour être pleinement efficaces. De l'avis des participants aux tables rondes, elles ont une efficacité maximale lorsqu'elles sont étayées par une forte protection légale des droits fondamentaux des actionnaires. Les recherches récentes montrent qu'une société d'un pays où les droits fondamentaux des investisseurs sont protégés bénéficiera de meilleures conditions de cotation à l'étranger qu'une société similaire d'un pays offrant peu de protection aux investisseurs<sup>16</sup>.

51. Un mauvais environnement de gouvernement d'entreprise n'a pas seulement un effet négatif sur la valorisation de la société. En limitant l'utilisation des titres de capital, il rend les actionnaires de contrôle plus dépendants de leurs propres sources de financement et accroît le volume relatif de l'emprunt. Ces deux facteurs aggravent le risque auquel l'actionnaire de contrôle est confronté, ce qui peut favoriser un recours massif aux crédits entre parties liées ou dissuader les sociétés de prendre plus de risques, mais également de réaliser des investissements plus rentables. L'accès limité aux capitaux propres peut également expliquer pourquoi les conglomérats très diversifiés sont si répandus dans les économies en développement et les économies de marché émergentes : la diversification permet à l'actionnaire de

---

14. *ibid*, La Porta et autres (1997).

15. Malheureusement, le respect de ces codes ne fait pas l'objet d'une surveillance efficace, même dans la plupart des pays de l'OCDE ; voir OCDE (2003a).

16. Reese et Weisbach (2002).

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

contrôle de répartir son risque sur une gamme plus large d'activités. Toutefois, une forte diversification empêche la société ou le groupe de se concentrer sur ses avantages concurrentiels et compromet la possibilité pour quelques membres d'une famille de superviser un vaste éventail d'activités.

52. Un piètre environnement de gouvernement d'entreprise peut également compliquer la succession et d'autres aspects de la gestion de l'entreprise. Sans accès à un marché financier bien développé, le fondateur d'une entreprise familiale peut rencontrer d'immenses difficultés pour la vendre à un prix raisonnable. Cette situation peut conduire à faire perdurer le contrôle familial, quand bien même les intérêts et aptitudes des membres de la famille concernés voudraient normalement qu'il en soit autrement. De la même manière, un mauvais environnement de gouvernement d'entreprise peut rendre très difficile le recrutement d'une équipe professionnelle pour la gestion d'un groupe ; dans ce contexte, il peut être insensé de confier à un acteur extérieur la charge d'une entreprise familiale<sup>17</sup>.

### Contrôle étatique et privatisation

53. Il y a moins de dix ans, la propriété d'État était prédominante dans les économies de Russie, d'Eurasie et d'Europe du sud-est. Aujourd'hui, le rôle de l'État a été substantiellement réduit (tableau 5). La part de la production du secteur privé est maintenant supérieure à 50 %, contre 5 à 20 % au début des années 1990. Toutefois, le rôle de l'État demeure important : dans un grand nombre de pays, 40 % du PIB sont le fait du secteur contrôlé par l'État. En revanche, la part du PIB produite par le secteur privé s'élève à 80 % en Hongrie et en République tchèque. Dans les autres pays participant aux tables rondes, notamment la Bosnie-Herzégovine, la Serbie et Monténégro ainsi que le Kazakhstan, la part de la production contrôlée par l'État demeure encore très élevée.

54. La privatisation a eu une autre conséquence dans ces pays : la création d'un très grand nombre de sociétés par actions de type ouvert. Ce phénomène est dû à la *privatisation de masse*, lors de laquelle des entreprises ont été transformées en sociétés par actions dont le capital a été distribué aux salariés et dirigeants de la société, au grand public par un système de coupons, ou par toute combinaison ou variante de ces formules. Le résultat est qu'une forte proportion de la population adulte de ces pays est actionnaire et que chacune de ces sociétés peut avoir des milliers d'actionnaires dispersés. Bien que quelque 2 % seulement des entreprises les plus grandes aient été normalement privatisées de cette manière, beaucoup de sociétés comptant un très grand nombre d'actionnaires. Au tout début de la privatisation, il n'y a probablement guère d'autre solution équitable pour les grandes entreprises qu'une forme ou une autre de privatisation de masse. Mais, en définitive, les pays expérimentant la privatisation de masse cessent d'y recourir dans la plupart des cas et adoptent des méthodes aboutissant à un actionnariat moins diffus<sup>18</sup>.

---

17. Burkart et autres (2002).

18. Ceci vaut aussi bien pour certains pays Membres de l'OCDE que pour les pays non membres participant aux tables rondes. L'un des premiers exemples est la République tchèque, où l'expression « siphonnage » a vu le jour pour qualifier les opérations abusives pour compte propre. Voir Coffee (1999) en ce qui concerne le gouvernement d'entreprise en République tchèque durant la transition.

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

**Tableau 5 - L'impact de la privatisation dans certaines économies en transition**

Pays	Part du secteur privé dans le PIB	Sociétés cotées	Sociétés à actionnariat très diffus (estimation)
Arménie	n.d.	18	1,156
Azerbaïdjan	60	48	3,400
Bulgarie	70	27	600+
Croatie	60	63	3,000
ExRY Macédoine	60	22	1,400+
Géorgie	60	2	1,500
République kirghize	60	63	1,212
Mongolie	n.d.	20	400
Roumanie	65	60	5,700
Ukraine	60	9	9,000+

Note : Les « sociétés cotées » sont inscrites à la cote principale, répondent aux critères de cotation et leurs titres font l'objet de transactions au moins une fois par mois.

Source : BERD (2001), sites de bourses, estimations de l'OCDE.

55. Les actionnaires de la grande majorité de ces sociétés non cotées à capital ouvert sont essentiellement dans une situation d'impasse, sans aucun moyen de se défaire de leurs actions et, dans de nombreux cas, sans véritables droits de propriété. L'une des solutions a consisté à créer des marchés secondaires actifs pour faciliter la consolidation des participations au capital. En Mongolie, la privatisation a été réalisée via la bourse, et près de cinq cents sociétés ont été « cotées » (le chiffre indiqué dans le tableau correspond aux sociétés qui satisfont effectivement aux exigences minimales de cotation au compartiment A de la bourse). La Bourse de Mongolie a permis de privatiser avec succès plusieurs douzaines de sociétés. La création du RASDAQ en Roumanie a été encore plus ambitieuse. Prenant modèle sur le NASDAQ et utilisant une technologie comparable grâce à de généreux donateurs, le RASDAQ comptait plus de cinq mille sociétés. Des centaines d'entre elles ont dans l'intervalle été privatisées. Globalement, des marchés hors cote actifs ont généré les liquidités nécessaires pour consolider la structure du capital de nombreuses sociétés.

56. Cependant, dans la plupart de ces pays, le marché hors cote actif ne traite pas plus de deux ou trois cents actions. La plupart de ces sociétés conservent un actionnariat atomisé et leurs actions ne sont négociées ni en bourse, ni hors bourse. On reconnaît que ces sociétés doivent être privatisées, mais d'une manière qui ne préjudicie pas à leurs actionnaires minoritaires, lesquels détiennent normalement la grande majorité du capital de la société. Les participants aux tables rondes ont également souligné qu'un grand nombre de ces sociétés sont de fait insolubles – pour des raisons tenant à des machinations d'initiés ou aux profonds changements économiques survenus pendant la transition – mais qu'il s'agit d'une question concernant les droits des créanciers et pas ceux des actionnaires. Toutefois, un grand nombre de ces sociétés conservent une certaine valeur, et les privatiser tout en accordant une compensation aux actionnaires minoritaires demeure un défi majeur.

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

### Encadré 3. La privatisation en Chine et en Inde

Comme les économies en transition d'Europe et d'Asie centrale, l'Inde et la Chine se sont toutes deux lancées dans des programmes de privatisation très ambitieux. En Chine, des centaines de sociétés appartenant à l'État ou encore contrôlées par l'État ont procédé à l'émission d'actions sur les bourses de Shanghai et Shenzhen au cours des dix dernières années. Actuellement, ces bourses comptent 1.200 sociétés cotées, dont la capitalisation boursière dépasse 500 milliards de \$, ce qui les place au second rang en Asie, immédiatement après le Japon. On estime que 30 à 60 millions de Chinois détiennent des actions. Certaines des plus grandes entreprises d'État chinoises se sont également fait coter à la bourse de Hong Kong et représentent aujourd'hui 35 % de sa capitalisation boursière<sup>19</sup>.

L'objectif initial de ces introductions en bourse était de faciliter la restructuration des entreprises et d'obtenir des sources de financement autres que les crédits consentis par des banques contrôlées par l'État, lesquelles détiennent de très gros portefeuilles de prêts improductifs. Toutefois, la tendance a changé ces dernières années, et l'accent a été mis davantage sur des programmes massifs de privatisation et de développement des marchés des capitaux. En 2001, des sociétés privées ont également été admises à la cotation sur les bourses de Shanghai et Shenzhen. Ce processus n'en est néanmoins qu'à ses débuts. On estime que plus des deux tiers des actions des sociétés cotées sont toujours entre les mains de l'État, et seules 35 des sociétés cotées en bourse ont été classées dans la catégorie des sociétés à capitaux privés. Plusieurs plans récents visant à vendre un plus grand nombre d'actions de sociétés publiques sur les deux bourses ont été mis en suspens, de crainte de diluer la qualité des sociétés cotées<sup>20</sup>.

Le « désinvestissement », nom donné à la privatisation en Inde, a commencé en 1991 avec la vente de participations minoritaires dans plusieurs dizaines de sociétés. En 1999, un ministère du Désinvestissement a été créé, et la stratégie a changé, passant de la vente de simples participations minoritaires à la vente de participations de contrôle et au transfert du contrôle à des équipes de direction privées. Au total, des participations de contrôle d'une valeur de 2.3 milliards de \$ ont été cédées dans 14 grandes sociétés. Et d'autres participations ont également été vendues dans 36 autres sociétés. Trente quatre autres sociétés, qui figurent parmi les plus grandes sociétés indiennes, sont privatisables, et d'autres pourraient suivre, sachant que l'Inde a l'un des plus grands secteurs nationalisés d'Asie<sup>21</sup>. L'objectif essentiel a consisté jusqu'à présent à améliorer les finances publiques ; toutefois, la politique de cession de participations de contrôle reflète également la priorité croissante donnée à la performance de l'entreprise.

En Chine et en Inde, la valorisation – et donc les recettes de privatisation – et la performance des entreprises privatisées dépendent des droits effectifs des nouveaux actionnaires. Les responsables des deux pays l'ont reconnu et ont donné de plus en plus priorité à la réforme du gouvernement d'entreprise. Assister ces deux participants aux tables rondes dans cette transformation essentielle demeurera une priorité.

### *Persistance du contrôle de l'État*

57. L'État est actionnaire de contrôle de plusieurs centaines de sociétés cotées en Chine, de plusieurs dizaines en Inde, de beaucoup de très grandes entreprises à Singapour, d'un très grand nombre de sociétés en Europe du sud-est et en Eurasie et d'un plus petit nombre de sociétés dans plusieurs autres pays (voir le tableau 3). Il s'agit souvent des plus grandes sociétés en termes de chiffre d'affaires, d'actifs et d'effectifs, qui ont généralement une fonction stratégique dans l'économie : transports aériens, télécommunications, banque, électricité, eau, pétrole, etc.

58. La persistance du contrôle de l'État peut refléter la nature spécifique du processus de privatisation d'un pays ; dans de nombreux cas, cependant, il s'agit d'une décision stratégique du gouvernement. Souvent, une « action spécifique » a été conservée pour influencer les décisions majeures de sociétés considérées comme constituant un monopole naturel ou ayant d'autres caractéristiques

19. *The Economist* (2003).

20. *Ibid.*

21. Voir le site Web du ministère du Désinvestissement : <http://divest.nic.in/>.

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

spéciales. En théorie, la privatisation avec conservation d'une action spécifique peut permettre le maintien de la surveillance de l'État afin de compenser un cadre réglementaire incomplet, tout en conférant une indépendance financière à la société et en la plaçant sur des bases commerciales plus solides. Par exemple, un pays souhaitant attirer des investissements privés dans le secteur de la production d'électricité, mais n'ayant pas le cadre réglementaire nécessaire pour contrôler étroitement la tarification d'une société intégralement privatisée, pourra privatiser en conservant une action spécifique.

59. Cette logique s'applique également au gouvernement d'entreprise. En théorie, l'État pourrait tirer parti de l'influence qu'il conserve pour superviser le conseil d'administration et la direction d'une société privatisée et, ce faisant, pour empêcher de graves abus au détriment des actionnaires minoritaires ou d'autres parties prenantes. En pratique, les sociétés contrôlées par l'État ont parfois un gouvernement d'entreprise aussi bon, voire meilleur, que celui de leurs homologues à capitaux privés. Toutefois, il existe d'autres cas où des membres de sociétés contrôlées par l'État ont été impliqués dans de graves abus au préjudice des actionnaires minoritaires. Comme cela a été régulièrement souligné lors des tables rondes, le fait que l'État ait la double qualité de propriétaire et de régulateur – parfois à travers une participation de contrôle ou une action spécifique – peut susciter en pratique des conflits d'intérêts. Déterminer le rôle adéquat de l'État dans les sociétés stratégiques et les modalités de gouvernance de ces sociétés demeure un défi permanent pour les responsables. Le chapitre III examine les formules par lesquelles les actionnaires de référence, notamment l'État, peuvent améliorer la gouvernance des sociétés qu'ils contrôlent.



## II. APPLICATION

60. Les pays participant aux tables rondes se sont désormais dotés, dans leur grande majorité, de lois et règlements qui semblent offrir une solide protection aux actionnaires et autres parties prenantes. Mais il n'en demeure pas moins que les droits de ces actionnaires et autres parties prenantes sont encore parfois bafoués, en grande partie faute d'application efficace des réglementations. Chacune des cinq tables rondes est parvenue à la conclusion que les améliorations majeures du gouvernement d'entreprise viendraient de l'application et de l'exécution des réglementations en vigueur.

61. Paradoxalement, les problèmes d'application et d'exécution reflètent partiellement les efforts déployés pour améliorer le gouvernement d'entreprise. Pour paraphraser un participant à une table ronde : « Les lois ont été transplantées, mais pas les pratiques »<sup>22</sup>. A défaut de cadre institutionnel approprié, les nouvelles lois, qu'elles soient transplantées ou développées par le pays lui-même, peuvent être tout simplement ignorées et même, dans certains cas, créer de nouvelles difficultés.

62. En dernier ressort, c'est au pouvoir judiciaire qu'il appartient de faire appliquer la loi, et c'est précisément le pouvoir judiciaire qui inspire fréquemment la plus grande déception aux participants aux tables rondes de plusieurs pays. L'une des réponses consiste à renforcer directement le système judiciaire, une autre à développer des voies alternatives de recours et, en particulier, à doter l'autorité nationale de réglementation des valeurs mobilières de plus larges prérogatives, et une troisième à donner plus de pouvoirs aux actionnaires en développant un cadre qui rende la discipline de marché plus efficace. Il convient toutefois de noter que bien que différentes mesures puissent compenser les faiblesses du système judiciaire, *toutes* les voies de recours dépendent finalement, à un degré ou un autre, du système judiciaire. Les livres blancs soulignent l'importance d'une meilleure application des lois par chacun de ces trois moyens.

### Le système judiciaire

63. Les pays participant aux tables rondes considèrent généralement que la voie judiciaire est coûteuse et n'assure qu'une protection limitée aux actionnaires minoritaires, aux créanciers et aux autres parties prenantes. Dans certains pays, il n'existe par exemple aucune jurisprudence connue en faveur des actionnaires minoritaires. Même dans les pays dotés de cadres institutionnels plus avancés, l'action en justice est perçue comme longue et incertaine, utilisable uniquement en dernier ressort.

64. Dans certains cas, le problème peut tenir au juge lui-même. La nature des affaires soumises aux tribunaux peut également créer des difficultés : les actionnaires de contrôle et autres membres « initiés » de la société sont habiles à donner l'apparence de la légitimité, au moins superficiellement, à des opérations qui sont en réalité abusives. La situation peut encore se compliquer en raison de l'ambiguïté du cadre juridique : même en présence de preuves solides d'une certaine forme d'irrégularité, la responsabilité d'administrateurs, de dirigeants ou d'actionnaires importants peut ne pas être claire.

65. Confrontés à des cas d'abus potentiel de la part d'actionnaires de contrôle et d'autres initiés, les tribunaux adoptent fréquemment une interprétation étroite de ce qui constitue réellement un préjudice

---

22. Galogaza (2001).

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

causé aux actionnaires minoritaires. Dans une affaire évoquée lors de la table ronde pour l'Asie<sup>23</sup>, un tribunal chinois a jugé en 1998 que la divulgation d'informations fausses ne portait pas nécessairement préjudice aux actionnaires. Dans une décision ultérieure, toujours en Chine, la Cour suprême populaire a suspendu provisoirement l'exécution de jugements attribuant au civil des dommages-intérêts pour délit d'initié, fraude et manipulation du marché. En général, les tribunaux d'un grand nombre de pays préfèrent laisser une latitude maximale aux actionnaires de contrôle, aux dépens des minoritaires<sup>24</sup>.

66. Si la jurisprudence se montre restrictive, c'est souvent parce que la loi n'est aussi. Le droit des sociétés énumère généralement une liste d'obligations des administrateurs ou dirigeants, mais il s'agit d'obligations envers la *société*. C'est pourquoi les actionnaires peuvent se heurter à de sérieux obstacles lorsqu'ils cherchent à obtenir réparation à l'encontre de tel ou tel administrateur<sup>25</sup>. Certains abus ne sont parfois tout simplement pas reconnus comme tels par le législateur, ou, s'ils le sont, échappent à toute sanction. Par ailleurs, il se peut que les lois se contredisent.

67. Les pays de common law peuvent avoir un avantage dans ce domaine : en effet, les tribunaux de ces pays ont un plus grand pouvoir d'appréciation souveraine et peuvent être disposés à donner une interprétation plus large de la loi, conférant ainsi une plus grande protection aux actionnaires. L'Inde, la Malaisie, Hong Kong et Singapour peuvent aussi s'appuyer (explicitement ou implicitement) sur une vaste jurisprudence anglaise en ce qui concerne la protection des actionnaires et les obligations des administrateurs et autres dirigeants de la société. Une interprétation plus large permet également une interprétation plus *flexible*, qui peut évoluer dans le temps sans modification expresse du droit des sociétés ou d'autres réglementations<sup>26</sup>.

68. Toutefois, la différence entre pays de common law et pays de droit civil ne doit pas être exagérée. En Malaisie, par exemple, pays de common law, les actionnaires ne pouvaient pas jusqu'en 2001 intenter une action dirigée contre un administrateur en particulier<sup>27</sup>. En revanche, de nombreux pays de droit civil ont contré une interprétation restrictive en s'efforçant d'énoncer plus clairement les droits des actionnaires et les types d'opérations potentiellement abusives. Quelle que soit sa base juridique, un régime efficace sera celui qui pourra continuellement s'adapter pour maintenir la confiance des actionnaires et des autres apporteurs de ressources.

69. Des problèmes plus graves qu'une interprétation juridique restrictive se posent dans certains pays. Les actionnaires de contrôle et autres initiés disposent normalement de vastes moyens financiers et politiques. En revanche, les magistrats peuvent être mal payés et ne pas échapper totalement à l'influence politique. Dans certains pays, le juge peut avoir un statut inférieur à celui de l'avocat. Le potentiel de corruption et d'ingérence politique va bien au-delà du gouvernement d'entreprise. Les tables rondes soutiennent énergiquement les programmes visant à lutter contre la corruption dans le milieu judiciaire et à accroître l'indépendance politique des magistrats, à la fois en vue d'améliorer le gouvernement d'entreprise et, plus largement, de recueillir les avantages dont ces programmes s'accompagnent.

---

23. Hu (2002).

24. Pour des exemples bien connus, voir Johnson et autres (2000).

25. Voir le chapitre IV.

26. Selon La Porta et autres (1997) ainsi que d'autres auteurs, les pays de common law ont en moyenne un niveau plus avancé de développement financier et un meilleur gouvernement d'entreprise que les pays de droit civil. Levine et autres (2002) y voient l'effet de la plus grande souplesse des systèmes de common law.

27. Nathan (2001).

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

70. Même lorsque la corruption n'est pas un problème crucial, mieux rémunérer les juges et améliorer leur statut peut attirer des personnes qui soient plus capables et plus désireuses de traiter des affaires commerciales potentiellement complexes. La formation est un autre moyen de renforcer les capacités du pouvoir judiciaire, et les programmes de formation destinés aux magistrats ont également reçu le soutien des participants aux tables rondes. Les économies en transition pourraient avoir besoin d'une formation intensive en droit commercial en général et pour les questions spécifiquement liées au gouvernement d'entreprise. Dans les autres pays, une formation efficace pourrait comprendre des séminaires plus ciblés et d'autres programmes spécialisés concernant notamment les opérations abusives et les obligations des administrateurs et des dirigeants ainsi que les sujets similaires.

71. D'autres suggestions ont été formulées au cours des tables rondes afin d'améliorer les performances du système judiciaire, en particulier une plus grande spécialisation des magistrats et une plus large publication des décisions des tribunaux. La réforme judiciaire est un processus de longue haleine, qui a également de très vastes implications. Elle doit être une priorité nationale dans de nombreux pays et bénéficier d'une assistance multilatérale et bilatérale.

### *Recours de l'actionnaire*

72. Outre le risque d'interprétation restrictive et de corruption, de nombreux actionnaires se heurtent peut-être à un obstacle encore plus grand lorsqu'ils tentent d'obtenir réparation devant les tribunaux : la durée et le coût du procès. Bien que les dépens de justice à proprement parler ne soient pas toujours élevés, le demandeur doit payer les honoraires d'avocat (de nombreux pays ne pratiquent pas le pacte de quota litis) et le jugement peut être rendu au bout de plusieurs années. Enfin, les actionnaires peuvent se heurter à des obstacles supplémentaires : en Chine, par exemple, l'actionnaire ne peut pas agir en justice si la Commission des opérations de bourse n'a pas constaté l'existence d'une infraction<sup>28</sup>.

73. Dans une action classique intentée par des actionnaires, les tribunaux traitent chaque actionnaire comme un demandeur distinct. Cela n'empêche pas les actions collectives, mais le tribunal doit examiner le cas de chaque actionnaire séparément. D'où l'exemple présenté lors des tables rondes, citant une assignation lancée par 679 investisseurs et pesant 3 tonnes<sup>29</sup>. Les tables rondes ont exprimé un vif intérêt pour les mécanismes qui réduiraient la charge administrative de ces procès et permettraient de répartir les frais entre les actionnaires.

74. L'action dérivée ou action sociale ut singuli constitue une alternative aux procès individuels. Dans le cadre d'une action dérivée, l'actionnaire agit contre les administrateurs et les dirigeants de la société pour le compte de la société. Les dommages-intérêts attribués reflètent la responsabilité du dirigeant concerné à l'égard de la société dans son ensemble et peuvent servir à payer les frais de l'action judiciaire, mais, pour le reste, c'est la société qui les perçoit. L'action dérivée s'inscrit dans le cadre d'un système juridique où les dirigeants de sociétés sont responsables envers la société, mais doivent rendre des comptes aux actionnaires. Dans un petit nombre de pays, c'est la seule action que les actionnaires peuvent intenter. Toutefois, l'action ut singuli n'est pas aussi largement utilisée qu'elle pourrait l'être. Par exemple, aucune action de ce type n'a été intentée en Bulgarie et en Roumanie, bien qu'elle soit possible en droit<sup>30</sup>. Plusieurs participants aux tables rondes ont néanmoins souligné les limites de cette action (encadré 4).

75. Une autre solution est actuellement introduite en Chine et au Taipei chinois, envisagée en Corée et recommandée dans le livre blanc pour l'Asie à l'intention des autres pays de la région. Il s'agit de

---

28. Hu (2002) ; voir également le chapitre IV.

29. *Ibid.*

30. David (2001).

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

l'action collective. Cette formule reste néanmoins controversée. Son avantage principal est l'attribution directe des dommages-intérêts aux actionnaires. Mais on peut craindre des abus avec les procès de ce type, qui peuvent aussi aboutir à un chantage financier, les avocats (et pas les actionnaires) en quête d'honoraires demandant d'énormes dommages-intérêts dans des affaires d'un intérêt contestable.

76. Un projet de loi coréen assortit cette action d'un certain nombre de restrictions pour empêcher d'éventuels abus. Par exemple, l'action doit être intentée par au moins 50 actionnaires, l'affaire (et tout règlement amiable) doit être approuvée par le tribunal et, pour empêcher que certains n'en fassent profession, le demandeur principal et l'avocat principal ne peuvent intenter que trois actions collectives tous les trois ans.

77. L'introduction de l'action collective en Corée et en Chine sera une importante « expérimentation naturelle » dont d'autres pays, surtout ceux de droit civil, pourront tirer de très précieux enseignements. Cette action pourra offrir à certains actionnaires une solution présentant un bien meilleur rapport coût-efficacité. Mais on ne voit guère en quoi elle pourrait accélérer la procédure judiciaire ou aboutir en elle-même à des décisions de justice plus avisées.

### Encadré 4 – L'action ut singuli en Corée

En Corée, aucune action ut singuli n'a été intentée par des actionnaires avant 1997, en partie parce que le demandeur devait détenir au moins 3 % du capital de la société. Depuis la crise de 1997, ce minimum de participation au capital a été réduit à 0.01 % et trois actions de ce type ont été intentées. La première l'a été en 1998 contre deux anciens présidents et deux anciens administrateurs de la Korea First Bank pour prêts illégaux et perception de pots-de-vin pour l'octroi de prêts. La Cour suprême de Corée a été saisie et l'affaire n'a été définitivement jugée qu'en 2002. Les tribunaux ont statué en faveur des actionnaires : cependant, une grande partie des sommes qui leur ont été attribuées ont servi à couvrir les frais du procès, et le solde n'a pas suffi à éviter la faillite de la banque.

La seconde action dérivée a été intentée en 1999 à l'encontre d'un ancien président et de dix administrateurs de Samsung Electronics pour une série d'abus, notamment des contributions politiques illégales. En 2001, le tribunal de district a statué en faveur des demandeurs et attribué 72 millions d'USD de dommages-intérêts sur les 282 millions d'USD demandés. Toutefois, l'affaire est actuellement en appel. La troisième action a également été intentée en 1999 contre l'ancien président de Daewoo Corporation pour subventions illégales accordées à des sociétés détenues par la famille exerçant le contrôle. En novembre 2002, l'audience a été reportée en raison de l'absence du défendeur.

Chaque affaire a duré des années. Lorsque des dommages-intérêts ont été attribués, la direction s'est montrée réticente à les recouvrer au profit de la société. En outre, une action judiciaire séparée a dû être intentée pour recouvrer les honoraires d'avocat, qui n'étaient pas conditionnels ; initialement, ce sont les actionnaires qui ont dû en faire l'avance, avant d'être remboursés par prélèvement sur les dommages-intérêts alloués à la société. Le solde de ces dommages-intérêts a été versé à la société. Dans ces conditions, il n'est peut-être pas surprenant que ces actions aient été aussi peu nombreuses<sup>31</sup>.

### L'autorité de réglementation des valeurs mobilières et les organismes d'autoréglementation

78. La protection des investisseurs est l'une des missions fondamentales des commissions des opérations de bourse et autres autorités de réglementation boursière nationales. Pour exécuter cette mission, les autorités réglementaires disposent d'importants atouts par rapport aux autorités judiciaires. Les autorités de réglementation des valeurs mobilières, qui ont normalement le pouvoir d'interpréter la loi boursière et d'édicter ses textes d'application, sont potentiellement plus souples que les juges qui prennent leur décisions sur le fondement d'un droit des sociétés parfois ancien ; elles sont ainsi à même de répondre aux nouvelles conditions du marché et aux nouveaux problèmes que peut poser le comportement des actionnaires de contrôle et des initiés. Les agents des autorités réglementaires, dont les perspectives de

31. Jang (2002).

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

carrière peuvent dépendre de leur capacité à sanctionner des infractions commises par les sociétés, seront également sans doute davantage incités à s'attaquer à des affaires complexes que des juges qui font passer avant tout activisme le souci d'apparaître impartiaux<sup>32</sup>.

79. Les autorités de réglementation des valeurs mobilières peuvent normalement engager des actions pénales et civiles contre les sociétés, leurs administrateurs et leurs dirigeants. Elles peuvent également prendre des mesures administratives qui ne dépendent pas de longues procédures judiciaires. Elles peuvent infliger des amendes et, ce qui est très important, prononcer des injonctions qui empêchent ou font cesser des mesures potentiellement abusives. Bien que la partie sanctionnée ait un droit de recours, la sanction administrative demeurera en vigueur pendant toute la durée de la procédure de recours, qui risque d'être longue. En outre, les autorités réglementaires auront généralement des pouvoirs d'enquête et seront en mesure d'exiger des informations de la part des sociétés et de leurs dirigeants.

80. Les autorités de réglementation des valeurs mobilières concentrent fréquemment leur action sur la surveillance des intermédiaires de marché (sociétés de bourse, bourses, dépositaires et teneurs de registres, banques assurant la conservation de titres et associations professionnelles d'experts-comptables et de commissaires aux comptes)<sup>33</sup>. Elles disposent d'un outil administratif efficace, à savoir l'agrément de ces intermédiaires. Cela leur permet de déléguer effectivement certaines fonctions de surveillance du marché et d'empêcher les intermédiaires de prêter leur concours à des pratiques abusives, par exemple la négociation pour compte propre des actions de la société, ou « l'égaré » temporaire de registres de mouvements de titres. Les autorités de réglementation boursière disposent aussi d'une sanction – le retrait de l'agrément – qui peut ne pas être directement dépendante du système judiciaire.

81. Une puissante autorité de réglementation des valeurs mobilières peut être une force de dissuasion efficace contre les abus commis au détriment des actionnaires. Toutefois, une autorité qui n'a pas de comptes à rendre peut être source d'autres abus. L'autorité de réglementation des valeurs mobilières ne doit pas seulement veiller à la transparence des marchés financiers, mais également à sa propre transparence. Les décisions de l'autorité doivent être expliquées et publiées, et l'élaboration des nouvelles réglementations doit s'opérer d'une manière ouverte.

82. Sur un plan général, le personnel de l'autorité de réglementation ne doit avoir aucun lien avec les sociétés ou personnes sur lesquelles il enquête, et il ne doit en particulier détenir aucune action de ces sociétés. Outre ces exigences de base, les participants aux tables rondes ont souligné l'importance d'un système fondé sur le mérite pour désigner les membres des commissions des opérations de bourse et autres autorités de réglementation des valeurs mobilières, de manière à échapper à toute interférence politique injustifiée. Bien qu'il puisse y avoir un certain compromis entre indépendance politique et responsabilité, les participants ont insisté sur la nécessité d'une réglementation aussi professionnelle et dépolitisée que possible.

83. Comme celle des juges, l'action des autorités de réglementation des valeurs mobilières peut être sapée par les ambiguïtés et lacunes de la loi. Elle peut également être gravement limitée par un manque de ressources. Bien que la menace d'éviction dont la Commission des opérations de bourse roumaine a été victime soit un cas extrême, les autorités de réglementation des valeurs mobilières de nombreux pays auront besoin de ressources supplémentaires substantielles si l'on veut qu'elles ne se bornent pas à surveiller une poignée de grandes sociétés et d'intermédiaires de marché.

84. Dans de nombreux pays, les autorités de réglementation des valeurs mobilières ne sont pas seules à surveiller les marchés financiers et à assurer la protection des investisseurs. Les ministères des finances,

---

32. Glaeser (2001).

33. *Ibid.*

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

de l'industrie et de la justice peuvent également intervenir, tout comme la banque centrale ou l'autorité de contrôle bancaire, et il peut y avoir des chevauchements et parfois une véritable confusion quant à leurs compétences respectives. Un grand nombre de participants aux tables rondes ont souligné combien il est essentiel de clarifier les pouvoirs des différentes autorités de surveillance des marchés de capitaux. La Bulgarie a réglé ce problème en mettant en place une seule autorité de réglementation des marchés de capitaux, sur le modèle de la Financial Services Authority britannique, et d'autres pays étudient cette option.

85. Renforcer les moyens d'action des autorités de réglementation des valeurs mobilières constitue de toute évidence une priorité pour les tables rondes, et chaque livre blanc formule des orientations dans ce domaine. L'OICV a également entrepris d'élaborer des principes de régulation financière. Les autorités de réglementation boursière de nombreux pays participant aux tables rondes sont membres de l'OICV et ces principes devraient également fournir un cadre utile aux autorités de réglementation du monde entier.

### *La bourse*

86. La délégation de pouvoirs à des organismes d'autorégulation est l'un des moyens grâce auxquels les autorités de réglementation des valeurs mobilières peuvent gérer au mieux des ressources restreintes. Toutefois, il existe des limites à la délégation ; l'autorité de réglementation des valeurs mobilières doit également pouvoir superviser et contrôler ces organismes. Pour les sociétés cotées, la bourse est l'organisme d'autorégulation par excellence<sup>34</sup>. Par le biais des conditions requises pour la cotation, la bourse peut avoir une influence substantielle sur le gouvernement d'entreprise de la société cotée. L'admission à la cote peut imposer à la société de divulguer périodiquement et en temps voulu aux autorités boursières des informations additionnelles et certaines informations cruciales. Elle peut également exiger la création de certains comités spéciaux et/ou le respect d'un code de gouvernement d'entreprise.

87. La bourse doit pouvoir faire respecter ces exigences, et elle s'appuie généralement pour ce faire sur la suspension de la négociation de titres ou de la cotation, ou sur la radiation définitive. Il peut en résulter un dilemme. La suspension ou la radiation risque en effet de nuire aux actionnaires minoritaires. Des normes particulièrement strictes d'admission à la cote limiteront également le nombre de sociétés cotées. Réduire le risque d'*antisélection* en garantissant une certaine qualité minimale pour les sociétés cotées aura également pour effet d'augmenter le nombre de sociétés non cotées échappant en grande partie aux mesures de régulation. Cette situation est particulièrement problématique lorsque seul un petit nombre de sociétés sont cotées. Certains marchés boursiers commencent à adopter la solution consistant à créer de multiples compartiments, dont certains imposent des conditions plus rigoureuses que d'autres.

88. Plusieurs bourses, notamment le Novo Mercado brésilien, prévoient des arbitrages professionnels obligatoires entre les sociétés, leurs dirigeants et leurs actionnaires. Ce type de *règlement alternatif des différends* a reçu les faveurs des participants aux tables rondes, surtout parce qu'il offre une alternative au système judiciaire. Traditionnellement, ce type de mécanisme est réservé aux différends entre sociétés et entre investisseurs dans les sociétés de type fermé. De plus, le cadre juridique mis en place à cet effet est essentiellement axé sur les différends internationaux<sup>35</sup>.

89. Le règlement alternatif des différends n'est qu'assez peu utilisé dans les économies en développement et dans les économies de marché émergentes. En effet, de nombreux pays dont la Russie, la

---

34. L'autorégulation joue depuis longtemps un grand rôle dans la transparence et la divulgation d'informations. Voir le chapitre VI pour ce qui concerne le rôle des autorités de réglementation des valeurs mobilières et des organismes d'autorégulation dans le domaine de la transparence.

35. La Convention de New York exige la reconnaissance des sentences arbitrales internationales, mais pas des sentences nationales.

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

Roumanie, la Bulgarie et la Croatie, se sont montrés peu disposés à autoriser un arbitrage privé obligatoire. Dans ces pays, seuls les tribunaux ont en dernier ressort le pouvoir de rendre des jugements ayant force exécutoire. L'efficacité de tout système alternatif de règlement des différends dépend de la volonté des tribunaux d'en assurer l'exécution.

90. L'exemple du Novo Mercado montre néanmoins qu'imposer un arbitrage obligatoire aux sociétés ouvertes et à leurs investisseurs est une véritable possibilité. Dans ce contexte, les livres blancs préconisent une plus large utilisation des modes alternatifs de règlement des différends ; de même, l'OCDE et la Commission des Nations Unies pour le droit commercial international (CNUDCI) ont lancé une série de réunions destinées à développer l'utilisation des modes alternatifs de règlement des différends, en particulier en vue d'une amélioration du gouvernement d'entreprise dans les économies en développement et les économies de marché émergentes. Plusieurs livres blancs recommandent également la médiation et l'arbitrage pour que les salariés et les autres parties prenantes puissent obtenir plus facilement réparation d'éventuels dommages. Comme pour les actionnaires, l'efficacité de ces mécanismes est en définitive subordonnée à leur caractère obligatoire.

### Discipline de marché et auto-exécution

91. Les forces du marché peuvent être l'un des barrages les plus efficaces contre les abus commis par certaines sociétés. Un actionnaire de contrôle qui a la réputation d'exproprier les autres actionnaires ne pourra pas placer de titres. Par ailleurs, si un piètre gouvernement d'entreprise conduit à détériorer les performances d'une société, la concurrence régnant sur ses marchés de produits pourra évincer purement et simplement cette entreprise mal dirigée.

92. Certains auteurs font valoir que si l'on confère davantage de pouvoirs aux actionnaires et si l'on intensifie le jeu des forces du marché, le cadre du gouvernement d'entreprise peut avoir un caractère largement « auto-exécutoire », ne laissant plus qu'un rôle limité aux tribunaux et aux autorités réglementaires<sup>36</sup>. Les tables rondes et les livres blancs ont examiné plusieurs mécanismes qui offrent aux actionnaires la possibilité de bloquer ou de contester certaines mesures émanant d'« initiés » des sociétés, de renforcer l'indépendance des administrateurs et d'accroître la transparence et qui, dès lors, peuvent être considérés comme ayant un caractère « auto-exécutoire ». En général, ce type d'« auto-exécution » se fonde sur des procédures obligatoires destinées à protéger les investisseurs. Il est tout à fait différent d'un mécanisme contractuel volontaire, tel celui qui peut résulter des statuts d'une société. Les conventions contractuelles de droit privé sont exécutées par les tribunaux, avec tout ce que cela implique.

93. Cependant, l'amélioration de la discipline de marché par ces mécanismes d'auto-exécution exige également des procédures judiciaires d'exécution. Un mécanisme typique d'auto-exécution est l'approbation obligatoire des grandes opérations par l'assemblée générale des actionnaires, dans certains cas à la majorité qualifiée. Toutefois, pour que ce système ait un sens, il faut que l'assemblée ait lieu, que les actionnaires en soient informés et qu'ils puissent se prononcer sur l'opération en toute connaissance de cause ; en d'autres termes, les actionnaires doivent avoir des informations préalables sur l'opération. Les tables rondes ont révélé - et il s'agit là de l'un de leurs enseignements majeurs - que cela n'est en rien acquis et que les actionnaires doivent pouvoir disposer de voies de recours en cas de violation de droits apparemment très fondamentaux.

---

36. L'ouvrage de référence sur l'auto-exécution dans le domaine du gouvernement d'entreprise est celui de Black et Kraakman (1996).

## **Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements**

94. Or, il est manifestement plus facile de déterminer si une assemblée a eu lieu que de déterminer si une opération particulière répondait à l'intérêt de la société. Néanmoins, les mécanismes qu'on vient d'évoquer nécessitent un dispositif juridique, sous une forme ou sous une autre. Chaque livre blanc expose un « plan d'action » pour la mise en place et l'amélioration d'un ensemble de mécanismes de nature à conforter la discipline du marché et à faciliter l'auto-exécution tout en renforçant les moyens à la disposition des juges et des autorités réglementaires.



### III. DROITS ET TRAITEMENT ÉQUITABLE DES ACTIONNAIRES

95. Un investisseur n'acquerra une action que s'il en attend un rendement positif. Toutefois, une action ordinaire n'est généralement pas assortie d'un dividende garanti, la société ayant une large latitude pour la distribution des dividendes<sup>37</sup>. Cette flexibilité, et le partage des risques qu'elle facilite, est le principal atout des titres de capital par rapport aux titres d'emprunt. Mais pour qu'un investisseur participe à ce système, il faut qu'il sache que ses droits de propriété seront respectés. En outre, l'investisseur ne participera pas s'il pense qu'il sera défavorisé par rapport à d'autres actionnaires.

96. Les régions représentées aux tables rondes ont été témoins des violations les plus flagrantes des droits des actionnaires, et plus particulièrement des droits des actionnaires minoritaires. Les actionnaires de contrôle détournent des ressources des sociétés qu'ils contrôlent, violant les droits fondamentaux d'autres actionnaires. A titre d'exemple, des actionnaires minoritaires peuvent être empêchés d'assister à une assemblée générale appelée à voter sur une acquisition majeure qui bénéficiera à l'actionnaire de contrôle. Plus généralement, les actionnaires minoritaires ne sont pas traités également. Ils ne reçoivent pas les mêmes informations, ou n'ont pas les mêmes possibilités de participer aux bénéfices de la société que les actionnaires de contrôle.

97. Les tables rondes ont permis d'identifier trois domaines particulièrement importants pour la protection des droits des actionnaires et leur traitement équitable dans les économies en développement et les économies de marché émergentes : les actionnaires doivent avoir des droits protégés de détention et de transfert de leurs actions, ils doivent pouvoir participer pleinement aux assemblées générales et les opérations majeures avec des parties liées doivent être réalisées d'une manière qui soit transparente et traite les actionnaires équitablement. En outre, les tables rondes se sont demandé comment impliquer davantage, par des solutions constructives, les actionnaires dans la société dont ils sont propriétaires<sup>38</sup>.

98. Au fil des réunions des tables rondes, plusieurs pays participants ont adopté de nouvelles lois pour mieux protéger les actionnaires, notamment l'Argentine, la Bulgarie, le Chili, la Roumanie et la Russie. Des initiatives volontaires destinées à améliorer le traitement des actionnaires, en particulier la création de compartiments boursiers spéciaux et l'adoption de codes de gouvernement d'entreprise, ont également vu le jour dans plusieurs pays.

---

37. Dans certains pays, le droit des sociétés impose un dividende minimal et dans un grand nombre de pays ce sont les actionnaires qui approuvent en assemblée générale le paiement d'un dividende. Il subsiste néanmoins une grande latitude de fait.

38. La protection des actionnaires et plus particulièrement les mesures à prendre pour empêcher le transfert de ressources hors de la société débordent le cadre du chapitre III. Le chapitre VI examine l'un des meilleurs moyens de lutter contre les abus de ce type : l'amélioration de la transparence et de la divulgation d'informations : le conseil d'administration, en particulier à travers le rôle qu'il joue dans les conflits d'intérêts, peut lui aussi empêcher ou faciliter les opérations abusives avec des parties liées (voir également le chapitre IV). Enfin, l'application des réglementations est fondamentale pour la protection des actionnaires (voir le chapitre II).

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

### Le problème des « avantages privés » liés au contrôle

99. Les tables rondes ont confirmé l'existence d'un problème essentiel de gouvernement d'entreprise dans les économies en développement et les économies de marché émergentes ; il s'agit du phénomène de « siphonnage », par lequel les initiés détournent à leur profit les actifs de la société, qui sont ainsi comme siphonnés. Ce phénomène ébranle la confiance des investisseurs et retarde le développement des marchés financiers ; d'où une plus faible valorisation, moins de financements en capitaux propres et, en définitive, une croissance plus faible et une économie moins stable.

100. Les transferts d'argent au profit des actionnaires de contrôle ou d'autres initiés peuvent prendre de nombreuses formes (encadré 5). En général, les initiés font preuve d'une extrême ingéniosité pour concevoir de nouvelles formules de siphonnage d'actifs des sociétés qu'ils contrôlent. Ces transferts et autres avantages privés ne sont pas uniquement préjudiciables aux autres actionnaires ; ils peuvent déboucher sur une faillite et, parfois, les actionnaires de contrôle dépouillent délibérément l'entreprise, laissant les travailleurs avec des arriérés de salaires et les créanciers avec des impayés.

#### Encadré 5 – Formes de siphonnage

**Exploitation d'informations privilégiées :** Des informations confidentielles sont utilisées dans un intérêt personnel, souvent en combinaison avec d'autres opérations. Par exemple, une société transfère des ressources à une autre société, l'actionnaire de contrôle acquiert des titres de la société bénéficiaire, puis « l'investissement » dans la deuxième société est annoncé (ou signalé d'une manière ou d'une autre), ce qui fait monter le cours de ses actions. Parfois, le transfert même de l'information est assimilable à un siphonnage ; par exemple, une information concernant certaines opportunités commerciales est transférée d'une société cotée ayant un actionnaire de contrôle à une autre société dont l'actionnaire de contrôle détient la totalité du capital.

**Transfert d'actifs :** Des actifs d'une société sont cédés à une partie liée à des conditions très favorables, le cessionnaire étant très souvent une autre société dont la totalité du capital est détenue par l'actionnaire de contrôle. Il s'agit d'une forme très courante de siphonnage.

**Augmentation de capital :** Un actionnaire de contrôle acquiert à des conditions très favorables, directement ou via une partie liée, des actions émises par une société. C'est l'un des abus les plus fréquemment cités par les participants aux tables rondes, qui ont décrit une série de dispositifs grâce auxquels l'actionnaire de contrôle bénéficie de l'augmentation de capital.

**Modification du contrôle et vente de la société :** La cession d'un bloc de contrôle (nombre suffisant de titres pour prendre le contrôle de la société) ou la vente pure et simple d'une société peuvent faciliter un siphonnage. Le futur actionnaire de contrôle pourra être davantage en mesure de transférer des ressources de la société que l'actionnaire de contrôle en place, notamment grâce à des prix de transfert abusifs. Les conditions mêmes de la vente peuvent être à l'origine du siphonnage. Par exemple, une opération de contrôle avec une partie liée pourra consister à échanger les actions de la société contre les actions d'un nouveau holding dont le capital sera détenu dans une bien plus forte proportion par l'actionnaire de contrôle.

**Co-investissement :** De même que le transfert d'éléments d'actif ou de passif, il s'agit d'un investissement réalisé à des conditions avantageuses par la société dans une autre société détenue entièrement ou partiellement par l'actionnaire de contrôle. Un co-investissement peut aussi faire intervenir un échange de titres et donc poser les mêmes problèmes d'évaluation que les autres apports en nature.

**Apports en nature :** Il s'agit d'une variante de l'augmentation de capital : un bien matériel, par exemple un immeuble ou une machine, est échangé contre des actions et pas en numéraire. Souvent, on peut ainsi contourner les droits qui s'attachent à une augmentation de capital, notamment le droit de priorité. Un bien de faible valeur pourra aussi être échangé contre des actions de plus forte valeur.

**Transferts d'éléments de passif :** Au lieu de faire sortir d'une société des actifs par voie de transfert, on lui cède des éléments de passif à des conditions défavorables. Cette opération peut avoir un double but : exproprier les actionnaires et les créanciers. C'est le pendant du transfert abusif d'éléments d'actif et l'une ou l'autre de ces formules (et, souvent, les deux) peut être utilisée pour créer une société dont le passif est supérieur à l'actif.

**Prix de transfert :** Au lieu d'une seule opération (souvent de grande dimension) de vente d'un actif, les prix de transfert abusifs concernent un grand nombre d'opérations entre sociétés, souvent des ventes de consommations intermédiaires (matières premières, pièces détachées, etc.) ou des prestations de services. Si l'on veut transférer des fonds au fournisseur, le prix sera fixé à un niveau supérieur à la normale. Si l'on veut transférer des fonds à l'acheteur, il sera fixé à un niveau inférieur à la normale. Les prix de transfert abusifs sont parfois utilisés pour contourner les restrictions juridiques à certaines grandes opérations.

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

101. Dans les pays où les droits des investisseurs sont correctement protégés, les avantages privés sont moins visibles. L'actionnaire de contrôle ainsi que ses amis et parents peuvent occuper des postes de gestion pour lesquels ils perçoivent une rémunération excessive. Les décisions d'investissement d'une société peuvent refléter des intérêts personnels et pas ceux de la société ; par exemple, des filiales à faible rentabilité seront créées dans l'intérêt des enfants et de la fratrie du fondateur. Toutefois, même dans les pays où les investisseurs sont assez bien protégés, les avantages privés « discrets » pourront coexister avec le siphonnage « pur et simple », qui sera toutefois un peu plus raffiné.

102. Plusieurs éléments institutionnels facilitent le siphonnage. Les sociétés qui sont liées procèdent habituellement à ce type d'opération. Par exemple, pour reprendre l'exemple de la figure 1, un actionnaire de contrôle pourrait tirer parti d'opérations entre les sociétés D et A pour leur transférer des ressources. Dans certains cas, on ne saura même pas qu'une partie est liée. Les sociétés offshore, dissimulant la propriété effective, sont souvent utilisées pour ces opérations. Dans de nombreux cas, l'opération même pourra être légale techniquement. Mais le siphonnage est souvent facilité par des agissements contraires aux droits des actionnaires qui empruntent souvent des voies indirectes : une opération avec une société offshore peut être légale, mais dissimuler le propriétaire de cette société ne l'est probablement pas. Le siphonnage pose de graves problèmes aux autorités réglementaires et judiciaires, parce qu'il faut des moyens pour enquêter sur des opérations en apparence normales et parce que la nature de ces opérations est souvent ambiguë.

103. Les *Principes* considèrent comme un droit fondamental de l'actionnaire le droit de détenir et de transférer ses titres. Dans certaines sociétés, ce droit se concrétise par une action au porteur, document qui atteste que le porteur est actionnaire et qu'il peut céder le titre à son gré. Mais, dans la plupart des cas, le certificat d'action détenu par l'actionnaire est essentiellement symbolique ; il s'agit en quelque sorte d'un reçu délivré pour l'achat d'actions. Un registre ou un dépositaire central conserve les titres, qui sont souvent dématérialisés. Il n'y a pas de valeur matérialisée sur papier, mais uniquement sur enregistrement informatique.

104. Un grand nombre d'économies en développement et d'économies de marché émergentes ont mis en place des systèmes sûrs et de plus en plus perfectionnés d'enregistrement des actions des sociétés cotées en bourse. Les systèmes avancés d'enregistrement peuvent accélérer le règlement des opérations sur actions et faciliter le repérage de la propriété effective et du contrôle. En revanche, certains pays n'ont pas encore créé des systèmes perfectionnés et sûrs d'enregistrement des actions. Cela n'a pas seulement pour effet de retarder le règlement ou de compliquer la recherche du propriétaire ultime de la société ; un enregistrement n'offrant pas les conditions nécessaires de sécurité peut empêcher les actionnaires de confirmer leur propriété à certains moments critiques, voire aboutir à un vol de facto d'actions.

105. Au cours des tables rondes pour la Russie, l'Eurasie et l'Europe du sud-est, la sécurité du système d'enregistrement des actions a été identifiée comme un sérieux problème. Par exemple, les sociétés arméniennes peuvent tout simplement refuser d'enregistrer des actionnaires minoritaires<sup>39</sup>. En Russie, des registres ont refusé d'enregistrer des changements de propriété, ou ont modifié le statut des actions, en transformant des actions ordinaires à droit de vote en actions privilégiées sans droit de vote. D'autres pays de ces régions ont signalé des abus similaires. Ils ont également vécu des expériences de « perte de registres » par les services chargés de tenir ces registres, et, dès lors, de perte pure et simple des droits de propriété corrélatifs.

106. Un grand nombre de ces abus se situent dans le contexte d'une réglementation très laxiste des services chargés de la tenue des registres. Dans certains pays, les sociétés sont autorisées à tenir elles-mêmes leurs registres. Dans d'autres, les actions doivent être enregistrées auprès d'un tiers, mais ces

---

39. Karapetyan (2002).

## **Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements**

teneurs de registres ne sont eux-mêmes pas réglementés et peuvent être aisément influencés par la société qui leur confie cette tâche. Dans l'un et l'autre cas, l'actionnaire de contrôle ou d'autres parties intéressées peuvent être en mesure de manipuler les registres d'actions assez facilement. Parfois, la réglementation concerne uniquement les sociétés cotées en bourse. Or, le processus de privatisation a produit dans ces pays des milliers de sociétés à large actionnariat, mais non cotées en bourse.

107. Après plusieurs scandales, la Russie a réformé sa législation en 2001 : les sociétés comptant plus de cinquante actionnaires doivent faire appel à un teneur de registre professionnel agréé par la commission nationale des opérations de bourse. De nombreux pays ont mis en place un dépositaire central pour toutes les actions – y compris les actions des sociétés non cotées – qui est minutieusement réglementé. A cet égard, plusieurs méthodes d'enregistrement peuvent être efficaces, mais il faut pour cela que les registres d'actions ne puissent pas être manipulés. Cela dépend non seulement des caractéristiques des teneurs de registres, mais aussi des règles qu'ils doivent suivre. Les individus qui ont manipulé des registres d'actions doivent en outre être passibles de sanctions.

108. Le droit des sociétés peut limiter le droit pour l'actionnaire de céder ses actions. Dans certains pays, les actionnaires ne peuvent pas céder leurs actions immédiatement avant l'assemblée générale des actionnaires. En Croatie, la direction des sociétés par actions peut bloquer la cession d'actions. Dans d'autres pays, les autres actionnaires peuvent bloquer les transferts d'actions. Les règles de cette nature peuvent être appropriées pour des sociétés fermées, où les propriétaires fondateurs voudront sans doute pouvoir choisir leurs associés, mais elles ne conviennent pas aux sociétés à très large actionnariat. La présence dans certains de ces pays d'un très grand nombre de sociétés ouvertes, mais non cotées en bourse, peut expliquer l'existence de ces dispositions. En Croatie, les tribunaux ont limité les possibilités d'abus de la part des dirigeants des sociétés. En toute hypothèse, les pays doivent veiller à bien clarifier leur droit des sociétés pour limiter les restrictions de cette nature aux sociétés comportant un petit nombre d'actionnaires.

### **Participation effective à l'assemblée générale des actionnaires**

109. C'est dans le cadre de l'assemblée générale que l'actionnaire peut exercer ses droits fondamentaux en toute connaissance de cause, en participant à cette assemblée en tant que propriétaire d'une fraction de la société. Malheureusement, l'assemblée générale des actionnaires est souvent loin de tenir ses promesses. Au pire, les actionnaires sont activement écartés de l'assemblée par différentes méthodes. Même dans les pays ayant un gouvernement d'entreprise relativement satisfaisant, l'assemblée est souvent considérée comme un non-événement, faisant office de « chambre d'enregistrement » pour la direction et l'actionnaire de contrôle. Les participants à chaque table ronde ont constaté que le fonctionnement de l'assemblée générale des actionnaires peut être sensiblement amélioré.

110. L'assemblée générale des actionnaires a-t-elle véritablement une quelconque importance lorsque la société a un actionnaire de contrôle ? En effet, l'actionnaire de contrôle détient, quasiment par définition, suffisamment d'actions pour dominer l'assemblée générale. Toutefois, les autres actionnaires peuvent également exercer une influence. L'actionnaire de contrôle détient souvent moins de 50 % des droits de vote de la société ; dans ces conditions, si un nombre suffisant d'actionnaires assistent à l'assemblée, ou peuvent voter par procuration, l'issue de l'assemblée n'est pas jouée d'avance. De plus, une majorité qualifiée est parfois exigée pour certaines opérations majeures ou d'autres décisions importantes de la société ; par exemple, il est fréquent que les statuts d'une société ne puissent être modifiés qu'à la majorité de 75 % des voix. Enfin, de plus en plus de pays ont adopté des dispositions, par exemple en matière de vote cumulatif, permettant à des actionnaires minoritaires d'élire plusieurs membres du conseil d'administration lors de l'assemblée. Et surtout, l'assemblée générale des actionnaires ne consiste pas seulement à organiser un vote, mais également à réunir les propriétaires de l'entreprise pour qu'ils interagissent utilement en vue d'une meilleure prise de décision.

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

111. Si l'actionnaire de contrôle maîtrise l'issue de l'assemblée générale des actionnaires, il peut non seulement bloquer les initiatives d'autres actionnaires ou choisir les membres du conseil d'administration, mais aussi modifier les statuts de la société ou approuver des opérations majeures qui sont préjudiciables aux autres actionnaires. Dans certains cas, les moyens les plus éhontés sont employés pour écarter les actionnaires minoritaires de l'assemblée. Ainsi, l'assemblée peut ne pas être annoncée, ou se tenir secrètement. Ou encore, l'assemblée peut se tenir en un autre lieu, voire dans un autre pays, que celui du siège social de la société. Enfin, l'assemblée peut ne jamais se tenir, et les dirigeants de la société peuvent ignorer totalement les actionnaires extérieurs, voire exercer le droit de vote de ces actionnaires.

112. Un procédé un peu moins fruste consiste à employer des procédures administratives pour écarter certains actionnaires de l'assemblée. Les registres peuvent être manipulés de manière à « perdre » temporairement la trace d'un actionnaire. Si des actions sont transférées avant l'assemblée, le registre des mouvements de titres peut n'être mis à jour qu'après l'assemblée. Lors de l'assemblée elle-même, des exigences d'identification draconiennes peuvent être imposées pour que l'intéressé « prouve » sa qualité d'actionnaire. Dans de nombreux pays, les actionnaires nationaux ne se trouvent pas confrontés à ces obstacles s'ils assistent en personne à l'assemblée, mais les actionnaires étrangers, ou les détenteurs de pouvoirs, peuvent être écartés pour des raisons similaires.

113. Dans de nombreux cas, l'assemblée générale aura lieu, la date et l'adresse seront communiquées aux actionnaires et ces derniers pourront y assister. Cela ne signifie pas que l'assemblée sera toujours l'occasion d'un véritable débat. Il est possible que peu d'informations soient diffusées avant l'assemblée sur les points de l'ordre du jour, par exemple l'approbation d'une opération d'importance majeure. Les actionnaires peuvent n'avoir aucun moyen pratique de faire inscrire des points à l'ordre du jour. Il arrive qu'ils ne puissent pas présenter des candidats au poste d'administrateur. Ils n'ont parfois aucune possibilité, ou très peu, de poser des questions lors de l'assemblée. Le vote peut ne pas être transparent, ni loyal : une proposition peut être adoptée à mains levées (sans décompte précis des voix), ou les actionnaires peuvent n'avoir aucun moyen de vérifier les résultats d'un vote à bulletins secrets. Enfin, une fois l'assemblée clôturée, les résolutions adoptées lors de l'assemblée peuvent être « différées », dans certains cas indéfiniment. Par exemple, de nombreux pays permettent aux actionnaires de demander le paiement de dividendes lors de l'assemblée générale. Toutefois, un dividende approuvé peut ne pas être payé pendant plusieurs mois – de telle sorte que sous l'effet d'une forte inflation, la valeur réelle du dividende diminuera considérablement – ou peut être différé jusqu'à l'assemblée générale annuelle suivante, lors de laquelle les actionnaires le réclameront probablement de nouveau.

114. Les tables rondes ont souligné que pour être effectives, les assemblées doivent être annoncées de façon que les actionnaires puissent aisément savoir qu'elles auront lieu, de préférence par voie de convocation directement envoyée aux actionnaires par courrier postal. Elles doivent être annoncées largement à l'avance, c'est-à-dire avec un préavis de 30 jours au moins, et de 45-60 jours de préférence. En outre, les actionnaires doivent avoir aisément accès aux informations nécessaires, par exemple un projet d'ordre du jour précisant les questions sur lesquelles l'assemblée est appelée à statuer ou comportant la liste des candidats proposés aux fonctions d'administrateur et tous autres renseignements utiles.

115. Les participants aux tables rondes ont également noté que les actionnaires détenant une participation minimale dans la société – individuellement ou collectivement – devraient pouvoir inscrire des points à l'ordre du jour et exercer une certaine influence sur la désignation des candidats au poste d'administrateur. Les exigences d'identification pour la participation à l'assemblée doivent être raisonnables et être appliquées également à tous. Lors de l'assemblée, les actionnaires doivent pouvoir poser des questions aux administrateurs et à la direction générale, ou soumettre des questions écrites à l'avance. Le vote à l'assemblée doit être transparent et précis. Les droits de vote des actionnaires doivent être respectés. Après l'assemblée, il ne doit y avoir aucune « ambiguïté » quant à l'obligation de mettre à

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

exécution des résolutions des actionnaires, et les actionnaires doivent pouvoir saisir les instances judiciaires ou les autres autorités compétentes si ces résolutions ne sont pas appliquées.

116. Plusieurs pays ont pris des mesures pour rendre plus efficace le fonctionnement de l'assemblée générale. Les exigences minimales de notification ont été renforcées. De nombreux pays imposent des conditions de quorum en vertu desquelles une fraction minimale du capital social doit être représentée à l'assemblée, ce qui contribue grandement à faciliter la participation des actionnaires. Dans certains cas, les procédures de vote ont été clarifiées. Une autre réforme fréquente consiste à permettre à un actionnaire de faire annuler en justice les résultats de l'assemblée si la loi n'a pas été respectée. Des dispositions impératives ont également été adoptées en ce qui concerne l'application des décisions de l'assemblée. De nombreux pays ont fixé des délais précis, souvent 60 jours ou moins, pour le paiement des dividendes. Malheureusement, des lacunes juridiques subsistent dans de nombreux pays et l'exécution de la loi laisse encore à désirer. Chacun des livres blancs formule des recommandations détaillées sur la manière de mettre en oeuvre ces réformes au niveau national et international.

### *Vote par procuration et actionnaires étrangers*

117. Une société ouverte offre un avantage par rapport à une société fermée : elle peut vendre ses titres de capital à une plus large catégorie d'investisseurs. Il peut s'agir d'actionnaires détenant des participations relativement faibles et d'actionnaires étrangers, qui vont peut-être devoir dans les deux cas voter par procuration. Le régime du vote par procuration varie d'un pays à l'autre. La plupart des pays autorisent la procuration à un autre actionnaire, mais parfois l'exercice du pouvoir donné à l'actionnaire se heurte à de sérieux obstacles administratifs – par exemple lorsqu'il y a obligation de présenter une procuration très formaliste de l'actionnaire représenté. De nombreux pays restreignent le vote par mandataire, en n'autorisant que les actionnaires à voter. Singapour limite le nombre de pouvoirs à deux par mandataire – ce qui oblige à regrouper les votes des mandants (d'où un problème si les mandants souhaitent voter différemment). Plus généralement, il est fréquent que les banques et courtiers agissant en qualité de mandataires « regroupent les votes » en votant automatiquement dans le sens de la direction. Les *Principes* déconseillent explicitement ce procédé. Un grand nombre de pays exigent une présence physique pour voter, en n'autorisant pas le vote par correspondance ou par tout autre moyen de communication à distance. Tel est le cas, par exemple, de la Chine, de l'Inde, de la Corée, des Philippines, de la Thaïlande et du Taipei chinois.

118. Les actionnaires étrangers rencontrent encore davantage d'obstacles pour voter que les actionnaires nationaux. Ils sont certainement plus susceptibles de voter par procuration. Le vote transfrontière par procuration demeure pratiquement impossible dans un grand nombre d'économies en développement et d'économies de marché émergentes (et également dans de nombreux pays développés). Par exemple, les actionnaires qui détiennent des actions de sociétés cotées aux USA via des American Depositary Receipts (ADR) échappent en partie à la loi américaine et à la loi du pays dont la société est originaire. La société n'a pas à suivre les procédures américaines de diffusion d'informations en vue de l'assemblée générale, et elle ne les applique fréquemment pas. Par ailleurs, la convention ADR prend souvent des distances par rapport à la loi du pays d'origine. En conséquence, les informations données peuvent être tardives et incomplètes, et souvent elles ne sont pas rédigées en anglais<sup>40</sup>.

119. Selon les *Principes*, « les actionnaires devraient pouvoir exercer leur droit de vote personnellement ou par délégation et les votes exprimés devraient avoir la même valeur, que le droit de vote ait été exercé par le titulaire personnellement ou par délégation ». Les tables rondes ont vivement soutenu les initiatives facilitant le vote par procuration, spécialement pour les investisseurs étrangers. Bien qu'actuellement les technologies de l'information soient très peu utilisées, les participants ont jugé très intéressantes les

---

40. The International Corporate Governance Network (2002).

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

possibilités de vote électronique ou d'autres utilisations de ces technologies, malgré les problèmes de sécurité et d'accès à Internet que peuvent rencontrer les actionnaires de certains pays participants. Cependant, il n'y a pas d'obstacles insurmontables dans ce domaine. A mesure que les tables rondes passeront à la phase suivante de leurs travaux, la réforme devrait commencer à progresser plus rapidement sur ce point.

### Opérations importantes et opérations avec des parties liées

120. Selon les *Principes*, « les actionnaires ont le pouvoir de participer, et d'être suffisamment informés pour le faire, aux décisions concernant des changements fondamentaux pour la société » et « les opérations d'initiés et les opérations pour compte propre abusives devraient être interdites... une opération d'initié existe lorsqu'une personne entretenant des liens étroits avec une société exploite ces relations au détriment de cette société et des investisseurs ». Vu le phénomène de siphonnage, les changements fondamentaux de la société et les opérations abusives pour compte propre concernent tout particulièrement les économies en développement et les économies de marché émergentes. L'un des principaux thèmes des tables rondes a été le suivant : comment interdire les opérations abusives pour compte propre et, dans ce contexte, comment faire participer les actionnaires aux changements fondamentaux de la société ?

121. On admet en général que certaines opérations importantes doivent être soumises à un régime spécial, à savoir celles qui peuvent avoir un large impact sur la société et ses actionnaires et celles qui sont réalisées avec des parties liées, c'est-à-dire dans lesquelles les administrateurs, la direction ou l'actionnaire de contrôle peuvent avoir un intérêt personnel. Le droit des sociétés et, pour les obligations d'information, la réglementation des valeurs mobilières imposent en général des contraintes supplémentaires pour ce type d'opérations. Ces exigences sont souvent renforcées par les règles de cotation et les codes volontaires de gouvernement d'entreprise.

122. Selon les *Principes*, l'autorisation d'une augmentation de capital et d'une opération exceptionnelle se traduisant en fait par la vente de la société comptent parmi les changements fondamentaux dont les actionnaires doivent être informés et auxquels il doivent pouvoir participer. Les autres opérations importantes désignées comme telles par le droit des sociétés et la réglementation des valeurs mobilières sont généralement les ventes et acquisitions majeures, c'est-à-dire supérieures à une certaine proportion de la valeur comptable de la société ou à un seuil similaire.

123. En général, le conseil d'administration doit approuver toute opération importante de la société. Les dispositions législatives ou réglementaires exigent en outre le plus souvent la divulgation sans retard de ces opérations, c'est-à-dire qu'il ne doit pas s'agir d'un fait accompli. Les autres exigences concernant les opérations importantes varient d'un pays à l'autre. Certains pays imposent l'autorisation directe des actionnaires pour un éventail relativement large d'opérations ; d'autres se limitent à un plus petit nombre d'opérations, par exemple la vente ou la fusion. Lorsque les actionnaires doivent donner leur autorisation, il est indispensable de leur fournir en temps utile des informations exactes sur l'opération envisagée. Dans certains pays, une majorité qualifiée (au niveau du conseil d'administration ou de l'assemblée générale des actionnaires) doit être obtenue pour certaines opérations.

### Droit à évaluation et droit de retrait

124. Les actionnaires ont souvent, du moins formellement, un droit à évaluation de certaines opérations. Grâce à une évaluation équitable et exacte, l'actionnaire peut juger si l'opération est bonne pour la société ou favorise l'autre partie. Dans certains cas, une évaluation indépendante est automatiquement exigée ; dans d'autres, les actionnaires doivent saisir la justice ou l'autorité réglementaire pour engager une procédure d'évaluation. Dans de nombreux pays, le droit à évaluation a été élargi ces dernières années. Toutefois, il reste difficile d'obtenir une évaluation équitable et exacte. Souvent, c'est la

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

société qui choisit l'évaluateur, ce qui peut nuire en pratique à l'indépendance et à l'objectivité de l'évaluation. Les participants aux tables rondes ont examiné les moyens d'améliorer l'évaluation par des tiers, notamment via un agrément délivré par les pouvoirs publics et une responsabilité renforcée en cas d'évaluation trompeuse. Cet aspect demeure l'un des volets essentiels des réformes en cours.

125. Dans certains pays, notamment la Corée, l'actionnaire a un droit de retrait lorsqu'il vote contre certaines opérations importantes approuvées par l'assemblée générale, ces opérations étant généralement la fusion ou la vente de la société. L'actionnaire qui a désapprouvé l'opération peut alors obtenir le rachat de ses titres par la société. Le prix de rachat peut donner lieu à une évaluation ou être simplement le cours de l'action avant l'annonce ou l'approbation de l'opération. En tout état de cause, l'évaluation doit refléter la valeur de l'action en l'absence de l'opération.

### *Opérations avec des parties liées*

126. Une opération avec des parties liées peut être une opération quelconque, majeure ou autre, faisant intervenir la société et une autre entité à laquelle la société est liée via un administrateur, un dirigeant, un gros actionnaire, etc. En pratique, la définition de la « partie liée » et de l'« opération avec une partie liée » dans le cadre de la loi, des règles de cotation ou des normes comptables varie d'un pays à l'autre (comme le terme lui-même, certains pays utilisant les termes parties « intéressées » ou « apparentées »). Parfois, seuls les administrateurs sont visés : une opération avec une autre société dont un administrateur est un salarié ou un actionnaire important, ou avec laquelle il entretient un lien important, constituera alors une opération avec une partie liée. Dans de nombreux cas, la définition est élargie aux cadres dirigeants et aux entités qui peuvent leur être liées. Dans quelques pays, un actionnaire de contrôle qui n'est pas également administrateur ou dirigeant est néanmoins considéré comme une partie liée. En Eurasie, par exemple, l'actionnaire détenant 5 à 10 % des actions au Kazakhstan, 20 % en Arménie et 25 % en Moldova est une partie liée. Dans certains pays de common law, la notion « d'administrateur de fait » (toute personne qui n'est pas membre du conseil d'administration, mais exerce une influence sur celui-ci) peut être utilisée pour qualifier de partie liée un actionnaire de contrôle. Ce traitement de l'actionnaire de contrôle est crucial, sachant le nombre d'opérations susceptibles de bénéficier à l'actionnaire de contrôle aux dépens des autres actionnaires et parties prenantes.

127. Bien qu'un grand nombre d'opérations avec des parties liées soient légitimes, le risque évident d'abus conduit à instaurer un contrôle de ces opérations, souvent similaire à celui des opérations importantes ; il se traduit par des obligations de déclaration, une approbation spéciale par le conseil d'administration, des droits d'évaluation et une autorisation directe par les actionnaires dans certains cas.

128. Comme pour les opérations importantes, le régime spécifique des opérations avec des parties liées varie largement d'un pays à l'autre et peut dépendre du droit des sociétés, des normes comptables et des règles de cotation. A Singapour, par exemple, les normes comptables exigent la divulgation, dans les états financiers, des relations et des opérations avec des parties liées. En outre, les conditions d'admission à la cote officielle de la bourse de Singapour exigent la déclaration *immédiate* des opérations excédant 3 % de la valeur comptable des sociétés (dernier actif net vérifié) et la fourniture de renseignements sur les parties qui peuvent détenir un intérêt dans l'opération, sur l'opération elle-même et sur ses motifs, ainsi qu'un avis du comité d'audit de la société concernant l'équité de l'opération. L'approbation des actionnaires est exigée pour les opérations avec des parties liées qui dépassent individuellement ou collectivement 5 % de la valeur comptable de l'émetteur. Cependant, il existe plusieurs exceptions à ces obligations de divulgation et d'approbation<sup>41</sup>.

---

41. Voir Mak et autres (2002) en ce qui concerne le régime des opérations avec des parties liées à Singapour, à Hong Kong Chine, aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Australie.



## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

129. Le régime en vigueur à Singapour est assez perfectionné ; il comporte notamment un avis obligatoire du comité d'audit (mesure qui n'est pas très courante). D'autres pays ont adopté des mécanismes similaires, notamment en exigeant l'approbation des actionnaires pour les grandes opérations et une information plus rapide de la part des sociétés cotées. Dans de nombreux pays, l'administrateur détenant un intérêt particulier dans une opération doit déclarer la nature de son intérêt et ne peut voter sur cette opération. A Hong Kong Chine, ce principe est étendu aux actionnaires ; si l'approbation des actionnaires est exigée pour une opération, un actionnaire détenant un intérêt personnel dans cette opération doit s'abstenir de voter sur celle-ci.

130. L'obligation de divulgation est commune à ces différents régimes. Les *Principes* notent que « les membres du conseil d'administration et les dirigeants devraient être tenus de faire état de tout intérêt personnel dans une opération ou une affaire intéressant la société ». Lorsqu'un actionnaire de contrôle peut en tout état de cause obtenir l'approbation de l'opération (via le conseil d'administration ou l'assemblée des actionnaires), cette obligation sera en réalité la seule sauvegarde possible pour les actionnaires existants ou potentiels. L'efficacité d'autres contrôles dépend également du régime de divulgation. Par exemple, le droit russe des sociétés régit en détail les situations où les administrateurs peuvent détenir un intérêt dans une opération particulière. Toutefois, toutes ces exigences sont tributaires de la divulgation par l'administrateur de son intérêt aux autres administrateurs et de la prise en compte de cette divulgation par ces derniers. En revanche, il n'y a aucune obligation de déclaration *externe*. Or, sans une telle obligation, il n'est pas certain que les procédures obligatoires applicables, qui peuvent inclure l'approbation des actionnaires en cas de conflit touchant un certain nombre d'administrateurs, seront effectivement suivies.

131. En Russie, les réformes du droit des sociétés et de la réglementation des valeurs mobilières, de même que le récent code de gouvernement d'entreprise, d'application volontaire, devraient améliorer les obligations de divulgation faites aux sociétés russes. Cependant, l'obligation pour les personnes physiques de divulguer leurs intérêts et les sanctions applicables en cas de non-respect de cette obligation sont loin d'être claires. Comme la Russie, de nombreux autres pays ont également renforcé leurs obligations de divulgation pour les opérations avec des parties liées, spécialement par le biais des règles de cotation ou des codes de gouvernement d'entreprise. Toutefois, un grand nombre des pays participant aux tables rondes souffrent également de carences similaires en ce qui concerne la divulgation par les administrateurs, les dirigeants ou les actionnaires importants de leur intérêt dans une opération.

132. Chaque livre blanc formule des recommandations sur la manière d'améliorer la déclaration des opérations avec des parties liées et spécifie dans certains cas d'autres mesures de contrôle de ces opérations. Le livre blanc pour l'Asie appelle à l'interdiction de certaines opérations, notamment les prêts aux administrateurs et, dans certains cas, la vente d'actifs à des initiés ou à leurs parents lorsqu'elle ne relève pas du cours normal des affaires<sup>42</sup>. Quoi qu'il en soit, ces questions demeureront essentielles dans les réformes de ces prochaines années.

### ***Augmentation de capital***

133. Une augmentation de capital peut servir à financer des opportunités d'investissement, mais l'actionnaire de contrôle peut également l'utiliser pour diluer la participation des actionnaires minoritaires. A cette fin, l'actionnaire de contrôle (ou un autre initié) fera en sorte que les actions nouvelles soient

---

42. Clark (1986), chapitre 5, examine les limites de l'approbation par les actionnaires et par les administrateurs n'ayant pas d'intérêt dans l'opération. Il préconise l'interdiction d'un large éventail d'opérations avec des parties liées, avec possibilité de dérogation de la part d'une autorité administrative (l'autorité de réglementation des valeurs mobilières, par exemple) si l'on peut démontrer qu'il en résultera un avantage pour l'actionnaire.

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

vendues avec une décote substantielle à son profit, ou au profit d'une partie liée. Différentes tactiques sont employées pour empêcher les non-initiés, y compris les autres actionnaires, de participer à l'offre. La technique des apports en nature, c'est-à-dire l'émission d'actions en échange de matériels ou autres actifs, est fréquemment utilisée pour diluer la participation d'autres actionnaires (encadré 6). Dans le cas le plus extrême, l'actionnaire de contrôle ne se donnera même pas la peine de recourir à un subterfuge, mais s'attribuera d'autorité les nouvelles actions.

### Encadré 6. Améliorer le gouvernement d'entreprise : les apports en nature en Roumanie

L'apport en nature, par lequel un actionnaire de contrôle reçoit des actions de la société non pas en contrepartie d'un apport en numéraire, mais en échange d'un matériel ou d'autres actifs, est largement utilisé pour diluer la participation des actionnaires minoritaires. En Roumanie, par exemple, les actionnaires minoritaires ont été confrontés à trois types d'abus : 1) en cas d'augmentation du capital par apport en nature, les actionnaires n'ont pas eu les mêmes droits préférentiels de souscription qu'en cas d'augmentation normale du capital ; 2) l'apport en nature a été habituellement surévalué et n'avait parfois aucun lien avec l'activité de la société ; 3) l'apport en nature a été effectué sans réévaluation préalable du capital existant, en surévaluant souvent les actions attribuées en échange de l'apport. L'actionnaire majoritaire de Comet Bucuresti, société de la grande distribution ayant un capital social inférieur à USD 300 000, a décidé de procéder à une augmentation de capital par apport d'un hélicoptère hors d'usage évalué à USD 550 000, réduisant la valeur des actions en circulation à près d'un tiers de la valeur antérieure. Condem Bucuresti a doublé son capital par apport en nature de six brevets détenus par son actionnaire majoritaire. Chimcom SA Bucuresti, dont l'actionnaire majoritaire est le groupe Romaqua, a augmenté son capital en transférant les droits de propriété intellectuelle sur un brevet détenu par cet actionnaire majoritaire, qui a été évalué à une somme supérieure à son actif. Ce transfert a été suivi d'une augmentation de capital par réévaluation des actifs existants.

En 2002, la Roumanie a adopté une réglementation complète des apports en nature, dans le cadre d'une réforme générale ayant pour objet d'améliorer la protection des investisseurs. Grâce à la table ronde pour l'Europe du sud-est et à un programme national spécifique, le gouvernement roumain a pu accumuler une grande expertise pour son action législative. Les cas évoqués ci-dessus ont été cités à titre d'exemple dans un rapport de l'OCDE de 2001 sur le gouvernement d'entreprise en Roumanie, qui a recommandé d'encadrer strictement les apports en nature et suggéré d'autres réformes qui ont été ultérieurement incorporées dans la législation de 2002.

134. La nature spéciale des augmentations de capital, et les risques d'abus qu'elles engendrent, sont largement reconnus et ces opérations font souvent l'objet de restrictions. L'approbation des actionnaires est fréquemment exigée et les actionnaires peuvent également avoir un droit à évaluation. Ce droit est particulièrement important pour les apports en nature. Les abus potentiels liés aux apports en nature sont à même de justifier des restrictions spécifiques ; en cas d'échange d'actions ou de conversion de créances en actions, une évaluation correcte est capitale.

135. De nombreux pays connaissent maintenant le régime des *droits préférentiels de souscription*, qui donne à tous les actionnaires le droit de participer à une augmentation de capital à des conditions égales. Toutefois, ces droits préférentiels de souscription ont des limites. Par exemple, les apports en nature peuvent être utilisés pour les contourner. Il s'y ajoute un problème plus général, tenant au fait que les actionnaires risquent de ne pas disposer de liquidités suffisantes pour participer pleinement à l'augmentation de capital. Une solution est possible ; elle a été suggérée lors de la table ronde pour l'Europe du sud-est sur le fondement des réformes envisagées en droit bulgare : il s'agit d'introduire des droits préférentiels de souscription  *négociables*  : un actionnaire qui ne pourrait pas exercer ses droits pourrait les vendre à un tiers.

### *Changement de contrôle et radiation de la cote officielle*

136. Les *opérations de prise de contrôle* sont celles qui peuvent avoir le plus d'impact sur les actionnaires. Il existe trois types principaux d'opérations de prise de contrôle : la « cession de contrôle »

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

lorsque l'actionnaire de contrôle actuel vend à un nouvel actionnaire de contrôle un nombre suffisant d'actions pour contrôler la société (bloc de contrôle) ; la « vente de la société », lorsque la société est intégralement vendue à un tiers, avec acquisition corrélative de toutes ses actions ; et « l'offre publique d'achat », lorsqu'un tiers achète un nombre suffisant d'actions dispersées pour devenir l'actionnaire de contrôle. La prédominance des actionnaires de contrôle explique que la cession de contrôle et la vente de la société soient les opérations de prise de contrôle les plus répandues dans les économies en développement et les économies de marché émergentes.

137. Les opérations de prise de contrôle peuvent être l'une des principales sources de création de valeur, en permettant à de nouveaux propriétaires d'apporter des compétences et ressources qui pourront bénéficier aux actionnaires minoritaires et aux autres parties prenantes. Un grand nombre des pays participant aux tables rondes sont actuellement aux prises avec un vaste processus de restructuration industrielle, sous l'effet de la transition de l'économie centralisée à l'économie de marché et de l'intégration à l'économie mondiale. Or, les opérations de prise de contrôle sont essentielles pour le succès de la restructuration. Néanmoins, elles peuvent également se traduire par l'arrivée de nouveaux propriétaires dont l'objectif principal est de réaliser des bénéfices personnels aux dépens des autres actionnaires et autres parties prenantes, et les opérations elles-mêmes peuvent être conçues pour soustraire des ressources aux autres actionnaires. Les opérations de prise de contrôle peuvent même intervenir sans changement de contrôle ; l'actionnaire de contrôle peut en effet se vendre la société à lui-même.

138. Dans plusieurs pays, notamment l'Argentine, le Brésil, le Chili et la Russie, les changements de contrôle sont aujourd'hui l'une des questions les plus controversées pour les actionnaires. Une partie de la controverse provient du fait que ces opérations sont perçues comme déloyales : l'existence d'avantages personnels découlant de la prise de contrôle et les primes de contrôle en résultant (encadré 2) impliquent que, pour prendre le contrôle, le nouveau propriétaire pourra devoir payer à l'actionnaire de contrôle existant une somme nettement supérieure à celle qu'il paiera aux autres actionnaires, quand bien même l'opération n'aurait pas nécessairement pour effet de léser les autres actionnaires. Toutefois, ces opérations peuvent léser les autres actionnaires, et de nombreux pays ont pris des mesures pour améliorer la protection des actionnaires minoritaires lors des opérations de prise de contrôle.

139. Les cessions de contrôle sont traitées très différemment d'un pays à l'autre. Certains pays optent pour un laisser-faire relatif : la vente du bloc de contrôle doit être divulguée, mais elle est par ailleurs traitée comme une opération privée entre l'ancien actionnaire de contrôle et le nouveau. D'autres pays ont adopté des régimes plus stricts, avec offre obligatoire de rachat des titres des autres actionnaires en cas d'acquisition d'un bloc de contrôle. Dans certains cas, l'approbation du conseil d'administration ou des actionnaires peut également être exigée si un actionnaire de contrôle potentiel se propose d'acquérir une participation dépassant un certain seuil de contrôle (ou pour qu'il puisse exercer les droits de vote attachés à ses actions dans ce cas).

140. Les pays qui pratiquent l'offre obligatoire de rachat suivent souvent le « Code de la City » du Royaume Uni concernant les prises de contrôle et les fusions, en vertu duquel un actionnaire de contrôle potentiel est tenu d'offrir d'acquérir les actions des actionnaires minoritaires au même prix que celui qui est offert à l'actionnaire de contrôle existant. Ce système ouvre aux actionnaires minoritaires une option de sortie et instaure un traitement égalitaire entre les actionnaires. Toutefois, il rend également les changements de contrôle extrêmement onéreux lorsque l'actionnaire de contrôle bénéficie d'avantages personnels considérables et qu'il exige une forte prime de contrôle pour céder son bloc de contrôle. L'obligation de partager cette prime avec tous les actionnaires peut contraindre l'auteur de l'offre d'achat à payer un prix supérieur à la valeur de la société, à supposer même que cette valeur augmente beaucoup

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

après le changement de contrôle. Dès lors, ce régime, bien qu'il garantisse l'égalité de traitement, peut empêcher la réalisation d'opérations de prise de contrôle rehaussant la valeur de l'entreprise<sup>43</sup>.

141. D'autres solutions sont possibles. Au Brésil, un nouvel actionnaire de contrôle doit offrir aux autres actionnaires de leur racheter leur participation à 80 % du prix par action offert pour le bloc de contrôle. En Russie, les auteurs d'une offre publique d'achat sont tenus d'offrir aux actionnaires minoritaires de leur racheter leur participation moyennant un prix égal au cours moyen de l'action sur six mois. Dans certaines circonstances, la loi peut imposer le rachat ou une compensation sur la base de la valorisation en hausse des titres de la société. Chacune de ces formules ménage une possibilité de sortie aux actionnaires minoritaires, tout en ne faisant pas peser la même charge sur les auteurs de l'offre en présence d'avantages personnels importants.

142. En cas de « vente de la société », les actionnaires devront généralement restituer leurs actions contre paiement en numéraire ou en échange d'actions de la société acheteuse ou d'actions de la nouvelle société issue de la vente, à des conditions négociées par les deux sociétés. Le caractère obligatoire de l'opération, de même que son importance, justifient une protection spéciale de l'actionnaire. Des opérations de cette envergure exigent pratiquement toujours l'approbation des actionnaires, et certains pays imposent à cet effet une majorité qualifiée, c'est-à-dire 66 % ou 75 % des actionnaires. Les actionnaires disposent également souvent de certains droits en ce qui concerne l'évaluation de l'offre d'achat. Les auteurs de l'offre d'achat sont parfois tenus d'effectuer des *paiements au prorata*, en offrant une somme totale pour la société et en la divisant à parts égales entre tous les actionnaires. En pratique, ce système est similaire à l'offre obligatoire de rachat évoquée ci-dessus et, bien qu'il puisse également empêcher certaines opérations bénéfiques, le caractère obligatoire de la vente peut justifier cette protection supplémentaire.

143. La protection des investisseurs est essentielle lorsque la société est vendue à une entité contrôlée par l'actionnaire de contrôle, les dirigeants ou d'autres initiés. En Argentine, par exemple, deux affaires de cette nature ont eu un particulier retentissement, les actionnaires de contrôle ayant utilisé ce type d'opérations de prise de contrôle pour diluer fortement les droits des actionnaires minoritaires, qui ont dû dans chaque cas échanger leurs actions contre des actions de nouvelles sociétés holdings leur conférant des droits de vote réduits<sup>44</sup>.

144. L'une des raisons pour lesquelles l'actionnaire de contrôle ou les dirigeants peuvent vouloir se vendre la société à eux-mêmes est la radiation de la cote et la transformation en société fermée. Un grand nombre de pays ayant connu un processus de privatisation à grande échelle, non seulement les économies en transition, mais également certains pays d'Amérique Latine, ont assisté après la privatisation à de multiples regroupements d'entreprises, qui ont conduit à la radiation de sociétés cotées. Ce processus peut accroître l'efficacité des sociétés, particulièrement des petites et moyennes entreprises. Toutefois, il peut également se révéler problématique lorsqu'il demeure incomplet et que la société a encore des actionnaires extérieurs qui ne détiennent qu'un faible pourcentage des droits de vote et peuvent se retrouver avec des actions non négociables si la société est radiée de la cote. L'une des solutions est d'appliquer des procédures de rachat obligatoire en vertu desquelles l'actionnaire de contrôle rachète la participation des autres actionnaires si un certain seuil de propriété est franchi, par exemple 75 % ou 90 %. Une fois engagées, ces procédures revêtent normalement un caractère obligatoire à la fois pour l'acquéreur et le vendeur. Elles peuvent intervenir après le franchissement du seuil, ou être déclenchées par l'actionnaire de contrôle, les actionnaires minoritaires ou l'un ou l'autre d'entre eux. Les procédures de rachat obligatoire

---

43. Voir Bebchuk (1994) en ce qui concerne les différents régimes d'OPA dans le cas des sociétés ayant un actionnaire de contrôle.

44. Ces deux affaires concernaient Pérez Companc S.A. et Banco de Galicia y Buenos Aires S.A.. Voir Grondona et autres (2001).

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

peuvent être bénéfiques pour les actionnaires minoritaires, mais cela dépend de la manière dont les conditions de rachat sont fixées ; elles impliquent presque toujours un droit à évaluation.

145. Bien que le régime des opérations de prise de contrôle puisse varier, la transparence est un élément essentiel mis en avant dans les *Principes*. Malheureusement, trop souvent, les règles régissant les opérations de prise de contrôle ne sont ni claires, ni bien connues. Les opérations elles-mêmes, particulièrement la vente de blocs de contrôle, interviennent souvent dans des conditions qui sont opaques pour les non-initiés. De grandes opérations de prise de contrôle ont trop souvent été présentées aux actionnaires une fois achevées. Certains pays ont réagi aux controverses entourant ces opérations en clarifiant leur réglementation et en définissant plus précisément le régime des opérations de prise de contrôle et les droits des actionnaires pendant ces opérations. Néanmoins, le régime des opérations de prise de contrôle demeure très largement un chantier en cours, car les réformes sont récentes. Les opérations de prise de contrôle seront un thème prioritaire des travaux de suivi de plusieurs tables rondes.

### *Opérations d'initié*

146. Les actionnaires de contrôle et autres initiés peuvent se servir de leur position privilégiée pour en tirer avantage aux dépens des autres actionnaires lorsqu'ils négocient des titres de la société. Cette pratique peut ou non se combiner à d'autres abus, par exemple la vente d'actions d'une société dont les ressources sont détournées grâce à des opérations occultes. Les *Principes* notent que les opérations d'initié devraient être interdites, et le sentiment général des participants aux tables rondes est que ces opérations ont grandement sapé la confiance dans les marchés de capitaux et découragé les investisseurs extérieurs d'acquérir des titres.

147. Les États-Unis ont adopté des lois contre les opérations d'initié il y a plusieurs décennies, tandis que de nombreux autres pays n'ont introduit ces lois que récemment et d'autres ne l'ont toujours pas fait (tableau 6). L'Allemagne, l'Italie et l'Espagne ne se sont dotées de lois sur les opérations d'initié qu'en 1991 et n'ont pas engagé de poursuites contre ces opérations avant 1995. Seuls 9 des 32 participants aux tables rondes pour lesquels des données sont disponibles ont adopté des lois sur les opérations d'initié avant 1990, et 14 ne l'ont pas fait avant 1995. Même après l'entrée en vigueur des lois, un long délai s'écoule avant que des poursuites soient engagées. Au total, seuls six pays avaient engagé des poursuites pour opérations d'initié avant 1995, et dans la majorité des pays il n'y avait encore aucune poursuite sur ce fondement en 1999.

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

**Tableau -6 Introduction de lois sur les opérations d'initié**

Pays	Date d'Introduction de la loi sur les opérations d'initié	Premières poursuites
Allemagne	1994	1995
Italie	1991	1996
Japon	1988	1990
Espagne	1994	1998
Royaume-Uni	1980	1981
Etats-Unis	1934	1961
Bangladesh	1995	1998
Chine	1993	Néant
Taipei Chinois	1988	1989
Hong Kong Chine	1991	1994
Inde	1992	1998
Indonésie	1991	1996
Malaisie	1973	1996
Pakistan	1995	Néant
Philippines	1982	Néant
Singapour	1973	1978
Sri Lanka	1987	1996
Thaïlande	1984	1993
Argentine	1991	1995
Brésil	1976	1978
Bolivie	Néant	Néant
Chili	1981	1996
Colombie	1990	Néant
Mexique	1975	Néant
Pérou	1991	1994
Paraguay	1999	Néant
Arménie	1993	Néant
Kazakhstan	1996	Néant
Moldova	1995	Néant
Mongolie	1994	Néant
Ukraine	Néant	Néant
Bosnie-Herzégovine	Néant	Néant
Bulgarie	Néant	Néant
Croatie	1995	Néant
Macédoine	1997	Néant
Roumanie	1995	Néant
Serbie-Monténégro	1997	Néant
Russie	1996	Néant

"Néant" indique l'absence de loi ou de poursuites avant 1999

Source : Bhattacharya et Daouk (2002)

148. Bien qu'elles aient été souvent mises en place tardivement, les lois sur les opérations d'initié sont importantes pour les marchés financiers. Une étude récente montre que l'adoption de lois sur les opérations d'initié et, surtout l'application de ces lois, réduisent le coût du financement en capitaux propres pour les

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

entreprises et accroissent les différents paramètres de volume et de liquidité des transactions boursières<sup>45</sup>. Ce constat rejoint tout à fait les observations des tables rondes sur le coût des opérations d'initiés et les gains dont peuvent s'accompagner les mesures prises à l'encontre de ces opérations.

149. Comme l'indique le long délai entre l'introduction de lois sur les opérations d'initiés et les poursuites effectives, l'exécution de ces lois peut être problématique pour les autorités de réglementation des valeurs mobilières. L'exécution des lois sur les opérations d'initiés exige la divulgation des transactions sur actions effectuées par les parties qui peuvent avoir accès à des informations privilégiées, non seulement les initiés, mais également, dans certains cas, les membres de leur famille. Ce type de divulgation n'est pas seulement nécessaire pour appliquer les lois sur les opérations d'initiés, mais également pour fournir des informations cruciales aux actionnaires, qui souhaiteront certainement savoir si des initiés achètent ou vendent des actions des sociétés qu'ils contrôlent.

150. D'autres utilisations abusives d'informations privilégiées sont préoccupantes au même titre que les opérations d'initiés. En effet, les initiés peuvent « faire sortir » de la société des informations susceptibles de leur être profitables. Par exemple, un actionnaire de contrôle peut transférer une opportunité commerciale développée dans une société à une autre société où il détient une plus forte participation. Les opérations d'initiés et les autres abus d'informations privilégiées révèlent clairement l'importance de la définition des informations qui doivent rester privilégiées (c'est-à-dire les informations potentiellement importantes qui ne sont divulguées ni aux actionnaires ni au public) et des obligations de ceux qui détiennent ces informations. Le principe général est que les parties qui ont accès à des informations privilégiées ne doivent pas les utiliser à leur profit personnel.

### Implication effective des actionnaires

151. L'amélioration du gouvernement d'entreprise exige une plus forte implication des actionnaires : tel est l'un des messages les plus nets des participants aux tables rondes. Ce message vaut pour les actionnaires de contrôle, qui peuvent bénéficier d'une vision de l'entreprise à plus long terme et devraient faire un plus grand usage des mesures volontaires pour améliorer le gouvernement d'entreprise. Il vaut également pour les investisseurs institutionnels, qui peuvent influencer le gouvernement d'entreprise à la fois par le choix de leurs investissements et par le contrôle qu'ils exercent et les votes qu'ils expriment après leur investissement. Enfin, il vaut pour les investisseurs individuels de portefeuille, qui peuvent avoir, collectivement, un impact majeur sur le comportement des sociétés dans lesquelles ils investissent.

### *Actionnaires de contrôle*

152. Les actionnaires de contrôle sont les mieux placés pour améliorer le gouvernement d'entreprise dans les sociétés qu'ils détiennent, et ce sont eux qui, dans de nombreux cas, ont le plus à gagner de cette amélioration. Dans les cinq régions concernées, certaines sociétés ont pris l'initiative d'améliorer la transparence et le traitement des actionnaires minoritaires et autres parties prenantes. Souvent, les actionnaires de contrôle de ces sociétés ont été récompensés par une hausse du cours de leurs actions et un plus large accès au marché des capitaux. Des mesures volontaires ont permis, dans ces cas, d'améliorer la situation de l'actionnaire de contrôle et celle des autres actionnaires et parties prenantes. Toutefois, les actionnaires de contrôle pensent souvent qu'ils seront désavantagés s'ils prennent des mesures pour améliorer le gouvernement d'entreprise alors que leurs concurrents ne le font pas. Par exemple, l'accroissement de la transparence par des mesures unilatérales et la divulgation de mauvaises nouvelles plus régulièrement que d'autres sociétés peuvent entraîner une baisse, et non une hausse, du cours de l'action de la société. Les actionnaires de contrôle peuvent également considérer que leurs efforts pour le

---

45. Utpal Bhattacharya et Hazem Daouk (2002).

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

compte de la société justifient une « compensation » spéciale, en particulier lorsque les valorisations sont faibles.

153. En signalant *de façon crédible* une amélioration de la transparence et du traitement des autres actionnaires, l'actionnaire de contrôle est en mesure de recueillir les fruits d'une plus forte valorisation et d'un accès plus aisé aux financements en fonds propres. Par conséquent, les mécanismes grâce auxquels les actionnaires de contrôle peuvent adresser des signaux crédibles aux investisseurs sont de nature à faciliter les mesures volontaires d'amélioration du gouvernement d'entreprise. Ces signaux sont la cotation à l'étranger, l'admission à des compartiments boursiers spéciaux et les codes de gouvernement d'entreprise volontaires. L'efficacité de ces mécanismes dépend manifestement de la confiance qu'ils inspirent aux autres actionnaires : un code volontaire dont le respect est efficacement contrôlé aura plus d'impact qu'un code dont l'observation dépend uniquement de l'honnêteté de l'actionnaire de contrôle.

### *L'État actionnaire*

154. Le vaste programme de privatisation qui a été mis en oeuvre dans un très grand nombre de pays participant aux tables rondes a transformé de nombreuses sociétés auparavant intégralement détenues par l'État en sociétés à forte participation privée. Cependant, l'État conserve une participation substantielle au capital d'un grand nombre de ces sociétés. Comme d'autres actionnaires de contrôle, l'État est en position de force pour améliorer le gouvernement des entreprises qu'il contrôle ou influence encore, et certains pays de l'OCDE ont pris d'importantes mesures pour améliorer la gouvernance des entreprises à capitaux publics.

155. Améliorer la gouvernance de ces sociétés exige généralement une séparation claire du rôle de l'État en qualité de propriétaire et de son rôle en tant que régulateur. Le contrôle devrait être transféré des ministères à des organes professionnels poursuivant des objectifs commerciaux. La culture de gestion devrait également être transformée en culture d'entreprise commerciale privée. L'introduction d'un système de rémunération liée aux performances, combinée à des normes élevées de gestion, devrait faciliter les choses. La plupart des livres blancs formulent des recommandations plus détaillées sur l'amélioration de la gouvernance des sociétés contrôlées par l'État, et l'OCDE a également lancé des travaux sur des *Principes* de gouvernement des entreprises détenues par l'État.

### *Sociétés étrangères*

156. Outre les familles ou l'État, qui contrôlent la plupart des sociétés, les multinationales sont souvent des actionnaires de poids dans de nombreux pays. Une multinationale basée dans un pays appliquant un système de gouvernement d'entreprise relativement satisfaisant est généralement en mesure d'appliquer les mêmes normes élevées de gouvernement d'entreprise dans d'autres pays où elle a la qualité d'actionnaire de contrôle. Toutefois, les participants aux tables rondes ont évoqué plusieurs cas concrets où des multinationales ont traité les actionnaires et d'autres parties prenantes de filiales d'économies en développement ou d'économies de marché émergentes d'une manière totalement différente de celle réservée aux actionnaires et aux autres parties prenantes du pays d'origine. Ces sociétés devraient respecter les lois et normes des pays dans lesquels elles investissent et se conduire d'une manière responsable et conforme aux Principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales. Les multinationales ne devraient pas se contenter d'introduire, comme elles le font souvent, de nouvelles technologies et expertises dans les pays où elles investissent ; elles devraient également introduire autant que possible un meilleur gouvernement d'entreprise. Cela vaut particulièrement pour les pratiques de gouvernement d'entreprise qui vont au-delà des normes minimales prescrites par la loi.



## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

### *Investisseurs institutionnels*

157. Jusqu'à une période récente, le rôle des investisseurs institutionnels dans les économies en développement et dans les économies de marché émergentes était très limité. Cependant, la présence de ces investisseurs s'est considérablement renforcée ces dernières années et elle devrait encore se développer encore ces prochaines années. Cette évolution est essentiellement le fruit de deux tendances. L'une est la mondialisation et l'autre la croissance des investissements étrangers dans les économies de marché émergentes. En 1990, les investissements étrangers en actions étaient quasiment nuls dans un grand nombre de ces pays. Aujourd'hui, les investisseurs étrangers et en particulier les investisseurs institutionnels étrangers sont d'importants acteurs sur les marchés des capitaux de chacune des régions participant aux tables rondes. Ils n'interviennent pas seulement sur les marchés de capitaux les plus avancés. Certains fonds appuyés par des agences bilatérales et multilatérales comme la Société financière internationale (SFI), la Banque européenne pour la reconstruction et le développement (BERD) et l'Agence des États-Unis pour le développement international (USAID) figurent désormais parmi les acteurs majeurs dans les pays dont les marchés de capitaux sont les moins développés.

158. Actuellement, ce sont les investisseurs institutionnels nationaux qui contribuent le plus à la croissance, et ce sera encore le cas à l'avenir. Dans les années 1990, les principaux investisseurs institutionnels nationaux étaient les fonds officiels de privatisation dans les économies en transition. Bien qu'il soit toujours substantiel sur certains marchés, leur rôle a décliné avec l'achèvement des premières phases de la privatisation de masse et la maturation des marchés de capitaux. Les fonds de pension nationaux seront beaucoup plus importants à l'avenir. En 1981, le Chili a créé des fonds de pension obligatoires, gérés par le secteur privé. Ces dernières années, plusieurs pays ont suivi le « modèle chilien », et pas seulement en Amérique latine. Depuis 1995, plus d'une dizaine d'économies en développement et d'économies de marché émergentes ont mis en place une épargne-retraite confiée à des fonds de pension qui peuvent investir un certain pourcentage de leur portefeuille en actions de sociétés du secteur privé (tableau 7). D'autres pays, dont Singapour, la Corée et le Brésil, ont pris des mesures pour favoriser les fonds de pension privés. La Malaisie s'est dotée d'un fonds central de prévoyance qui peut détenir un certain pourcentage de ses actifs en actions de sociétés nationales. Au Chili, les actifs des fonds de pension dépassent le PIB annuel. Bien que leurs portefeuilles soient encore relativement faibles par rapport au PIB dans les pays qui les ont introduits plus tardivement, ces fonds seront sans aucun doute d'importants acteurs sur les marchés de capitaux pendant les années à venir<sup>46</sup>.

**Tableau 7 - Pays ayant introduit des retraites obligatoires à gestion privée**

Pays	Date d'Introduction
Argentine	1994
Bolivie	1997
Chili	1981
Colombie	1997
Mexique	1997
Pérou	1995
Uruguay	1997
Chine <sup>1</sup>	1997
Hong Kong, Chine	2000
Bulgarie	2001
Croatie	2002
Roumanie	2003
Kazakhstan	1998
Ukraine	2003
Hongrie	1998
Pologne	1999

1: En Chine, les fonds peuvent être administrés par les entreprises à capitaux publics

46. Oman (2003), chapitre 3, examine le rôle des fonds de pension dans le gouvernement d'entreprise au Chili.

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

159. Les investisseurs institutionnels nationaux peuvent être aussi des organismes de placement collectif et des sociétés privées d'assurance. Lorsqu'un investisseur national privé se trouve en situation d'être étroitement associé au gouvernement d'entreprise, il peut être un puissant moteur d'amélioration ou le vecteur d'abus. Lors de la table ronde pour l'Europe du sud-est, deux cas antinomiques ont été évoqués. En Croatie, le fonds d'investissement ICF procède à des investissements stratégiques dans des sociétés sous-performantes, notamment celles qui ont un mauvais gouvernement d'entreprise, et il s'efforce de les remettre sur pied en dégagant une rentabilité très intéressante. En revanche, certains holdings bulgares – ex fonds de privatisation – tirent parti de leurs participations de contrôle pour se livrer à de nombreuses opérations intragroupe abusives. Ces deux cas sont assez exceptionnels, notamment parce que les investisseurs institutionnels nationaux (hormis les fonds de pension) sont de faible taille dans la plupart des économies de développement et des économies de marché émergentes.

160. Les investisseurs institutionnels peuvent être d'ardents défenseurs de la cause du gouvernement d'entreprise, mais ils ne font pas toujours les efforts nécessaires pour surveiller les sociétés qu'ils détiennent et prendre part aux votes. Les *Principes* exhortent les investisseurs institutionnels à « considérer les coûts et les avantages liés à l'exercice de leurs droits de vote ». Plusieurs pays de l'OCDE ont commencé à exiger de certains investisseurs institutionnels qu'ils divulguent leur politique de vote et ont rendu le vote aux assemblées générales d'actionnaires obligatoire dans certaines circonstances. Au Chili, les fonds de pension sont désormais tenus de divulguer leur politique de vote aux actionnaires et aux autorités réglementaires. Il n'est pas seulement important que ces fonds votent, mais qu'ils fassent du gouvernement d'entreprise un élément de leurs critères d'investissement et qu'ils consacrent les ressources nécessaires à l'exercice de leurs droits de vote et de leurs autres pouvoirs afin d'améliorer la gouvernance des entreprises dans lesquelles ils investissent. Cela est particulièrement vrai pour les investisseurs institutionnels soutenus par les agences d'aide bilatérale et multilatérale, ou pour les autres fonds ayant une mission officielle, notamment les fonds de pension des régimes obligatoires de retraite. Ces fonds devraient être fortement encouragés à se doter de politiques de gouvernement d'entreprise bien élaborées, conformes à leurs obligations envers leurs bénéficiaires.

### *Investisseurs individuels*

161. Bien que les actionnaires de contrôle détiennent toujours une forte proportion du capital des sociétés et que les investisseurs institutionnels jouent un rôle de plus en plus grand, les investisseurs individuels conservent encore la majorité des actions de nombreuses sociétés. Un grand nombre d'investisseurs individuels ne surveillent pas étroitement les sociétés dont ils sont actionnaires et ne prennent pas part à l'assemblée générale. Les participants aux tables rondes se sont plaints du manque de « culture d'actionariat » dans de nombreux pays. Toutefois, les tables rondes ont également confirmé que ces pays ont des organisations de défense des actionnaires, et il est clair que les actionnaires individuels sont de mieux en mieux formés, s'organisent davantage et se font de plus en plus entendre.

162. La passivité des actionnaires s'explique moins par un manque de motivation ou d'intérêt que par les coûts de surveillance et d'exercice du droit de vote s'attachant à chaque action de leur portefeuille. Dans de nombreux cas, il peut tout simplement ne pas être rationnel pour l'actionnaire individuel de participer activement au gouvernement d'entreprise. Les organisations de défense des actionnaires, qui donnent des conseils constructifs sur le vote et les autres questions pertinentes, peuvent réduire le coût de participation des actionnaires. Les sociétés elles-mêmes créent parfois des départements chargés des relations avec les actionnaires, pour que ceux-ci s'impliquent davantage. Cependant, pour réduire sensiblement le coût de participation des actionnaires, il faudra, dans la plupart des pays participant aux tables rondes, améliorer considérablement la transparence et faire en sorte que les assemblées générales d'actionnaires se montrent plus efficaces.

## **Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements**

163. Ces observations renvoient à une conclusion plus générale des tables rondes : bien que tous les actionnaires puissent et doivent prendre des mesures volontaires pour améliorer le gouvernement des entreprises dont ils détiennent des titres, toute amélioration significative suppose un effort plus large de réforme du cadre juridique et institutionnel. Les tribunaux et les autorités réglementaires doivent protéger les droits des actionnaires minoritaires ; c'est le moyen le plus efficace de crédibiliser les actionnaires de contrôle. La protection des droits fondamentaux des actionnaires et des autres parties prenantes permettra également aux investisseurs institutionnels de mieux jouer un rôle de catalyseur pour un meilleur gouvernement d'entreprise. Les livres blancs pour chacune des régions formulent des recommandations plus détaillées sur la manière dont les différents actionnaires peuvent contribuer à améliorer le gouvernement d'entreprise et exposent des orientations en vue d'un régime de gouvernement d'entreprise qui soit globalement plus satisfaisant.

#### IV. LE CONSEIL D'ADMINISTRATION : OBLIGATIONS ET RESPONSABILITÉS

164. Bien que ses compétences, sa structure et ses pratiques varient d'un pays à l'autre, le conseil d'administration joue en vertu de la loi un rôle central et critique dans le gouvernement d'entreprise. Un solide conseil d'administration participe efficacement à la stratégie de la société et met en œuvre les incitations adéquates à l'égard de ses gestionnaires, en maximisant ainsi la valeur de l'entreprise pour l'ensemble des actionnaires tout en protégeant les intérêts légitimes des autres parties prenantes. Cependant, les conseils d'administration des sociétés des économies en développement et des économies de marché émergentes tombent, trop souvent dans l'une des deux catégories suivantes. La première est celle des conseils de type « chambre d'enregistrement », qui jouent un rôle très faible dans le gouvernement d'entreprise. La société est dirigée par un actionnaire de contrôle qui traite directement avec la direction. Les séances et décisions du conseil d'administration sont de simples formalités (voir l'encadré 7). L'autre catégorie est celle des conseils « de famille ». Dans ce cas, les décisions stratégiques sont prises par l'actionnaire de contrôle, quelques dirigeants importants -- qui sont fréquemment apparentés à l'actionnaire de contrôle -- et des conseillers de confiance. Ce type de conseil d'administration peut être très efficace pour promouvoir les intérêts de la famille qui contrôle la société. Malheureusement, ces intérêts peuvent entrer en conflit avec ceux des autres investisseurs et ceux à plus long terme de l'entreprise.

165. Dans de nombreux cas, les actionnaires de contrôle sont en mesure de choisir tous les membres du conseil d'administration. Les administrateurs peuvent se sentir à leur tour obligés d'agir dans l'intérêt de l'actionnaire de contrôle. Ils peuvent même en arriver à se considérer comme les *délégués* de l'actionnaire de contrôle et à voter selon ses instructions. Les actionnaires minoritaires et, dans certains cas, d'autres parties prenantes, ont à leur tour exigé d'avoir leurs propres délégués au conseil d'administration. Cependant, les tables rondes ont réaffirmé le principe suivant : indépendamment de la manière dont ils sont choisis, les administrateurs devraient être capables d'exercer un jugement éclairé et indépendant, en agissant comme représentants de tous les actionnaires.

166. Améliorer l'efficacité des conseils d'administration est désormais une priorité du gouvernement d'entreprise dans plusieurs pays. Les réformes ont été d'envergure, l'objectif étant d'accroître la responsabilité du conseil d'administration envers tous les actionnaires, de garantir un comportement responsable à l'égard des autres parties prenantes, de renforcer les pouvoirs du conseil d'administration vis-à-vis de la direction et des actionnaires de contrôle et de doter de plus de moyens les administrateurs. Voici quelques exemples de réformes : clarification des obligations légales des administrateurs ; participation d'un plus grand nombre d'administrateurs indépendants au conseil d'administration ; mise en place de comités spécialisés, spécialement des comités d'audit ; développement des dispositifs de formation des administrateurs ; dans certains cas, utilisation accrue du vote cumulatif. La réforme se poursuit : chaque livre blanc donne des orientations détaillées sur la manière d'améliorer le fonctionnement du conseil d'administration dans la région concernée.

167. Il existe d'un pays à l'autre de grandes disparités dans la structure du conseil d'administration. Par exemple, de nombreux pays pratiquent la structure unitaire, à savoir le conseil d'administration, alors que d'autres connaissent la structure duale, avec conseil de surveillance et directoire -- auquel cas le terme « conseil d'administration », tel qu'il est employé dans ce chapitre, visera généralement le conseil de surveillance. Certains ont un conseil d'administration et des « auditeurs légaux »<sup>47</sup> qui sont fréquemment

---

47. Les auditeurs légaux sont évoqués dans le présent chapitre à la section concernant les pratiques et structures du conseil d'administration (comités et conseils d'audit).

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

dénommés « conseil d'audit », ce qui peut être considéré comme un autre type de système à double niveau. Enfin, quelques pays ont des sociétés combinant ces trois organes, c'est-à-dire une structure à trois niveaux. L'utilisation de comités spécialisés est une autre variante : certaines sociétés de pays asiatiques comportent un grand nombre de comités spécialisés, moins courants dans les quatre autres régions.

168. Quelles que soient leur structure et leurs modalités de fonctionnement, les conseils d'administration présentent plusieurs traits communs essentiels. Dans la plupart des cas, ces traits communs concernent les objectifs et les fonctions : le conseil d'administration doit, par exemple, agir dans l'intérêt de la société et de tous les actionnaires ou joue un grand rôle dans les opérations majeures de la société. Les *Principes* et les tables rondes s'appuient à cet égard sur la notion de *convergence fonctionnelle* : malgré des structures et des pratiques différentes, le conseil d'administration assume un certain nombre de missions cruciales dans le gouvernement de l'entreprise.

### Encadré 7 – Le dilemme de la passivité du conseil d'administration

Le conseil d'administration, tout comme l'actionnaire, a la réputation de se montrer excessivement passif dans un certain nombre de pays. Un cas extrême de passivité a été évoqué lors de la table ronde pour l'Asie<sup>48</sup> :

Dans la plupart des sociétés coréennes, les conseils d'administration ne se réunissaient même pas et on ne pouvait trouver trace d'aucun procès-verbal. Généralement, le conseil d'administration n'était constitué que pour la forme et n'avait qu'un rôle de chambre d'enregistrement : les services administratifs de la société établissaient l'ordre du jour de la réunion en fonction des desiderata de l'actionnaire de contrôle et apposaient eux-mêmes le « sceau » de l'administrateur sous le relevé de décisions. Souvent, l'administrateur ne savait même pas que le conseil d'administration était censé se réunir.

Il s'agit là d'un exemple limite. Néanmoins, de nombreux participants aux tables rondes ont noté cette passivité du conseil d'administration et ce rôle de simple chambre d'enregistrement. Trois explications sociologiques ont été avancées. Il y a d'abord la déférence naturelle à l'autorité et le caractère hiérarchique de la prise de décision qu'on peut observer en particulier dans beaucoup de pays d'Asie. Les administrateurs se soumettent tout naturellement au président (et à l'actionnaire de contrôle) et ne veulent pas faire de vagues. Une deuxième explication similaire souligne, dans le cas des économies en transition, les habitudes prises à l'époque du plan central, qui ont également créé une tendance à laisser le champ libre au président du conseil d'administration. Troisième explication, moins spécifiquement locale : le conseil d'administration est une équipe et il est essentiel de coopérer avec les autres administrateurs ; d'où une attitude non contestatrice.

On pourrait avancer d'autres explications. Quoi qu'il en soit, la situation s'est améliorée en Corée : les conseils d'administration se réunissent désormais régulièrement et un procès-verbal des débats est établi. Si les comportements ne sont plus les mêmes, c'est parce que la loi a changé.

Avec les réformes récentes comme la présence obligatoire d'administrateurs extérieurs, l'activisme d'actionnaires n'ayant pas hésité à saisir la justice, le renforcement des droits des actionnaires et une plus grande fermeté de la part des autorités réglementaires, le dispositif juridique applicable au conseil d'administration a commencé de s'imposer.

L'expérience coréenne est très instructive. Elle montre qu'en modifiant les pratiques et la composition du conseil d'administration ainsi que les mécanismes d'incitation auxquels sont soumis les administrateurs, les réformes peuvent dynamiser le conseil d'administration malgré une passivité apparemment très enracinée.

### Obligations légales des administrateurs

169. Lors des tables rondes, les participants ont développé l'idée que les administrateurs doivent agir dans l'intérêt de la société et de *tous* les actionnaires. Cette idée reflète la tradition juridique, bien que l'origine précise des obligations des administrateurs varie d'un pays à l'autre. Certains pays, particulièrement ceux de droit civil, imposent expressément aux administrateurs d'agir dans l'intérêt de la

---

48. Jang (2001).

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

société. Dans les pays de common law, comme Hong Kong Chine, l'Inde, la Malaisie et Singapour, les administrateurs ont une obligation *fiduciaire* implicite d'agir dans l'intérêt de la société, même si la loi ne l'impose pas expressément<sup>49</sup>. Dans certains pays de droit civil comme le Taipei chinois, l'obligation de loyauté ou son équivalent n'est pas spécifiée dans le droit des sociétés. Dans ces pays, les tribunaux ont également consacré l'obligation fiduciaire des administrateurs. Les participants aux tables rondes ont souligné que l'obligation de loyauté des administrateurs envers la société est pratiquement universelle, quelle que soit son origine. Le droit des sociétés interdit normalement aux administrateurs d'agir dans leur propre intérêt ou dans l'intérêt d'un groupe particulier – distinct de la société – sans autorisation expresse des actionnaires. Il est donc interdit aux administrateurs d'agir pour le seul profit de certains actionnaires, par exemple l'actionnaire de contrôle ou les actionnaires qui ont voté pour eux.

170. A Hong Kong Chine, en Inde, en Malaisie, à Singapour et dans d'autres pays de common law, les administrateurs sont censés exercer leurs fonctions avec « les compétences, le soin et la diligence raisonnables ». Comme l'obligation fiduciaire, ces obligations découlent implicitement de la fonction d'administrateur et peuvent ne pas être énoncées dans la loi sur les sociétés. Elles exigent de l'administrateur qu'il traite les affaires de la société de la même manière que celle dont une personne prudente et raisonnable traiterait ses propres affaires. Cela peut être subjectif et ne suppose pas nécessairement des critères objectifs comme une connaissance de base des états financiers ou la présence à deux tiers au moins des séances du conseil d'administration.

### Encadré 8 – Les obligations de l'administrateur : loyauté envers qui ?

Les administrateurs doivent être guidés dans leurs décisions par les devoirs et obligations résultant de la loi et de la jurisprudence. Selon les *Principes*, « les administrateurs doivent agir avec toute la diligence requise dans l'intérêt de la société et de ses actionnaires ». Cela correspond à l'obligation largement reconnue de loyauté, c'est-à-dire l'obligation d'agir dans l'intérêt de la société et de ses actionnaires, et à l'obligation de « diligence », c'est-à-dire l'obligation d'agir en connaissance de cause et prudemment pour les décisions concernant la société.

Quel est exactement « l'intérêt de la société », dans lequel les administrateurs sont censés agir ? En pratique, on considère généralement qu'il s'agit de l'intérêt à long terme des actionnaires, deux arguments étant invoqués à cet égard. Le premier s'appuie sur le droit de propriété de l'actionnaire. Les actionnaires sont propriétaires de la société et, à ce titre, sont généralement considérés comme l'autorité suprême de la société déléguant ses pouvoirs au conseil d'administration, et ils sont les bénéficiaires ultimes des activités de la société, dont ils perçoivent les bénéfices sous la forme de dividendes et plus-values. Puisque les actionnaires sont les propriétaires, bénéficiaires et détenteurs de l'autorité suprême, on peut naturellement admettre que leurs intérêts et ceux de la société sont analogues, les administrateurs devant donc agir dans l'intérêt des actionnaires.

Le deuxième argument est d'ordre économique et s'appuie sur le droit de créance de l'actionnaire à l'égard de la société. Les autres acteurs sont généralement protégés par la loi, par des contrats et par la possibilité de rompre leurs relations avec la société. En revanche, l'actionnaire est un « créancier résiduel » supportant les pertes et percevant les gains de l'activité de la société. Il est dans l'intérêt de l'actionnaire que la société soit gérée efficacement et exploite au mieux les possibilités d'investissement. C'est aussi dans l'intérêt de la société, dès lors qu'elle respecte ses obligations à l'égard des autres parties prenantes.

Cette obligation de loyauté est le fondement de la *responsabilité* de l'administrateur. Si l'intérêt de la société n'est pas bien défini, les administrateurs disposent d'une grande latitude pouvant leur permettre de justifier des actes avantageux pour eux ou pour des parties liées mais ne répondant pas à l'intérêt des actionnaires. En imposant aux administrateurs d'agir dans l'intérêt de la société et des actionnaires, on clarifie l'obligation de l'administrateur et on lui impute une responsabilité. Cette responsabilité est mise en œuvre via l'autorité que le droit des sociétés confère normalement aux actionnaires sur le conseil d'administration.

La loi chilienne sur les sociétés illustre bien les obligations de l'administrateur envers la société et les actionnaires dans leur ensemble<sup>50</sup>. Selon son article 42.1 :

« Les administrateurs ne peuvent proposer des modifications aux statuts ou l'émission de titres, ni prendre des mesures ou des décisions qui ne sont pas dans l'intérêt de la société mais dans leur propre intérêt ou celui de tiers qui leur sont liés ».

L'article 39 de la loi chilienne précise également :

« Les administrateurs élus par un groupe ou une catégorie d'actionnaires ont les mêmes obligations à l'égard de la société et des autres actionnaires et ils ne peuvent s'y soustraire au nom de la défense des intérêts de ceux qui les ont élus ».

49. On envisage souvent les obligations de l'administrateur sous l'angle d'un ensemble d'obligations fiduciaires : devoir d'agir de bonne foi, d'éviter les conflits d'intérêts, etc. On peut considérer que ces obligations fiduciaires sous-tendent ou complètent l'obligation générale de loyauté.

50. Voir Escobar (2002).

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

171. Comme l'obligation de loyauté, l'obligation de diligence est énoncée dans le droit des sociétés de certains pays de droit civil. Tel est le cas en Russie, par exemple, où les administrateurs sont tenus d'agir « de manière raisonnable et de bonne foi », et en Thaïlande, où ils doivent agir « avec diligence et honnêteté ». Au Mexique, les administrateurs sont liés à la société par un mandat. En tant que mandataires, ils doivent "agir prudemment et administrer l'entreprise comme si elle leur appartenait"<sup>51</sup>. Au Taipei chinois, le mandat des administrateurs leur impose également l'équivalent d'une obligation de diligence via le Code civil.

172. Comme l'obligation de loyauté, l'obligation de diligence ou un équivalent proche existe pratiquement dans tous les pays où il existe des sociétés par actions de type ouvert. L'obligation de diligence établit la responsabilité des administrateurs pour les erreurs découlant d'un manque d'effort et d'attention, ainsi que pour les conflits d'intérêts et autres abus commis à l'occasion de leurs fonctions. Cependant, l'obligation de diligence tend à être interprétée d'une manière qui confère un très large pouvoir d'appréciation aux administrateurs. Ce pouvoir est souvent renforcé par un équivalent local de la « règle de l'appréciation commerciale » qui, en l'absence de conflits d'intérêts, ménage beaucoup de latitude aux administrateurs pour déterminer ce qui est dans l'intérêt de la société. Cette latitude est essentielle si l'on veut que les administrateurs prennent des risques justifiés et participent à la stratégie de la société, mais elle peut limiter leur responsabilité en vertu de l'obligation de diligence.

173. Les participants aux tables rondes ont souvent souligné que les administrateurs doivent rendre des comptes aux actionnaires et être responsables envers les parties prenantes. Cette responsabilité se fonde sur les obligations de loyauté et de diligence. Dans la mesure où de bonnes relations avec les parties prenantes sont dans l'intérêt de la société et des actionnaires, la responsabilité envers les parties prenantes découle naturellement de la responsabilité envers les actionnaires. En outre, les administrateurs ont généralement l'obligation de faire en sorte que la société respecte la loi et honore ses engagements contractuels. Le droit des sociétés peut imposer aux administrateurs l'obligation de veiller à ce que la société respecte la loi, sous peine de dommages-intérêts s'ils ne se conforment pas à cette obligation. La loi peut également imposer aux dirigeants de la société, y compris les administrateurs, une responsabilité au titre d'actes particuliers de la société.

174. Outre les obligations fondamentales de loyauté, de diligence et de surveillance du respect des lois, les administrateurs ont également leurs propres obligations de « gouvernance et de divulgation ». Le droit des sociétés et la réglementation des valeurs mobilières obligent les administrateurs à suivre certaines procédures administratives et à divulguer certaines informations, par exemple à déclarer la nature de toute relation qu'ils peuvent entretenir avec la société. Le droit des sociétés exige également en général des administrateurs qu'ils agissent honnêtement et il sanctionne la fourniture intentionnelle d'informations fausses.

### ***Responsabilité civile et pénale des administrateurs***

175. Le droit des sociétés et la réglementation des valeurs mobilières contiennent une liste, parfois longue, des responsabilités encourues par l'administrateur. Les cas de responsabilité peuvent être encore plus nombreux sous l'effet de la jurisprudence, spécialement dans les pays de common law. Les administrateurs peuvent être responsables pour avoir violé différents aspects de l'obligation de loyauté envers la société et de l'obligation de diligence. Ils sont fréquemment responsables des dommages causés à la société, et parfois à des tiers, dans la mesure où ces dommages résultent d'un acte illégal de la société qu'ils ont facilité. L'administrateur est également responsable en cas de violation de différentes obligations procédurales. Les administrateurs peuvent être individuellement et/ou collectivement responsables.

---

51 . Ritch (2001).

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

176. En dépit des nombreuses situations dans lesquelles les administrateurs sont susceptibles d'engager leur responsabilité, plusieurs participants aux tables rondes ont formulé une observation qu'on peut résumer comme suit : « dans le pays X, je ne connais aucun cas où des actionnaires aient eu gain de cause contre des administrateurs pour violation de leurs obligations ». Cela ne concerne pas uniquement les économies en transition n'ayant qu'une tradition relativement brève en matière d'actionnariat. Même dans les pays dotés des marchés de capitaux et des cadres institutionnels les plus développés, notamment le Chili, le Taipei chinois, la Corée et Singapour, les procès intentés par des actionnaires sont rares dans le meilleur des cas. Si, manifestement, les administrateurs n'assument effectivement aucune responsabilité pour violation de leurs obligations, celles-ci n'influeront guère sur leur comportement et les comptes qu'ils ont à rendre.

177. Trois facteurs expliquent cette rareté des procès d'actionnaires, avec toutes les conséquences qui en résultent sur le plan de la responsabilité des administrateurs : 1) la nature même des obligations des administrateurs ; 2) les spécificités du droit des sociétés et de la réglementation boursière, et leur interprétation ; 3) les difficultés générales auxquelles sont confrontés les systèmes judiciaires, qui ont été abondamment débattues lors des tables rondes.

178. Le problème essentiel tient à la nature des obligations des administrateurs. Les administrateurs doivent être loyaux envers la société, et leurs autres obligations sont également considérées comme des obligations envers la société. Même l'obligation de veiller au respect des lois et règlements est considérée comme une obligation à l'égard de la société, les administrateurs risquant de devoir payer des dommages-intérêts à la société si celle-ci a commis un acte illégal qu'ils ont facilité. Dans ces circonstances, il est normal que la société intente des poursuites contre des administrateurs, mais qui prend les décisions dans ce domaine ? Normalement, c'est le conseil d'administration lui-même.

179. Si un administrateur indélicat a agi d'une façon qui est préjudiciable à la société, les autres administrateurs peuvent le poursuivre pour le compte de la société, au titre des différentes responsabilités qu'il peut encourir. Cependant, de nombreux abus évoqués lors des tables rondes impliquaient des décisions prises par la majorité des administrateurs en faveur d'eux-mêmes, de la direction ou d'un gros actionnaire, mais au préjudice des intérêts des actionnaires dans leur ensemble, c'est-à-dire au détriment de la société. Dans ces conditions, ce sont les actionnaires qui devraient pouvoir engager des poursuites contre les administrateurs.

180. Traditionnellement, les actionnaires de certains pays ne pouvaient en aucun cas poursuivre les administrateurs : la Malaisie n'autorisait pas les poursuites d'actionnaires à l'encontre des administrateurs avant 2001, et le Chili avant 2000. Actuellement, la quasi-totalité des pays permettent aux actionnaires, au moins en théorie, de poursuivre les administrateurs lorsqu'ils violent leurs obligations envers la société. Deux types de poursuites sont généralement possibles : l'action individuelle, dans le cadre de laquelle tel ou tel actionnaire agit en dommages-intérêts, et l'action sociale ut singuli (ou dérivée) dans le cadre de laquelle un actionnaire poursuit pour le compte de la société, auquel cas les éventuels dommages-intérêts sont attribués à la société. Jusqu'à une époque très récente, aucun pays participant aux tables rondes n'autorisait les actions collectives intentées par des actionnaires. La Corée, la Chine et le Taipei chinois ont commencé à introduire ce type d'action et d'autres pays l'envisagent.

181. Sur le fond, les poursuites individuelles sont problématiques : en effet, les administrateurs ne sont pas responsables envers les actionnaires considérés individuellement, mais envers la société et tous les actionnaires. L'actionnaire agissant individuellement demande réparation d'abus commis au préjudice de la société dans son ensemble, et non pas directement à son préjudice personnel. L'action sociale ut singuli est plus claire et certains pays n'autorisent que ce type d'action. Toutefois, elle pose un problème manifeste de « passager clandestin » : certains actionnaires en font les frais, mais tous les actionnaires en recueillent les fruits. Dans les deux types de poursuites, les tribunaux interprètent souvent de façon



## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

restrictive les circonstances dans lesquelles certains actionnaires peuvent prétendre représenter la société et les conditions dans lesquelles les administrateurs doivent effectivement payer des dommages-intérêts, modifier des décisions et/ou renoncer à leurs fonctions.

182. En outre, le droit des sociétés et les réglementations connexes compliquent encore la mise en jeu de la responsabilité des administrateurs. Généralement, l'obligation de diligence est minimale. En outre, la législation applicable contient fréquemment des dispositions qui limitent spécifiquement les possibilités d'action en justice des actionnaires contre les administrateurs. La loi exige généralement la preuve non seulement d'un conflit d'intérêts ou d'une négligence, mais également d'un gain substantiel obtenu par l'administrateur d'une faute ou d'une malhonnêteté intentionnelles, etc. En général, la charge de la preuve peut être très lourde pour les actionnaires.

183. En plus de ces facteurs, le droit des sociétés peut subordonner l'action en justice à l'adoption d'une résolution des actionnaires en assemblée générale, à la majorité simple ou qualifiée. Cela consacre une fois encore le principe selon lequel les administrateurs sont responsables envers la société et envers les actionnaires dans leur ensemble, mais on se heurte manifestement à une difficulté en présence d'un actionnaire de contrôle. Les actionnaires détenant un minimum du capital de la société, souvent un minimum élevé (par exemple, 33 %) peuvent être seuls autorisés à engager des poursuites. L'énumération même des cas de responsabilité des administrateurs peut dissuader en fait d'agir en justice, car chaque cas peut être étroitement défini – un acte illégal a été commis, certains documents n'ont pas été remis aux commissaires aux comptes, etc. – et au total il peut y avoir de graves lacunes.

184. Outre les problèmes généraux que soulève l'action en justice de certains actionnaires pour le compte de la société et les divers obstacles créés par la loi elle-même, la raison probablement citée le plus souvent pour expliquer la rareté des poursuites engagées par les actionnaires tient à la lenteur et au coût du procès. Il s'agit là d'un problème général cité lors des tables rondes pour toutes les actions civiles, et pas seulement pour celles intentées par des actionnaires.

185. Une autre solution pour les actionnaires est de saisir l'autorité publique, au civil ou au pénal. Les participants aux tables rondes ont souligné que, dans de nombreux pays, cette voie est le principal moyen de faire jouer la responsabilité des administrateurs, pour autant que leur responsabilité puisse être retenue. Le droit des sociétés et la réglementation des valeurs mobilières de nombreux pays prévoient des sanctions pénales, y compris des peines d'emprisonnement, pour certaines violations des obligations des administrateurs, par exemple s'ils ont intentionnellement fourni de fausses informations, s'ils ont commis une faute lourde, etc. Cependant, de sévères sanctions pénales ne sont généralement prononcées qu'en cas de faillite spectaculaire et elles peuvent donc être pratiquement aussi rares que les procès intentés par les actionnaires.

186. Les commissions des opérations de bourse et les autres autorités réglementaires peuvent agir au civil contre les administrateurs en vertu de la réglementation en vigueur et peuvent parfois le faire pour le compte des actionnaires. Les actions civiles intentées par les autorités réglementaires présentent des avantages manifestes par rapport aux actions privées engagées par les actionnaires. Les autorités réglementaires peuvent exiger des avances sur amendes et dommages-intérêts et bloquer ou faire annuler certaines décisions du conseil d'administration, au fur et à mesure du déroulement de la procédure. Elles peuvent également être mieux à même de représenter la société et les actionnaires dans leur ensemble et elles ne se trouvent pas confrontées au problème de « passager clandestin ». Toutefois, les commissions des opérations de bourse et les autres autorités réglementaires ont généralement des ressources très limitées et elles sont rarement en mesure de contrôler une forte proportion de sociétés par actions de type ouvert.

187. Les tables rondes n'ont laissé aucun doute sur le fait que les obligations de loyauté et de diligence doivent être renforcées. Les livres blancs demandent que ces obligations soient clarifiées dans la législation

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

nationale, en réduisant ainsi les lacunes juridiques. Les procédures régissant les actions individuelles ou dérivées doivent être simplifiées, les commissions des opérations de bourse doivent pouvoir poursuivre pour le compte des actionnaires, et d'autres groupes, notamment les associations d'actionnaires, doivent également pouvoir le faire. Les actions collectives restent globalement un sujet de controverse, mais une réforme en ce sens a été suggérée par les participants à la table ronde pour l'Asie. Toutefois, les participants aux tables rondes sont convenus que les actions civiles et pénales doivent être un instrument en dernier ressort et que d'autres mécanismes sont indispensables pour aligner les intérêts des administrateurs sur ceux de *tous* les actionnaires.

### Améliorer l'efficacité du conseil d'administration

188. Un grand nombre de participants aux tables rondes ont souligné que, pour avoir de meilleurs conseils d'administration, il fallait de meilleurs administrateurs. Un conseil d'administration efficace se compose d'administrateurs qualifiés et indépendants bénéficiant d'incitations adéquates, d'une bonne formation et de services de soutien appropriés. En revanche, plusieurs participants ont jugé que leur propre réalité se caractérisait par une pléthore d'administrateurs médiocres et non qualifiés dépendant de l'actionnaire de contrôle et loyaux envers lui.

189. Les qualifications de base des administrateurs tendent à être minimales. Ils doivent généralement avoir un âge minimum, qui est généralement celui de la majorité (18-21 ans). A Singapour et en Malaisie, ils ne peuvent pas avoir plus de 70 ans. D'une manière générale, les administrateurs ne doivent pas avoir été condamnés pour certains crimes et délits, notamment l'escroquerie. Ils ne doivent pas être faillis, et, dans certains cas, ne doivent pas avoir siégé au conseil d'administration d'une société faillie.

190. En plus de ces qualifications de base, certains pays limitent le nombre de mandats d'administrateur pouvant être cumulés. Ce nombre peut être faible, à savoir 3 (Roumanie), ou très élevé, à savoir 20 (Inde). Dans de nombreux cas, les administrateurs ne peuvent pas siéger au conseil de sociétés concurrentes. Un grand nombre de pays exigent que les administrateurs soient actionnaires de la société, bien qu'il suffise, dans certains cas, de détenir une seule action. Certains pays permettent aux personnes morales d'être administrateurs, tandis que d'autres réservent ce mandat exclusivement à des personnes physiques, et d'autres encore autorisent les personnes morales à avoir la qualité d'administrateur, mais à condition de désigner un « représentant permanent » personne physique. Les statuts de la société peuvent prévoir des exigences supplémentaires auxquelles doivent satisfaire les administrateurs.

191. Les administrateurs des banques sont soumis à des conditions supplémentaires, notamment un niveau minimum d'instruction. Certains comités du conseil d'administration, s'ils existent, peuvent également obéir à des exigences spéciales ; par exemple, un membre du comité d'audit ou du conseil d'audit peut devoir être expert-comptable. Certains comités, en nombre croissant, et parfois le conseil d'administration dans son ensemble, doivent également comporter un nombre minimum de membres « indépendants ».

### *Administrateurs indépendants*

192. Dans le monde entier, les règles de cotation et les codes de gouvernement d'entreprise vont dans le sens d'une plus grande indépendance des conseils d'administration et des administrateurs. Les participants aux tables rondes se sont félicités de la tendance mondiale à exiger une plus grande indépendance du conseil d'administration, et ils ont appelé de leurs vœux le renforcement et l'accélération de cette tendance. Mais qu'est-ce exactement que « l'indépendance », et des administrateurs indépendants sont-ils automatiquement meilleurs que les autres ?

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

193. Dans ses recommandations à propos des conseils d'administration, les *Principes* se sont essentiellement centrés sur les conflits d'intérêts avec la direction. Les tables rondes ont évoqué le problème central, celui des conflits d'intérêts impliquant un actionnaire de contrôle. Dans le passé, les conseils d'administration ne comportaient pas seulement un grand nombre d'administrateurs dirigeants ou anciens dirigeants, mais également des parents et représentants de l'actionnaire de contrôle n'ayant pas la qualité de dirigeant. Il est fréquent qu'une même personne siège à de multiples conseils d'administration d'un groupe de sociétés contrôlé par une famille. Dans chaque cas, l'administrateur peut considérer que sa principale obligation de loyauté vaut à l'égard de l'actionnaire de contrôle. Les participants aux tables rondes ont exprimé l'espoir qu'en augmentant le nombre d'administrateurs indépendants le conseil d'administration serait moins dominé par l'actionnaire de contrôle et mieux à même d'agir dans l'intérêt de la société et des actionnaires dans leur ensemble.

194. Ces dernières années, les pays à conseil unitaire ont commencé, principalement par le biais de la réglementation des valeurs mobilières ou des règles de cotation officielle, à exiger que les sociétés aient un nombre minimum d'administrateurs extérieurs remplissant certains critères supplémentaires d'indépendance. Il peut s'agir d'un petit nombre fixe, un au Taipei Chinois, ou deux aux Philippines, ou d'une proportion globale du conseil : en Inde, un tiers au moins des membres du conseil d'administration des grandes sociétés doivent être « indépendants », et la moitié en Corée. Dans les pays où les organes d'administration de la société sont à structure duale, voire triple, la loi sur les sociétés interdit aux cadres dirigeants de siéger au conseil de surveillance ou limite la proportion de cadres dirigeants pouvant siéger au conseil d'administration ou au conseil de surveillance. En Russie, par exemple, le conseil de surveillance ne peut être composé pour plus de la moitié de dirigeants qui siègent au directoire ou au comité exécutif. Il existe un troisième moyen d'imposer la présence de non-dirigeants, par le biais des règles applicables aux comités. Par exemple, le Chili a introduit un comité « d'administrateurs » de surveillance, qui doit comporter au moins deux administrateurs indépendants. Les comités d'audit imposés dans d'autres pays doivent également avoir en général nombre minimum de membres indépendants.

195. Le concept d'administrateur non dirigeant, extérieur ou « indépendant » dépend de la législation ou du code de gouvernement d'entreprise applicables. Il exclut généralement tous les cadres dirigeants ; en Russie, cependant, la restriction imposée dans la loi sur les sociétés s'applique spécifiquement au directoire, les dirigeants qui ne sont pas membres du directoire pouvant siéger au conseil de surveillance sans aucune limitation. La réglementation des valeurs mobilières et les règles de cotation s'attachent de plus en plus à définir plus précisément la notion d'indépendance. Les parents des dirigeants et administrateurs, les salariés nouvellement engagés et les dirigeants de sociétés liées peuvent être exclus.

196. Surtout, la notion « d'indépendance » signifie de plus en plus l'indépendance par rapport aux actionnaires importants et spécialement les actionnaires de contrôle. La réglementation des valeurs mobilières et les règles de cotation en vigueur en Chine, au Taipei chinois, en Corée et en Malaisie exigent désormais un certain degré de séparation entre les grands actionnaires et les administrateurs, et les codes volontaires encouragent également cette séparation dans de nombreux autres pays. Cela ne signifie pas que les administrateurs indépendants ne doivent pas détenir des actions. Les participants aux tables rondes ont estimé qu'il serait contre-productif de limiter sévèrement la participation au capital des administrateurs indépendants.

197. Le rôle croissant des administrateurs extérieurs (bien qu'il soit limité au regard de l'ampleur globale du problème) est largement préconisé par les participants aux tables rondes. Néanmoins, on a été reconnu qu'un administrateur totalement « indépendant » n'apporte pas nécessairement une valeur ajoutée au conseil d'administration. Le seul fait de ne pas avoir de liens avec la société ne garantit pas que l'administrateur agira dans l'intérêt de tous les actionnaires, sera responsable envers les parties prenantes ou déploiera les compétences, le soin et la diligence requis pour la prise de ses décisions. À présent que l'on dispose de plus d'expérience pour ce qui est du comportement des administrateurs extérieurs, on

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

constate que les administrateurs qui n'ont aucun lien particulier avec la société peuvent se montrer aussi déferents à l'égard de la direction ou de l'actionnaire de contrôle que n'importe quel cadre, et être peu incités à consacrer beaucoup de temps ou d'efforts à leurs fonctions.

198. Un grand nombre de participants aux tables rondes ont mis l'accent sur une définition « positive » de l'indépendance quelque peu différente des définitions « négatives » si largement employées. La capacité d'un administrateur à exercer un jugement objectif et à fournir des avis éclairés indépendants des ordres ou desiderata d'actionnaires particuliers ou d'initiés est un indicateur positif d'indépendance. Les administrateurs qui jouissent de cette sorte d'indépendance sont en meilleure position pour contribuer à la stratégie de la société, surveiller la direction et remplir leurs obligations à l'égard de tous les actionnaires. Cette "indépendance d'esprit" doit également leur permettre d'évaluer plus objectivement les questions concernant les parties prenantes.

### *Développer le professionnalisme du conseil d'administration*

199. En dépit d'une demande croissante d'administrateurs extérieurs capables d'exercer un jugement indépendant, l'offre demeure limitée. Les participants aux tables rondes se sont fréquemment plaints de la pénurie d'administrateurs qualifiés. En règle générale, une société tend à recruter les membres de son conseil d'administration dans un petit groupe d'hommes connus de l'actionnaire de contrôle ou liés autrement à la société. La création d'un « marché » efficace d'administrateurs suppose un gisement bien plus riche de compétences latentes.

200. Pour développer les compétences des administrateurs, des instituts spécialisés dans la formation professionnelle d'administrateurs de sociétés ont été créés dans plusieurs pays, dont un grand nombre au cours des cinq dernières années. Le tableau 8 énumère certains de ces instituts, mais cette liste n'est pas du tout exhaustive. Fréquemment calqués sur le modèle de l'Institute of Directors (IoD) du Royaume-Uni, ces instituts ont pour objet d'améliorer les performances des administrateurs de provenance interne ou externe. La formation qu'ils dispensent repose fréquemment sur l'apprentissage par l'action, voie que les nouveaux administrateurs ou ceux qui décident de se montrer actifs sont normalement appelés à suivre, l'accent étant davantage mis sur l'apprentissage actif que sur les cours magistraux. Des agences multilatérales et des donateurs, notamment le Forum mondial sur le gouvernement d'entreprise, ainsi que des organismes du secteur privé comme le Yale Institute for Corporate Governance, ont mis en place des ateliers de « formation des formateurs » et d'autres programmes afin de prêter assistance aux instituts et d'encourager leur création. Le Forum mondial sur le gouvernement d'entreprise a également mis au point un ensemble de principes directeurs concernant la création et le fonctionnement des instituts de formation d'administrateurs.

201. En plus de la formation, ces instituts, ainsi que les autorités boursières et parfois d'autres organismes, ont mis au point des codes volontaires pour guider l'action des administrateurs extérieurs. Les instituts nationaux de formation d'administrateurs aident également à élaborer des systèmes d'évaluation des administrateurs. Les évaluations professionnelles peuvent en effet être un outil efficace pour le conseil d'administration et les actionnaires, mais elles ne sont pas largement utilisées dans les économies en développement et les économies de marché émergentes. A l'instar de l'Institute of Directors du Royaume-Uni<sup>52</sup>, certains instituts de formation d'administrateurs comme l'Institut mexicain de gouvernement d'entreprise et l'Association russe des administrateurs indépendants ont également commencé à élaborer des projets de statut d'"administrateur agréé" Sur la base des pratiques actuelles, l'institut certifie que ces administrateurs ont des qualifications et des connaissances allant au-delà des

---

52. L'Institute of Directors du Royaume-Uni a lancé le concept d'"administrateur agréé" et dispose de pouvoirs spéciaux d'agrément. L'"administrateur agréé" est soumis à une évaluation qui porte sur ses connaissances, ses facultés d'analyse, son expérience et sa probité.

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

exigences minimales du droit des sociétés. Après la certification, il veille à ce que l'administrateur demeure indépendant et respecte les règles déontologiques.

**Tableau 8. Instituts de formation des administrateurs de société**

Pays	Institut(s)	Date de fondation
Hong Kong Chine	Hong Kong Institute of Directors	1996
Indonésie	Indonesian Institute for Corporate Directorship	2000
Malaisie	Institute for Corporate Governance	1998
Philippines	Institute of Corporate Directors	1999
Singapour	Singapore Institute of Directors	1998
Sri Lanka	Sri Lanka Institute of Directors	2001
Thaïlande	Thai Institute of Directors	1999
Brésil	Brazilian Institute of Corporate Governance	1995
Colombie	Confecámaras	
Mexique	Mexican Institute of Corporate Governance	2003
Pérou	Corporate Directors Association	2002
Russie	Independent Director Association	2001
	Russian Institute of Directors	2001

### *Les administrateurs politiques*

202. Il existe un cas particulier de dépendance possible, tenant à la présence d'un administrateur « politique ». Dans de nombreux pays, les sociétés, y compris celles qui sont contrôlées par des actionnaires privés, se sentent obligées de faire siéger à leur conseil d'administration des parlementaires, d'éminents bureaucrates, des représentants de partis ou d'anciens membres du gouvernement. Ces administrateurs peuvent apporter une certaine expertise à la société ; toutefois, la tendance observée dans certains pays, où ces administrateurs changent après chaque élection, conduit à s'interroger sur la nature exacte de leur rôle au sein du conseil d'administration. Les gouvernements devraient se soucier de l'impact que peut avoir sur leur propre crédibilité la présence de certains de leurs membres au conseil d'administration de sociétés commerciales privées. Dans les sociétés contrôlées par l'État, les participants aux tables rondes ont souligné que les administrateurs devraient être choisis pour la contribution qu'ils peuvent apporter à la société, et pas selon d'autres critères.

### *Vote, nomination et rémunération*

203. Les *Principes* retiennent parmi les droits fondamentaux de l'actionnaire le droit d'élire les membres du conseil d'administration. Ce droit est reconnu dans la législation de tous les pays participant aux tables rondes. Mais, dans la pratique, les actionnaires minoritaires – en général, la plupart des actionnaires – peuvent n'avoir guère de choix quant aux personnes qui siégeront effectivement au conseil et n'avoir aucun moyen concret de révoquer un administrateur favorisant les intérêts de l'actionnaire de contrôle. La rémunération, autre mécanisme pouvant faire concorder les intérêts des administrateurs et ceux des actionnaires, est elle aussi généralement contrôlée par le conseil d'administration ou l'actionnaire de contrôle. Lors de toutes les tables rondes, l'un des grands thèmes de discussion a été la procédure de vote pour l'élection des administrateurs. La nomination, la rémunération et la révocation des administrateurs sont des éléments essentiels à mesure que les pays avancent dans les réformes et que les administrateurs extérieurs commencent à jouer un plus grand rôle.

204. Dans la plupart des pays, les administrateurs sont élus à la majorité simple. En pratique, cela permet généralement à l'actionnaire de contrôle de décider de la composition de l'ensemble du conseil

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

d'administration. L'actionnaire de contrôle détenant souvent moins de 50 % des droits de vote, l'une des solutions pour accroître l'influence des autres actionnaires est de rendre plus accessible l'assemblée générale, notamment en réduisant les obstacles à la participation mis en place par l'actionnaire de contrôle et d'autres initiés.

205. Plusieurs pays ont introduit des mécanismes spécifiques pour contrecarrer la position dominante de l'actionnaire de contrôle. Le plus courant est le vote cumulatif. Il s'agit d'une sorte de représentation proportionnelle ; dans le cadre d'un vote cumulatif, les actionnaires ne votent pas séparément pour chaque administrateur, mais répartissent leurs voix entre plusieurs d'entre eux. Un administrateur peut normalement être élu avec 10-15 % du nombre total de voix. Avec ce système, l'actionnaire de contrôle choisira encore la plupart des administrateurs, mais certains administrateurs pourront être élus par d'autres actionnaires sans le soutien de l'actionnaire de contrôle.

206. Le vote cumulatif est imposé aux sociétés aux Philippines et au Taipei chinois, et aux sociétés comptant plus de 500 actionnaires en Arménie et plus de 1 000 en Russie. Il est obligatoire en Chine pour les sociétés dont l'actionnaire de contrôle détient plus de 30 % des actions, et en Roumanie s'il est demandé par un actionnaire détenant 10 % au moins des actions à droit de vote. D'autres pays autorisent désormais le vote cumulatif sur une base volontaire : en Thaïlande et en Corée, il a été institué comme mécanisme de vote « par défaut », bien que les sociétés modifient généralement leurs statuts pour l'exclure. La Malaisie et certains autres pays n'autorisent pas le vote cumulatif.

207. D'autres mécanismes permettent aux actionnaires autres que l'actionnaire de contrôle d'influencer le choix des administrateurs. Dans plusieurs pays, les autres actionnaires importants peuvent désigner directement certains administrateurs. En Corée, les droits de vote des grands actionnaires sont plafonnés à 3 % pour l'élection des administrateurs qui doivent également siéger au comité d'audit. Au Chili, les fonds de pension ne sont pas autorisés à voter pour les candidats liés à l'actionnaire de contrôle. Au Brésil, les actionnaires « sans » droits de vote ou détenant des droits de vote restreints peuvent choisir un administrateur.

208. Ces mécanismes sont à même de réduire la domination que l'actionnaire de contrôle peut exercer sur le conseil d'administration, et un grand nombre de participants aux tables rondes se sont prononcés pour leur introduction. Les livres blancs préconisent la solution du vote cumulatif. Toutefois, le vote cumulatif peut, par sa nature même, encourager les administrateurs à penser qu'ils représentent des groupes particuliers d'actionnaires, et pas la société et les actionnaires dans leur ensemble. L'obligation de loyauté des administrateurs devient plus importante lorsqu'une procédure de vote cumulatif ou une procédure similaire est en place.

### *Nomination*

209. A supposer même que les assemblées générales soient accessibles (voir le chapitre III) et que des droits de vote spéciaux soient en place, les actionnaires minoritaires peuvent néanmoins ne pas pouvoir choisir certains administrateurs. Les règles de désignation des candidats aux fonctions d'administrateur diffèrent d'un pays à l'autre mais tendent, en pratique, à être dominées par le conseil lui-même et par l'actionnaire de contrôle. Normalement, le conseil ou son président peut désigner directement les candidats au poste d'administrateur. L'actionnaire de contrôle ou d'autres actionnaires importants peuvent à leur tour influencer le conseil d'administration, ou, dans certains cas, désigner directement les administrateurs ; à Singapour, par exemple, les gros actionnaires peuvent se réserver le droit de nommer les administrateurs dans les statuts de la société. Des comités de nomination doivent obligatoirement être mis en place dans les grandes sociétés en Corée et le sont dans certaines autres sociétés en Asie. Lorsqu'ils existent, ces comités jouent un rôle prépondérant dans la procédure de nomination, et, bien qu'ils comportent normalement des membres non dirigeants, ils renforcent l'idée que le conseil d'administration contrôle les nominations.

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

Enfin, les actionnaires peuvent habituellement nommer les administrateurs au moyen d'une simple résolution. Toutefois, la présentation de ces résolutions se heurte généralement à différents obstacles, notamment la détention d'un pourcentage du capital relativement élevé.

### *Révocation des administrateurs*

210. Dans de nombreux pays, les administrateurs sont élus pour une durée limitée à un an. Dans certains pays cependant, et particulièrement dans les pays asiatiques, les administrateurs sont nommés pour plusieurs années. Ces mandats de plusieurs années sont fréquemment échelonnés ; en d'autres termes, si le mandat a une durée de trois ans, seul un tiers du conseil sera être élu chaque année. En Thaïlande, c'est le hasard qui décide quel tiers du conseil sera renouvelé. Certains pays exigent une réélection des administrateurs parvenus en fin de mandat ; dans d'autres, la réélection est automatique. Enfin, les actionnaires peuvent dans certains pays révoquer les administrateurs avant l'expiration de leur mandat, mais ce n'est pas le cas partout et, dans certains pays, l'administrateur ne peut être révoqué que si une faute est expressément alléguée.

211. Les mandats pluriannuels, l'échelonnement – qui peut empêcher tout remplacement intégral du conseil – la réélection automatique et l'impossibilité de révocation anticipée sont autant de mécanismes de défense qui peuvent réduire la responsabilité des administrateurs à l'égard des actionnaires minoritaires. Bien entendu, les actionnaires de contrôle peuvent dominer le conseil, même en l'absence de tels mécanismes. Toutefois, ces mécanismes devront être revus à mesure que s'améliorera la protection des droits fondamentaux des actionnaires.

### *Rémunération*

212. Les modalités de rémunération des administrateurs sont très variables d'une société et d'un pays à l'autre. Tantôt l'administrateur n'est pas rétribué, ou très peu, tantôt il perçoit une rémunération qu'on peut considérer comme élevée. Souvent, la société lui paie un salaire mensuel de base auquel s'ajoutent les frais liés aux réunions. Parfois, la formule est plus complexe et l'on prend en compte les efforts et performances de l'administrateur. Dans quelques pays, notamment Hong Kong Chine et Singapour, les administrateurs se voient attribuer des stock-options. Tantôt la rémunération de chaque administrateur doit être rendue publique, tantôt cette obligation ne vaut que pour la rémunération globale des administrateurs. Parfois, la rémunération des administrateurs n'a pas à être divulguée. Enfin, il arrive que la rémunération des administrateurs doive être approuvée par les actionnaires, mais ce n'est pas souvent le cas.

213. Les participants aux tables rondes ont évoqué quelques principes de base pour la rémunération des administrateurs. Une très faible rémunération n'attirera pas les administrateurs extérieurs et peut même être l'indice d'un phénomène pernicieux : dans certains pays, l'administrateur est essentiellement rémunéré par le groupe d'actionnaires qu'il « représente ». En revanche, vu l'influence que l'actionnaire de contrôle et d'autres initiés exercent sur le choix et le remplacement des administrateurs, une rémunération très élevée peut elle aussi fausser les incitations. Il faut que la rémunération des administrateurs soit transparente pour les actionnaires et il conviendrait d'expliquer aux actionnaires pourquoi les administrateurs sont rémunérés au niveau retenu. Il ressort des tables rondes, par exemple, qu'une rémunération jugée élevée par les actionnaires peut être nécessaire pour attirer des administrateurs extérieurs qualifiés et indépendants. Il ne faut pas que la société dissimule la rémunération ; elle doit au contraire la divulguer tout en la justifiant et en l'appuyant lors de l'assemblée générale.

### *Information et soutien*

214. Normalement, le droit des sociétés confère au conseil d'administration de larges pouvoirs à l'égard de la société. Toutefois, selon les *Principes*, les administrateurs, pour être à même d'exercer

## **Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements**

correctement leurs pouvoirs, doivent « avoir accès à des informations exactes, pertinentes et disponibles en temps opportun » ; ils doivent aussi bénéficier d'un concours efficace de la part des sociétés. Le droit des sociétés accorde aux administrateurs des droits variables à l'information, mais normalement l'administrateur a le droit d'accéder sur sa propre initiative à certaines informations, doit se voir communiquer des informations pertinentes avant la réunion du conseil d'administration et peut parfois confier certaines recherches à des tiers aux frais de la société. Les comités ou conseils d'audit ont souvent des pouvoirs supplémentaires d'accès à l'information.

215. Dans la pratique, les informations fournies sont très largement fonction des caractéristiques et pratiques du conseil d'administration : si le conseil a un caractère purement cérémonial et ne participe pas véritablement à la conduite des affaires, il ne se verra communiquer que peu d'informations. Les participants aux tables rondes ont fait observer que, si l'on veut que les administrateurs indépendants contribuent efficacement aux travaux du conseil d'administration, il faut que les administrateurs dirigeants, le secrétaire général de la société et d'autres cadres assument certaines responsabilités pour ce qui est de leur fournir en temps utile les informations pertinentes. Il faut aussi que les administrateurs prennent eux-mêmes l'initiative, posent des questions aux administrateurs dirigeants lors des réunions et s'appuient le cas échéant sur d'autres sources d'information. Chaque livre blanc comporte des recommandations visant à ce que les administrateurs disposent des moyens et des informations nécessaires pour pouvoir exercer correctement leurs fonctions.

### **Pratiques et structures du conseil d'administration**

216. Tous les conseils d'administration ont des pouvoirs similaires. Ils sont censés superviser la gestion ou « l'administration » de la société. Ils doivent être impliqués, à des degrés divers, dans la stratégie de la société. Ils jouent un rôle crucial dans la fixation de leur propre rétribution et de celle de la direction, ont le pouvoir de recruter et licencier les dirigeants et peuvent fortement influencer la désignation et l'élection des administrateurs. Ils doivent veiller à ce que la société respecte ses obligations, notamment dans le domaine de l'information financière. Surtout, ils doivent s'acquitter de leurs obligations de protection des intérêts de la société et de ses actionnaires.

217. Les compétences du conseil d'administration ne sont pas toujours les mêmes. Dans la société à directoire ou comité exécutif, d'importants aspects de la gestion et de la stratégie peuvent être délégués, sous la supervision du conseil d'administration (ou de surveillance). Dans d'autres cas, le conseil d'administration de type unitaire est l'organe exécutif dans tous les domaines, et il est étroitement impliqué dans la stratégie et la gestion. Normalement, le conseil d'administration a de larges pouvoirs de délégation et il participe à la stratégie et à la gestion à un degré variable d'une société et d'un pays à l'autre.

218. L'un des principaux paramètres du conseil d'administration est sa taille. Les participants aux tables rondes considèrent généralement que le conseil doit être suffisamment nombreux, mais pas trop. Les deux éléments décisifs sont les qualifications des administrateurs et les risques de conflit d'intérêts. Les administrateurs, qu'ils soient dirigeants de la société ou lui soient extérieurs, doivent avoir un large éventail de compétences (finance, droit, expertise industrielle, capacités d'analyse, aptitude à représenter la société, etc.). On notera cependant que le conseil d'administration peut faire appel ponctuellement à des consultants ou conseillers extérieurs. La présence d'un nombre suffisant d'administrateurs extérieurs indépendants est indispensable pour éviter les conflits d'intérêts et cette présence est de plus en plus exigée pour les comités spécialisés et pour l'approbation des opérations majeures. Quoi qu'il en soit, un conseil d'administration de plus d'une douzaine de membres peut devenir lourd. Certes, l'exemple d'un conseil d'administration de 160 membres au Bangladesh est extrême, mais lorsqu'il y a plus de 20 membres, comme dans certaines sociétés d'Asie, on ne peut guère s'attendre qu'à des fonctions cérémoniales.



## **Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements**

### ***Le rôle du conseil d'administration dans les opérations majeures et les opérations avec les parties liées***

219. Si une société a un actionnaire de contrôle et fait partie d'un groupe d'entreprises, et si le conseil d'administration se compose de dirigeants et de non-dirigeants liés à l'actionnaire de contrôle et à d'autres membres du groupe d'entreprises, des situations de conflit d'intérêts deviennent pratiquement inévitables, voire courantes. Ces circonstances entraînent également des conflits d'intérêts impliquant un très grand nombre d'administrateurs. Tous les pays ont adopté des procédures pour traiter les conflits d'intérêts au sein du conseil d'administration. Cependant, il est flagrant que ces procédures peuvent ne pas être adéquates pour empêcher les opérations qui favorisent l'actionnaire de contrôle ou d'autres initiés.

220. Les administrateurs sont tenus par la loi de déclarer tout conflit d'intérêts potentiel au conseil d'administration. La loi sur les sociétés exige fréquemment que l'administrateur ne vote pas en cas de conflit d'intérêts, s'il a un intérêt personnel dans la question soumise au vote. Ces dispositions sont appropriées dans la mesure où le conseil d'administration les applique, mais sont insuffisantes lorsqu'une forte proportion du conseil d'administration peut se trouver en situation de conflit d'intérêts et n'est donc pas en mesure de s'auto-discipliner. La réglementation des valeurs mobilières et les règles de cotation de certains pays exigent la divulgation de ces conflits dans le rapport annuel ou, immédiatement, à la bourse, à la commission des opérations de bourse ou au grand public. Les participants aux tables rondes ont rappelé que « la lumière du soleil est le meilleur désinfectant » et que ces exigences de déclaration périodique renforcent la responsabilité des administrateurs envers les actionnaires.

221. Outre cette obligation de divulgation, la loi peut exiger que certaines opérations soient approuvées par une majorité qualifiée du conseil d'administration. Elle peut également dessaisir le conseil de certaines questions. Aux Philippines, toutes les opérations avec des parties liées nécessitent l'approbation des actionnaires ; à l'exception (considérable) des sociétés appartenant au même groupe d'entreprises, les opérations avec des parties liées doivent être « raisonnables et équitables ». D'autres pays exigent également que certaines opérations majeures ou entre parties liées soient approuvées par les actionnaires ; en Russie, les opérations les plus importantes doivent être approuvées à la majorité qualifiée.

222. Les conditions de l'opération sont l'élément critique pour le conseil d'administration et les actionnaires : sont-elles équitables pour la société, ou sont-elles biaisées en faveur de l'autre partie (liée) ? Dans certains cas, les actionnaires peuvent demander une expertise extérieure. Le conseil, et particulièrement les administrateurs indépendants, jouent également un rôle croissant à ce titre. Les comités d'audit – qui comportent normalement un nombre minimum de membres indépendants – sont fréquemment appelés à donner leur avis sur une opération et cet avis est soumis au conseil d'administration et/ou aux actionnaires. Ils ont également parfois le pouvoir de demander une expertise extérieure dans le cadre de ce processus. En Chine, les administrateurs indépendants peuvent également faire appel à un expert extérieur pour évaluer les opérations majeures et les opérations avec des parties liées, et ils ont le pouvoir de rejeter l'opération avant qu'elle ne soit examinée par le conseil plénier. Chacun des livres blancs formule des recommandations supplémentaires à propos des administrateurs et des opérations avec des parties liées.

### ***Structure du conseil d'administration et comités***

223. De nombreux pays pratiquent le conseil d'administration de type unitaire. D'autres connaissent le système du conseil de surveillance et du directoire (ou comité exécutif). La structure des organes de la société résulte généralement de la loi sur les sociétés. Mais, dans certains pays, c'est pour d'autres raisons que les sociétés ont le choix entre plusieurs structures ou ont des structures différentes : en Roumanie, par exemple, la plupart des sociétés ont un conseil d'audit (censeurs), mais pas les grandes sociétés appliquant les normes IAS (tableau 9).

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

224. Le directoire, composé de dirigeants, est supervisé par le conseil de surveillance. S'inspirant respectivement du droit néerlandais et du droit allemand, toutes les sociétés indonésiennes et croates ont un directoire. En Russie, le droit des sociétés impose aux sociétés la désignation d'un dirigeant en chef ou d'un collège exécutif (dans ce dernier cas, on considère qu'il s'agit d'un directoire). Généralement, il existe certaines restrictions concernant le cumul de fonctions au directoire et au conseil de surveillance.

225. Les sociétés qui n'ont pas de directoire ont souvent un comité exécutif, de sorte que la différence entre les deux formules peut être ténue. Le comité exécutif peut également être imposé par la loi, ce qui est le cas aux Philippines et en Roumanie. Au Taipei chinois, le conseil d'administration peut désigner en son sein un « comité d'administrateurs gérants » qui dispose de certains pouvoirs, mais que les spécialistes du droit commercial n'assimilent pas à un organe distinct. Il existe une différence importante entre les deux types d'organe : tous les membres du comité exécutif siègent au conseil d'administration, ce qui n'est pas normalement le cas lorsqu'il existe un directoire.

**Tableau 9 – Structure des organes d'administration dans un certain nombre de pays de l'OCDE et de pays non membres**

Structure unitaire	Directoire distinct
Hong Kong Chine Inde Corée Malaisie Philippines Singapour Thaïlande  <i>Bulgarie</i> <i>Ex République yougoslave de Macédoine</i> <i>Roumanie</i> Serbie-Monténégro  Royaume-Uni Etats-Unis	Indonésie  Bulgarie Croatie <i>Ex République yougoslave de Macédoine</i>  Géorgie  Allemagne Pays-Bas
Conseil d'audit distinct	Conseil d'audit et directoire distincts
Chine Taipei chinois  Arménie <i>Kazakhstan</i>  Argentine Brésil Mexique  <i>Roumanie</i>  <i>Russie</i>  Italie Japon	Azerbaïdjan <i>Kazakhstan</i> Moldova Ukraine  Bosnie-Herzégovine  <i>Russie</i>

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

Italiques : plusieurs types de structure sont autorisés.

226. Beaucoup de sociétés ont un comité exécutif, mais les autres types de comité sont bien moins courants. En Corée, les grandes sociétés doivent avoir un comité de nomination et en Inde les sociétés cotées doivent avoir un comité de rémunération. Dans les autres pays, les codes volontaires de gouvernement d'entreprise recommandent la mise en place de ces comités. Dans chaque cas et en conformité avec les *Principes*, ce sont normalement les administrateurs extérieurs qui jouent le rôle principal pour déterminer la politique de la société dans un domaine où des conflits d'intérêts sont probables : la désignation des administrateurs et la rémunération des dirigeants. Toutefois, les comités de nomination et de rémunération sont relativement peu fréquents lorsque la loi ne les rend pas obligatoires.

### *Conseil et comité d'audit*

227. Dénommés différemment, notamment censeurs, superviseurs, commission d'audit, Consejos Fiscales et Comisarios, les conseils d'audit sont prescrits par la loi sur les sociétés dans de nombreux pays. Élus par les actionnaires et soumis fréquemment à des obligations légales similaires à celles des administrateurs, les auditeurs légaux surveillent la fonction d'audit interne de l'entreprise et l'établissement des états financiers et des autres informations à l'intention des autorités réglementaires et des actionnaires. Ils contrôlent fréquemment le respect de la loi et des résolutions des actionnaires. Bien qu'ils puissent assister aux séances du conseil principal, ils ne prennent pas part au vote sur les résolutions de ce conseil. Ils peuvent également détenir d'autres pouvoirs. A en juger par la définition de leurs compétences en droit des sociétés, ils sembleraient avoir un grand rôle à jouer dans le gouvernement d'entreprise.

228. Au lieu d'un conseil d'audit obligatoire en vertu de la loi sur les sociétés, une autre solution consiste à imposer la création d'un comité d'audit au sein du conseil d'administration. D'une manière générale, les comités d'audit exercent une surveillance de la fonction d'audit interne et d'information financière. Dans de nombreux cas, ils peuvent également avoir un rôle dans le contrôle du respect des réglementations. En outre, ils exercent normalement une influence substantielle sur le choix du commissaire aux comptes ; ils peuvent surveiller les systèmes de contrôle et de gestion du risque de la société et rendent normalement des avis sur les opérations avec des parties liées à l'intention du reste du conseil d'administration ou des actionnaires. Outre des pouvoirs légèrement dissemblables, la différence essentielle entre les conseils d'audit et les comités d'audit tient en ce que les membres du comité d'audit peuvent siéger également au conseil d'administration.

229. Les comités d'audit sont obligatoires de par la loi à Singapour et en vertu des règles de cotation en Thaïlande, en Malaisie et en Inde. A Hong Kong Chine, le comité d'audit est obligatoire pour les sociétés cotées au Growth Enterprise Market (GEM). Les sociétés chiliennes doivent avoir un comité d'administrateurs qui a les mêmes fonctions qu'un comité d'audit. Les sociétés cotées au New York Stock Exchange (dont de grandes sociétés d'Amérique latine et d'Asie) doivent avoir un comité d'audit si elles n'ont pas de conseil d'audit.

230. Les participants aux tables rondes ont vivement préconisé la création de comités d'audit composés d'administrateurs non dirigeants et de préférence indépendants, et les livres blancs recommandent cette création. Ces comités sont un moyen pour le conseil d'administration de développer son expertise et de maintenir son indépendance dans certains de ses domaines de compétence les plus importants. En revanche, les avis concernant les conseils d'audit ont été mitigés. Dans de nombreux pays, les conseils d'audit ne se sont pas montrés performants et ils ont eu tendance, comme les autres niveaux du conseil d'administration, à tomber sous la coupe de l'actionnaire de contrôle et d'autres initiés. Ils manquent souvent de l'expertise technique qui est de plus en plus nécessaire face à la complexité croissante de la gestion financière et de l'exploitation industrielle et commerciale en général. Leurs

## **Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements**

relations avec les vérificateurs externes sont souvent obscures. Surtout, ils peuvent, en assumant certaines fonctions, encourager une attitude négligente de la part du conseil principal.

231. Plusieurs questions importantes subsistent quant à la manière de rendre les conseils d'audit plus efficaces. Les comités d'audit se multipliant dans les pays qui ont également des conseils d'audit, les relations entre les deux organes doivent être clarifiées. Certains participants aux tables rondes ont recommandé de remplacer purement et simplement les conseils d'audit. Cependant, les conseils d'audit subsisteront probablement dans la plupart des pays qui connaissent cette formule et on peut espérer qu'ils joueront un plus grand rôle dans le gouvernement d'entreprise.

## **V. LE RÔLE DES PARTIES PRENANTES**

232. Le succès à long terme d'une société dépend de sa capacité à gérer ses relations avec toutes sortes de parties prenantes et à les encourager à investir des ressources spécifiques dans l'entreprise société. Dans tous les pays qui ont participé aux tables rondes, les parties prenantes sont protégées à des degrés divers par des contrats, des lois et leur propre capacité à rompre leurs relations avec la société. Dans certains cas, l'existence de « normes sociales » puissantes et de contrats implicites assure une protection supplémentaire aux parties prenantes. Cependant, les tables rondes ont révélé des lacunes dans l'application et l'exécution des contrats et des autres mécanismes destinés à protéger les parties prenantes. Certains participants aux tables rondes ont également souligné que les sociétés peuvent avoir de plus en plus tendance à aller au-delà de l'application minimale des lois dans leurs rapports avec les parties prenantes en jugeant qu'elles y ont intérêt.

233. Les parties prenantes qu'une société peut avoir à prendre en compte sont nombreuses : salariés, clients, fournisseurs, pouvoirs publics et populations locales. Un participant aux tables rondes a même suggéré d'inclure dans cette liste les générations futures. Les participants aux tables rondes se sont surtout attachés au rôle des salariés et des créanciers ainsi qu'aux questions générales concernant les différents acteurs. Les salariés peuvent influencer sur le gouvernement d'entreprise par divers mécanismes, en particulier les droits à consultation – via le comité d'entreprise, par exemple – et, dans certains pays, la détention d'actions. De son côté, un gouvernement d'entreprise efficace suppose que les salariés puissent s'exprimer auprès de l'autorité appropriée sur le comportement de l'entreprise et qu'il existe certains dispositifs pour harmoniser les intérêts des salariés et ceux des actionnaires.

234. Dans certains pays, les créanciers ne jouent pratiquement aucun rôle du fait de la nature du financement des sociétés de type ouvert. Dans d'autres, leur rôle est plus limité que celui qu'on aurait pu attendre. Il y a deux raisons à cela : une médiocre protection des droits des créanciers, et en particulier la non-utilisation des procédures légales de réorganisation et de liquidation, d'une part, et d'autre part les crises financières qu'ont traversées un grand nombre de pays participant aux tables rondes. De plus, les banques ont été affaiblies par des conflits d'intérêts et par leurs propres problèmes de gouvernance.

### **Rôle des salariés**

235. De bonnes relations avec les salariés peuvent améliorer la motivation, réduire la rotation du personnel et encourager les travailleurs à acquérir des qualifications qui seront bénéfiques pour l'entreprise. Le mécanisme de gouvernement d'entreprise doit au minimum garantir que la société respectera ses contrats avec les salariés et la législation applicable dans ce domaine. En outre, les sociétés qui connaissent le succès sont celles qui sont à même d'impliquer de façon constructive les salariés dans le processus de création de richesse.

236. Malheureusement, certaines sociétés ne respectent pas même les exigences minimales et violent les contrats, lois et normes destinés à protéger les salariés. Bien que tous les participants aux tables rondes aient des lois pour protéger les travailleurs, et, dans certains cas, un très large système de protection sociale de jure, les salariés disposent souvent de recours limités pour protéger leurs droits en cas de violation de ces lois ou contrats. Il s'agit d'un aspect des problèmes plus généraux d'application des lois qui ont été largement évoqués lors des tables rondes et qui reflètent également l'attitude à courte vue que certaines sociétés semblent avoir à l'égard des apporteurs extérieurs de ressources. Les méthodes à mettre en oeuvre dans ce domaine sont similaires à celles qui sont à même d'améliorer la protection des investisseurs : il

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

faut en particulier accroître les moyens des autorités judiciaires et réglementaires et utiliser davantage les modes alternatifs de règlement des différends.

237. Le gouvernement d'entreprise des sociétés par actions ouvertes<sup>53</sup>, objet des tables rondes, n'est qu'une petite partie de la problématique concernant les salariés et l'emploi. Les questions comme le chômage ou les normes d'hygiène et de sécurité au travail relèvent directement des politiques qui s'y rapportent. En outre, il existe d'autres formes de propriété qui peuvent conférer certains droits de contrôle aux travailleurs. Traditionnellement, les entités fortement consommatrices de ressources humaines sont organisées sous la forme de sociétés de personnes, ou, dans le cas des universités et hôpitaux privés, sous la forme d'établissements à but non lucratif. Les coopératives ouvrières sont une autre forme d'organisation qui confère des droits de contrôle spéciaux aux salariés. Tout en présentant des avantages et des inconvénients, ces types d'organisation peuvent utilement remplacer, dans certains cas, la société de capitaux.

### *Participation des salariés à la gouvernance des sociétés par actions*

238. Il existe une large gamme de mécanismes à la fois formels et informels qui permettent aux salariés, autres que les dirigeants, de communiquer avec les sociétés pour lesquels ils travaillent et de les influencer. Par exemple, tous les pays qui ont participé aux tables rondes ont formellement reconnu le droit fondamental d'association des salariés et les droits connexes. On note également d'autres mécanismes grâce auxquels les salariés peuvent participer plus directement au gouvernement des sociétés qui les emploient.

239. Dans 19 des 32 pays participant aux tables rondes pour lesquels des données sont disponibles, les salariés ont le droit de choisir certains membres du conseil d'administration et de constituer un comité d'entreprise, et/ou détiennent un certain droit constitutionnel de participer au processus de prise de décision de la société<sup>54</sup> (voir le tableau 10). Le droit de représentation des salariés au conseil d'administration est le moins fréquent des trois droits précités : les représentants des salariés, issus souvent des syndicats, détiennent alors une certaine proportion des sièges au conseil d'administration. Les comités d'entreprise sont plus répandus et en vertu des directives actuelles de l'Union européenne, ils s'étendront aux participants aux tables rondes d'Europe orientale qui souhaitent adhérer à l'Union européenne ces prochaines années. Les salariés élisent des représentants au comité, qui doit être consulté par le conseil d'administration de la société sur les questions qui concernent les salariés. Bien que le comité puisse négocier avec la société, celle-ci conserve le pouvoir ultime de décision.

240. Le comité d'entreprise est l'un des moyens permettant aux salariés d'être *consultés* au sein de la société. Toutefois, ce n'est pas le seul moyen. En Roumanie par exemple, les comités d'entreprise n'existent pas encore<sup>55</sup>, mais le conseil d'administration a l'obligation de consulter les représentants syndicaux sur les questions concernant les salariés. La consultation peut non seulement être l'occasion pour les salariés d'exprimer leurs préoccupations, mais également constituer une source importante d'information pour le conseil d'administration (en particulier les administrateurs indépendants) et pour les actionnaires. Les représentants des salariés peuvent faire connaître le point de vue de la base, qui peut être très différent de celui des autres acteurs de l'entreprise.

---

53. Les *Principes* sont axés sur les sociétés cotées, mais indiquent aussi qu'ils peuvent être utiles pour les autres sociétés. Comme le précise le chapitre I « Propriété et contrôle », les tables rondes ont aussi pris en compte les sociétés par actions ouvertes qui ne sont pas cotées, notamment celles à actionnariat dispersé résultant d'une privatisation.

54. Botero et autres (2003).

55. La Roumanie pourrait introduire le comité d'entreprise dans le cadre du processus d'adhésion à l'Union européenne.

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

### *Les salariés en tant qu'actionnaires*

241. La privatisation en Russie, en Europe du sud-est et en Eurasie a transformé des millions de salariés en actionnaires des sociétés pour lesquelles ils travaillent. Dans certaines sociétés des autres régions, les salariés sont également des actionnaires importants. Comme on l'a souligné lors des tables rondes, les salariés actionnaires sont en position de force pour améliorer le gouvernement de leur entreprise. Ils ont une connaissance de la société que les autres actionnaires peuvent ne pas avoir. Étant donné que la société leur fournit leurs moyens d'existence, ils sont fortement incités à oeuvrer à son succès. Par ailleurs, le fait d'être actionnaire peut également inciter les salariés à plaider efficacement la cause de la réforme du gouvernement d'entreprise.

**Tableau 10 – Participation des salariés au gouvernement d'entreprise**

<i>Pays</i>	<i>Les salariés désignent plusieurs administrateurs</i>	<i>Comité d'entreprise obligatoire</i>	<i>Référence constitutionnelle à la participation des salariés à la gestion de la société</i>
Chine	Oui <sup>1</sup>	Oui	Droit constitutionnel
Taipei chinois	Oui <sup>2</sup>	Oui	Droit constitutionnel
Hong Kong	Non	Non	Non
Inde	Non	Oui	Politique de l'État
Indonésie	Non	Non	Non
Corée	Non	Oui	Non
Malaisie	Non	Non	Non
Pakistan	Non	Oui	Non
Philippines	Non	Non	Droit constitutionnel
Singapour	Non	Non	Non
Sri Lanka	Non	Oui	Non
Thaïlande	Non	Non	Non
Vietnam	Non	Oui	Droit constitutionnel
Argentine	Non	Non	Politique de l'État
Bolivie	Non	Non	Non
Brésil	Non	Oui	Droit constitutionnel
Chili	Non	Non	Non
Colombie	Non	Non	Politique de l'État
Équateur	Non	Non	Non
Mexique	Non	Non	Non
Pérou	Non	Oui	Politique de l'État
Uruguay	Non	Non	Non
Venezuela	Non	Non	Non
Bulgarie	Non	Oui	Non
Croatie	Oui <sup>3</sup>	Oui	Non
Roumanie	Non	Non	Non
Arménie	Non	Non	Non
Géorgie	Non	Oui	Non
Kazakhstan	Non	Oui	Non
République kirghize	Non	Oui	Non
Mongolie	Non	Non	Non
Ukraine	Non	Oui	Non
Russie	Non	Oui	Non

Source : International Institute for Corporate Governance/Lopez-de-Silanes 2003.

1. Représentants des salariés au conseil de surveillance des sociétés anonymes.

2. Représentants des salariés au conseil d'administration des sociétés à capitaux publics.

3. Représentants des salariés au conseil d'administration des sociétés à capitaux publics et de certaines sociétés privatisées.

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

242. Les avantages potentiels de l'actionnariat salarié sont rognés lorsque l'actionnaire de contrôle exerce une position dominante et le conseil d'administration se montre faible. Dans de nombreux cas, les salariés vendent leurs actions dès que possible. Dans d'autres cas, les actionnaires salariés rencontrent des obstacles qui les empêchent de participer pleinement au gouvernement d'entreprise. Les salariés peuvent être empêchés d'exercer le droit de vote s'attachant à leurs actions, et peuvent même voir ce droit de vote exercé par la direction. En Macédoine, on a fait pression sur les salariés pour qu'ils cèdent en bonne et due forme leur droit de vote à la direction, pratique licite à l'époque. Les salariés, comme les autres actionnaires, peuvent ne pas disposer des informations nécessaires pour exercer efficacement leur droit de vote. Ils peuvent également ne pas avoir accès à une expertise indépendante, mais être fortement influencés par la direction ou d'autres initiés<sup>56</sup>.

243. Ces problèmes sont similaires à ceux que rencontrent les autres actionnaires. En outre, les salariés s'exposent à la menace de représailles de la part de la direction s'ils choisissent de voter d'une manière indépendante (rétrogradation, licenciement, etc.). Les participants aux tables rondes ont noté que ces problèmes peuvent être réglés en faisant des salariés des participants normaux aux assemblées générales d'actionnaires et en veillant à ce que l'assemblée elle-même réponde à des normes adéquates : le vote doit être fiable et les résultats doivent être confirmés par une partie indépendante ; la direction ne doit pas pouvoir exercer le droit de vote s'attachant aux actions des salariés, ni à toute action dont elle n'est pas titulaire ; le vote à bulletins secrets doit être encouragé, en particulier pour les mandataires agissant pour le compte des salariés ; et des informations pertinentes doivent être diffusées à tous les actionnaires en temps voulu avant l'assemblée. Le Kazakhstan interdit maintenant les procurations des salariés au profit de l'employeur. Certains pays ont également introduit des systèmes de vote cumulatif, qui permettent aux salariés et aux actionnaires minoritaires de choisir certains administrateurs, y compris lorsque l'actionnaire de contrôle et ses alliés détiennent la majorité des voix à l'assemblée générale des actionnaires.

244. Les participants aux tables rondes ont exprimé un autre type de préoccupation : lorsque les salariés exercent leur droit de vote, ils tendent à s'attacher seulement aux « problèmes des salariés » et ne prennent pas en compte les intérêts plus larges de la société. Différents exemples ont été cités, dans lesquels des salariés se sont focalisés sur la hausse des salaires et ont bloqué la restructuration nécessaire de l'entreprise, question extrêmement importante dans les économies en transition ; on se rappellera à cet égard la situation de certaines sociétés autogérées en Yougoslavie. D'aucuns ont exprimé le sentiment que, dans certains cas, les salariés ne se sentent pas propriétaires et n'agissent pas comme tels. Le fait d'introduire les salariés actionnaires dans l'assemblée générale et de leur accorder le même traitement que les autres actionnaires pourrait contribuer à modifier cet état d'esprit. Toutefois, le meilleur moyen de faire en sorte que les salariés actionnaires aient conscience d'être propriétaires serait d'instaurer une réforme plus vaste du gouvernement d'entreprise qui valorise le statut d'actionnaire.

### *Actionnariat salarié via les fonds de pension*

245. Dans certains pays de l'OCDE, les salariés détiennent des portefeuilles d'actions importants via leurs fonds de pension. Suivant le "modèle chilien", les fonds de pension gérés par des sociétés privées se multiplient rapidement dans nombre de pays, bien que ce soit à partir d'une base très réduite. Cela est de nature à faire évoluer les marchés des capitaux et à améliorer les revenus de retraite de plusieurs millions d'individus. Comme on l'a noté lors des tables rondes, ces fonds peuvent être un puissant moteur de la réforme du gouvernement d'entreprise. Toutefois, d'importantes réserves ont également été formulées, à la lumière de l'expérience des pays de l'OCDE et des systèmes qui ont été mis en place dans ces pays à ce jour. L'un des problèmes a trait à la gestion du fonds lui-même et à la nécessité de veiller à ce qu'il respecte son obligation fiduciaire envers ses clients, c'est-à-dire les salariés. Un autre problème concerne les restrictions aux placements des fonds, qui limitent leur capacité à se diversifier sur le plan international.

---

56. Frémond (2000).



## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

Les marchés des capitaux de la plupart des pays participant aux tables rondes peuvent être instables et la diversification internationale sera alors un important outil de gestion du risque. Plus généralement, bien que ces fonds puissent être des moteurs du développement des marchés des capitaux, leur objectif principal doit toujours être de garantir des revenus sûrs aux futurs retraités.

### *Droit d'alerte pour les salariés*

246. Les salariés sont presque toujours les premiers à avoir connaissance des opérations et pratiques qui violent les droits des actionnaires et autres parties prenantes. Les « donneurs d'alerte » qui révèlent ces activités abusives peuvent être une source cruciale d'information et jouent, dans de nombreux cas, un rôle essentiel lorsqu'il s'agit d'intenter une action civile ou pénale. Ce droit d'alerte peut avoir un effet puissant de dissuasion sur d'éventuels abus. Malheureusement, beaucoup de pays ayant participé aux tables rondes offrent peu de protection formelle à ces informateurs, qui risquent le chômage, le boycott par d'autres employeurs potentiels et même des menaces personnelles pour avoir révélé des informations sensibles. Dans certains cas, la divulgation de ces informations par des salariés peut même être considérée comme une violation de leur contrat de travail.

247. Les tables rondes ont souligné la nécessité pour les pays de protéger les donneurs d'alerte, en les exonérant dans ce contexte de toute responsabilité et en sanctionnant les employeurs qui exerceraient des représailles. Dans certains pays, les autorités compétentes devraient également envisager des mesures pour protéger la sécurité personnelle des donneurs d'alerte. Dans le cadre de l'effort plus large d'amélioration des relations avec les salariés, de la transparence et de l'information, les sociétés devraient faciliter la circulation interne de l'information en assurant l'anonymat des donneurs d'alerte et en mettant en place un médiateur interne afin d'assurer le suivi des signalements de comportements contraires à l'éthique.

### **Encadré 9. Gouvernement d'entreprise : le contexte général**

Plusieurs participants aux tables rondes ont souligné que les sociétés et le gouvernement d'entreprise s'inscrivent dans un contexte bien précis. Un bon gouvernement d'entreprise peut être favorisé, ou entravé, par la société civile au sens large, particulièrement les médias, la gouvernance publique et l'attitude générale de la collectivité à l'égard de la transparence et de la responsabilité, c'est-à-dire les normes sociales. Cela ne signifie pas que le gouvernement d'entreprise soit une donnée immuable de la culture d'un pays. Les pays peuvent améliorer leur gouvernement d'entreprise et l'ont amélioré. Toutefois, le gouvernement d'entreprise dépend du contexte social général.

Les associations d'actionnaires ont été parmi les intervenants les plus actifs lors des tables rondes, et leur présence a confirmé l'importance d'une société civile dynamique. Les groupements constitués au sein de la société civile, c'est-à-dire les organisations non gouvernementales (ONG), ont pris la tête du mouvement visant à une plus grande transparence et à une meilleure protection des actionnaires et des parties prenantes dans beaucoup de pays. En Serbie et Monténégro, par exemple, le G-17, groupe fondé en opposition au régime de Milosevic, fait maintenant campagne pour l'amélioration du gouvernement d'entreprise.

Les médias sont un élément essentiel de la société civile. La presse peut être l'un des « gendarmes » les plus efficaces, en divulguant les abus commis au préjudice d'actionnaires et d'autres parties prenantes, et en éduquant le public sur les questions liées au gouvernement d'entreprise. Cependant, les médias de certains pays sont relativement passifs, l'objet principal des articles ou reportages consacrés aux entreprises semblant être d'attirer et de conserver des annonceurs. Par ailleurs, la presse peut également être excessivement racleuse, répandant des rumeurs qui portent préjudice aux sociétés sérieuses. Néanmoins, la presse joue un rôle critique dans le gouvernement d'entreprise, d'autant plus fructueux lorsqu'elle publie des articles équilibrés.

Une société civile active, notamment lorsqu'elle déploie une action volontariste dans le domaine du gouvernement d'entreprise, peut tenter de combler le vide créé par une mauvaise gouvernance publique. Beaucoup de donateurs d'aide s'appuient de plus en plus sur les ONG précisément pour cette raison. Cependant, dans la mesure où une mauvaise gouvernance publique favorise la corruption et sape l'application des lois et règlements, elle conduira à un mauvais gouvernement d'entreprise. C'est pourquoi toute amélioration de la gouvernance publique peut avoir un impact positif sur le gouvernement d'entreprise, à la fois directement et, indirectement, grâce au renforcement de la société civile au sens large<sup>57</sup>.

57. Pour un examen des liens entre la gouvernance publique, le gouvernement d'entreprise et l'ensemble de la collectivité, voir Oman (2003), chapitre 1.

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

### *Rémunération fondée sur les performances*

248. Dans les pays qui ont participé aux tables rondes, la plupart des grandes sociétés ont un actionnaire de contrôle qui se montre généralement efficace pour motiver et discipliner les dirigeants. Cependant, certaines grandes sociétés, particulièrement en Asie et en Amérique latine, ont commencé à faire un plus grand usage des systèmes de rémunération fondée sur les performances, y compris via l'actionnariat salarié. Cette tendance s'accroîtra encore à mesure que les grandes sociétés de ces régions emploient de plus en plus des managers professionnels au plus haut niveau et s'efforcent d'améliorer le gouvernement d'entreprise, de manière que la société rende des comptes à tous ses actionnaires. Ces systèmes de rémunération pourront également s'étendre aux autres salariés, lorsque la tendance mondiale à accroître « l'intensité en capital humain » commencera également à toucher les sociétés leaders de ces pays, qui devront attirer et motiver des travailleurs très performants. Cependant, vu le bilan pas toujours convaincant des stock-options telles qu'elles sont utilisées aux États-Unis<sup>58</sup>, les participants aux tables rondes ont estimé que d'autres systèmes de rémunération devraient être utilisés, par exemple l'attribution d'actions (et non de stock-options) après un certain délai. Quoi qu'il en soit, ces mesures doivent prendre en compte les pratiques et réglementations régionales. Elles doivent également être transparentes à l'égard des actionnaires et leur coût doit être précisément déclaré dans les états financiers.

### **Rôle des créanciers**

249. Les prêts bancaires, les obligations et les autres types de crédit sont normalement la source principale de capitaux extérieurs pour les sociétés et représentent une source cruciale de financement pour l'investissement privé. Outre l'octroi de prêts, les créanciers peuvent également développer des relations à long terme avec les sociétés, en leur fournissant des capitaux à long terme et peut-être en agissant à cette occasion comme des vigiles efficaces du gouvernement d'entreprise. Au cours des tables rondes, de nombreux participants ont cependant noté que les banques et autres créanciers potentiels de leurs pays préfèrent souvent détenir des obligations d'État que prêter au secteur privé, et que les « relations » entre les créanciers et les sociétés, lorsqu'elles existent, n'ont pas toujours été sans heurts.

250. Comme les actionnaires, les créanciers de ces pays risquent un « siphonnage » de la part des sociétés auxquelles ils ont fourni des fonds, et ils ont souvent eux aussi des difficultés à obtenir réparation lorsque leurs droits sont violés. Les formes particulières d'opérations que les sociétés utilisent pour exproprier les créanciers sont très souvent les mêmes que celles dont elles se servent pour soustraire des fonds au détriment des actionnaires minoritaires : lorsque l'actif net d'une société endettée est réduit par ce siphonnage, le risque de défaillance s'accroît, et la valeur de la dette comme celle des capitaux propres se trouve réduite. En outre, les sociétés peuvent faire des investissements excessivement risqués lorsque l'actif net et les capitaux propres sont faibles : les (gros) actionnaires en tireront un rendement élevé, mais les créanciers absorberont les pertes éventuelles.

251. Ces abus sont très coûteux pour les entreprises : les créanciers sont moins enclins à prêter aux sociétés et il en découle une série de conséquences en cascade : limitation du développement financier, dépendance croissante à l'égard des liquidités internes et réduction corrélative des investissements et de la croissance<sup>59</sup>. Le tableau 11 illustre le degré auquel les entreprises ont accès au crédit de source privée dans un échantillon de pays participants aux tables rondes et de pays de l'OCDE. À l'exception de quelques pays d'Asie, le crédit au secteur privé et aux entreprises commerciales contrôlées par l'État est nettement plus élevé dans les pays développés énumérés dans ce tableau que dans les économies en développement et les économies de marché émergentes. Globalement, le crédit aux entreprises privées et publiques est égal à

---

58. Bebchuk et autres (2002).

59. Pour un aperçu des liens entre le développement du marché du crédit et les performances économiques, voir Levine (1997).

## **Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements**

135 % du PIB total pour les cinq pays développés, mais plafonne à 36 % du PIB dans les 20 pays à économie en développement ou à économie de marché émergente et à 18 % si l'on exclut les pays de la table ronde pour l'Asie.

### ***Protection des droits des créanciers***

252. Les droits des créanciers dépendent des contrats qu'ils concluent avec les entreprises (contrats de prêt et contrats d'émission d'obligations), des restrictions spécifiques limitant certains actes de la société et du régime de la faillite des entreprises et de la protection des créanciers. Les créanciers doivent pouvoir conclure un large éventail de contrats avec les sociétés et les faire exécuter. En pratique, les créanciers risquent de devoir subir les mêmes retards et autres difficultés que les actionnaires, salariés et autres parties prenantes rencontrent devant les tribunaux. Dans de nombreux pays, il peut même s'avérer difficile de faire jouer des sûretés et certains contrats plus sophistiqués sont dans certains cas totalement inexécutoires. Dans une affaire célèbre, bien qu'extrême, la Cour Suprême d'arbitrage russe a jugé que les contrats sur produits dérivés étaient analogues à des jeux de hasard et qu'ils ne pouvaient donc pas faire l'objet de mesures d'exécution. Ces faibles possibilités d'exécution forcée limitent sévèrement les mécanismes de partage des risques auxquels la société peut recourir.

253. Sur le plan juridique, les créanciers ont fréquemment des droits autres que l'exécution forcée de contrats. Dans de nombreux pays, par exemple, une société ne peut pas céder une créance sans le consentement exprès du créancier concerné. Les sociétés ont parfois les moyens de contourner ces restrictions. Au lieu de céder des créances, elles délocalisent des actifs, « vidant » la société et laissant une coquille vide aux créanciers. Dans certains pays d'Asie, les groupes d'entreprises font largement usage des cautions garantissant des prêts, transférant ainsi les dettes effectives de manière non transparente, au détriment à la fois des créanciers et des actionnaires minoritaires qui acquièrent, à leur insu, les dettes effectives.

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

**Tableau 11. Volume total de crédit au secteur privé dans un certain nombre de pays**

Pays	Crédit au secteur privé et aux entreprises commerciales à capitaux publics (% du PIB) en 2001
Bangladesh	24
Chine	124
Hong Kong Chine	158
Inde	29
Indonésie	21
Malaisie	140
Pakistan	29
Philippines	44
Singapour	109
Sri Lanka	28
Thaïlande	108
Vietnam	35
Arménie	10
Azerbaïdjan	5
Géorgie	8
Kazakhstan	11
République kirghize	4
Moldova	12
Mongolie	8
Ukraine	11
Argentine	23
Brésil	35
Chili	63
Colombie	26
El Salvador	41
Pérou	20
Uruguay	51
Venezuela	12
Russie	12
Albanie	4
Bulgarie	11
Croatie	36
Ex-République yougoslave de Macédoine	17
Roumanie	7
Serbie et Monténégro	0.1
France	87
Allemagne	120
Japon	188
Royaume-Uni	135
Etats-Unis	144
<b>Moyenne pour les tables rondes</b>	<b>36</b>
<b>Moyenne pour les tables rondes hors Asie</b>	<b>18</b>
<b>Moyenne OCDE</b>	<b>135</b>

Source: Banque mondiale

254. Dans plusieurs pays, les tribunaux peuvent bloquer certaines opérations s'il est clair qu'elles visent à léser des créanciers. Parfois, ils peuvent aussi "lever le voile social" et tenir les actionnaires de contrôle et autres dirigeants de la société pour responsables des opérations abusives dont ont été victimes les créanciers. Les tribunaux peuvent aussi prononcer des réparations connexes dans le cadre d'actions en

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

nullité d'actes conclus durant la période suspecte dans l'hypothèse d'une faillite. Dans l'ensemble cependant, les recours dont disposent les créanciers en cas d'opérations abusives sont limités.

255. Il existe une différence importante entre les créanciers et les actionnaires, dans la mesure où les sociétés ne sont pas tenues de verser des dividendes, mais doivent acquitter les intérêts, si elles sont solvables. C'est pourquoi il est normal que les créanciers aient un rôle limité dans le gouvernement de la société. La situation change si la société approche de la faillite. Dans pratiquement tous les pays, bien qu'à des degrés divers, les créanciers prennent part alors au gouvernement de l'entreprise, et ils deviendront fréquemment les nouveaux propriétaires de la société si cette dernière se trouve insolvable et qu'une procédure officielle de redressement ou de liquidation judiciaire est déclenchée.

256. En revanche, dans les pays qui ont participé aux tables rondes, ces procédures ne sont pas utilisées très souvent. Le tableau 12 présente la moyenne des taux de faillite pour un échantillon de pays ayant participé aux tables rondes et de pays de l'OCDE – les chiffres incluant à la fois les liquidations et les redressements d'entreprises. A l'exception de Singapour, les taux de faillite dans les économies de marché émergentes prises en compte dans le tableau ne représentent qu'une fraction, dans certains cas très faible, des taux observés dans les quatre pays développés considérés, et ce n'est pas parce que ces économies sont relativement plus stables ou leurs sociétés moins prédisposées à la faillite que celles de l'échantillon de pays développés.

**Tableau 12. L'utilisation du droit de la faillite dans un certain nombre de pays**

Pays	Taux de faillite d'entreprises – années 1990
Argentine	0.12
Chili	0.28
Colombie	0.16
Pérou	0.05
Hong Kong Chine	0.55
Corée	0.17
Singapour	3.06
Thaïlande	0.13
Russie	0.31
France	2.62
Suède	7.61
Royaume-Uni	1.85
Etats-Unis	3.65
<b>Moyenne de l'échantillon des tables rondes</b>	<b>0.54</b>
<b>Moyenne de l'échantillon OCDE</b>	<b>3.93</b>

Source: Claessens & Klapper (2003)

257. Le recours limité aux procédures de redressement et de liquidation judiciaire est un phénomène largement répandu qui s'étend largement au-delà des pays considérés. Certaines économies en transition qui participent aux tables rondes n'ont jamais connu un seul cas dans lequel une grande société non financière soit effectivement allée au terme d'une telle procédure. En raison de leurs capacités institutionnelles limitées, par exemple leurs systèmes de protection sociale réduits au minimum, ces pays peuvent avoir de bonnes raisons de ne pas appliquer la législation sur la faillite aussi énergiquement que les pays plus avancés. Néanmoins, les tables rondes ont constaté que la rareté des cas d'utilisation de cette législation est la principale faiblesse dans la protection des droits des créanciers.

258. Les discussions qui ont eu lieu lors des tables rondes ont fait clairement apparaître les stigmates qui s'attachent à la faillite dans de nombreux pays. Ces stigmates sont tels qu'un petit nombre de pays ont

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

tenté d'inventer d'autres termes afin de rendre la faillite plus acceptable. Le côté "maladie incurable" de la procédure de faillite dans de nombreux pays peut susciter ces stigmates. Comme l'a fait remarquer un participant aux tables rondes : "Historiquement, le régime de la faillite n'a pas été conçu pour servir de cadre au règlement de difficultés financières, mais plutôt comme un service funéraire pour les sociétés défuntes<sup>60</sup>". Le potentiel de spoliation ou de fraude peut également avoir contribué à aggraver encore la réputation négative de la faillite, et expliquer le désir quelque peu paradoxal de la plupart des parties de l'éviter à tout prix.

259. Les tables rondes ont souligné que le motif essentiel pour lequel les procédures officielles de faillite sont rarement utilisées tient aux frais judiciaires qui s'y rapportent. Comparées à d'autres litiges commerciaux, les affaires de faillite semblent particulièrement exposées aux retards et attermolements judiciaires dont les créanciers sont presque toujours les victimes. C'est peut être un autre aspect des stigmates liés à la mise en faillite effective d'une société, mais aussi le reflet du degré auquel le système judiciaire est à même d'appliquer la législation sur la faillite. Une étude établit également un lien entre l'efficacité du système judiciaire et l'utilisation du droit de la faillite<sup>61</sup>.

260. Des prêts sont effectivement accordés aux sociétés dans les économies en développement et les économies de marché émergentes, mais à un moindre degré que dans les pays développés : dans ces conditions, comment les créanciers se protègent-ils ? Comme les tables rondes l'ont mis en lumière, les banques privées qui ne peuvent pas se fonder sur des garanties implicites des pouvoirs publics se montrent très prudentes dans leurs décisions de prêt. Les emprunteurs sont rigoureusement sélectionnés, les conditions du prêt minutieusement étudiées et le contrat de prêt lui-même soigneusement rédigé. Si un emprunteur fait défaut, la banque déploiera de grands efforts pour "restructurer" le prêt, par exemple en renégociant l'échéancier de paiement ou en échangeant ses créances contre des titres de capital, sans engager une procédure judiciaire de faillite. Pendant cette phase de restructuration du prêt, la banque pourra être étroitement impliquée dans le gouvernement de la société. La procédure judiciaire de faillite, y compris les solutions limitées de redressement judiciaire, est généralement considérée comme un dernier recours inefficace.

261. Bien que le crédit puisse jouer un rôle variable d'un marché à l'autre, on constate dans les différents pays qu'une meilleure protection des créanciers augmente le volume des prêts au secteur privé et, plus particulièrement, accroît le recours à la législation sur la faillite<sup>62</sup>. On observe également qu'une réforme de la faillite peut éliminer ses stigmates. En Corée et en Russie, par exemple, les procédures de faillite sont bien plus utilisées depuis que des réformes majeures ont été introduites. La réforme peut aller trop loin : la mise en place d'un système rigide en Hongrie a conduit à une véritable ruée sur la procédure de faillite, et il a fallu définir la faillite dans une optique plus économique. Depuis que le régime a été modifié en Russie, il s'est produit plusieurs cas de saisie par des créanciers de sociétés qui étaient fondamentalement solvables.

262. Bien que la législation applicable ait de nouveau été réformée, l'exemple russe illustre également le rôle central que l'appareil judiciaire joue dans le régime de la faillite. En Corée, où la réforme a eu plus de succès, une chambre spécialisée a été créée au sein du tribunal de district de Séoul. D'autres pays ont également cherché à améliorer leur dispositif judiciaire dans ce domaine : en Thaïlande, des juridictions spécialisées dans la faillite ont été créées ; le Mexique et la Colombie ont également contourné le système judiciaire avec des « quasi-tribunaux » compétents en matière de faillite.

---

60. Nestor (2002).

61. Claessens et Klapper (2002).

62. La Porta et autres (1997) et Claessens et Klapper (2002).

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

263. Améliorer l'application du droit de la faillite est une priorité pour les participants aux tables rondes. La protection des créanciers serait également plus satisfaisante si les opérations abusives étaient plus efficacement sanctionnées et si l'exécution forcée des contrats de prêt ne laissait plus à désirer. L'objectif global de la réforme ne doit pas seulement être de protéger les droits des créanciers après la faillite, mais de faciliter la gestion du risque et de garantir un traitement équitable des créanciers avant la faillite. Les livres blancs pour chaque région donnent des orientations supplémentaires en vue d'une meilleure protection des créanciers. Afin de favoriser la réforme de la faillite en Asie, l'OCDE a contribué à créer et à organiser le Forum sur la réforme de la faillite en Asie (FAIR). La Banque mondiale a commencé à examiner la protection des droits des créanciers dans le cadre de ses rapports sur l'observation des normes et codes (ROSC) et elle a récemment créé le Forum mondial sur la gestion du risque d'insolvabilité pour améliorer la protection des créanciers en général.

### *Réforme bancaire et responsabilité*

264. Les ouvrages consacrés au gouvernement d'entreprise et au système financier en général font souvent référence aux "systèmes centrés (ou orientés) sur les banques"<sup>63</sup>. Dans un système centré sur les banques, ces dernières ne sont pas seulement la principale source de financement, mais sont aussi censées jouer un rôle spécial dans le contrôle du comportement des sociétés auxquelles elles prêtent. Bien que les banques de certains pays de l'OCDE, particulièrement l'Allemagne et le Japon, aient historiquement joué un grand rôle dans le gouvernement d'entreprise, les tables rondes sont parvenues à la conclusion générale qu'en dehors de la faillite, le rôle des banques dans le gouvernement d'entreprise était limité dans les économies en développement et les économies de marché émergentes.

265. Ce rôle limité des banques tient notamment à la piètre protection dont les créanciers bénéficient généralement dans ces pays. Confrontées à un risque élevé, les banques se cantonnent souvent dans les prêts aux autorités publiques et dans les prêts à la consommation. Lorsque les banques prêtent effectivement aux entreprises, les débats des tables rondes ont montré qu'elles ont peu d'intérêt à se mêler du gouvernement de la société et se bornent à gérer leur portefeuille de prêts. En dépit de quelques contre-exemples de banquiers siégeant au conseil d'administration des sociétés, ou de banques détenant des actions (hors faillite ou restructuration de dette), il est apparu que ces situations sont l'exception et non la règle. Comme l'indique le tableau 3, les établissements financiers – principalement les banques – sont également actionnaires de contrôle d'un faible pourcentage de sociétés (4 % en moyenne pour les pays énumérés dans le tableau), mais ce contrôle résulte, dans de nombreux cas, d'une faillite ou d'une restructuration de dette.

266. Les banques n'ont pas seulement été gênées par l'inefficacité des droits des créanciers ; dans beaucoup de pays, elles ont été touchées de plein fouet par la crise financière. Comme le montre le tableau 13, plusieurs pays ayant participé aux tables rondes ont été victimes d'une crise financière depuis 1994, y compris un grand nombre des économies les plus avancées. Ces crises ont endommagé, et, dans certains cas, pratiquement détruit, les systèmes bancaires. Une banque, même bien gérée, peut être victime d'une ruée des déposants et l'instabilité macroéconomique peut lui porter gravement préjudice. La réglementation bancaire et le contrôle exercé par la banque centrale sont la réponse à cette fragilité potentielle. Les crises n'ont pas seulement été des mouvements de panique bancaire ; elles tiennent aussi à d'autres facteurs<sup>64</sup>. Néanmoins, il est possible que les pratiques de prêt et la gouvernance des banques aient rendu certains pays plus vulnérables en cas de crise.

---

63. Voir par exemple Allan et Gale (2000).

64. En ce qui concerne les crises des années 1990 au Mexique, en Argentine et en Asie, voir Radelet et Sachs (1998) et Corsetti et autres (1999).

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

Tableau 13. Participants aux tables rondes ayant subi une crise financière

Pays	Début de la crise
Argentine	1995, 2001
Brésil	1998
Mexique	1994
Uruguay	2002
Corée	1997
Indonésie	1997
Malaisie	1997
Philippines	1997
Thaïlande	1997
Bulgarie	1996
Croatie	1998
Roumanie	1997
Russie	1998

267. En général, les banques des économies en développement et des économies de marché émergentes ont des structures d'actionnariat et d'autres caractéristiques qui peuvent créer des conflits d'intérêts et saper leur propre gouvernance<sup>65</sup>. Dans beaucoup d'économies en développement et d'économies de marché émergentes, les banques prêtent à des sociétés du même groupe d'entreprises toutes contrôlées par le même actionnaire. En outre, il peut y avoir des participations croisées entre la société emprunteuse et la banque, chacune détenant une participation dans l'autre, ce qui réduit, voire annihile, tout rôle de contrôle de la part de la banque. Ces relations conduisent à *des prêts à des parties liées* : la banque consent un prêt à des conditions favorables à une partie liée. Une récente étude réalisée au Mexique sur les prêts à des parties liées a révélé que 20 % des prêts bancaires octroyés pendant la période considérée l'ont été à des parties liées, et que ces prêts ont été consentis à des conditions plus favorables, étaient plus exposés à un risque de défaillance et étaient plus difficiles à recouvrer que des prêts consentis à des parties non liées<sup>66</sup>. Le volume des prêts à des parties liées est très certainement supérieur dans d'autres économies ayant participé aux tables rondes ; par exemple, un participant a souligné qu'en Indonésie certaines banques ont consenti jusqu'à 90 % de leurs prêts à des parties liées<sup>67</sup>. Les prêts à des parties liées peuvent être considérés comme une forme de siphonnage qui porte préjudice aux actionnaires minoritaires de la banque, dans de nombreux cas à ses déposants et, finalement, à l'État, qui assure presque toujours les dépôts, expressément ou tacitement.

268. Lorsque les banques ne sont pas détenues par les sociétés auxquelles elles prêtent, elles appartiennent fréquemment à l'État. Cette situation soulève ses propres problèmes, dont l'un est la tendance à consentir des prêts pour des motifs non commerciaux et à les reconduire quand l'emprunteur est proche de la faillite. Une forte « intervention de l'État » peut également induire ce type de comportement de la part des banques privées. Ce phénomène peut être le reflet de la politique industrielle, mais en cas de corruption, il peut également représenter une autre forme de siphonnage, cette fois-ci au préjudice des contribuables et au profit des sociétés emprunteuses.

269. En réaction aux crises profondes de cette dernière décennie, certains pays, souvent avec l'appui de la Banque mondiale, du FMI et de donateurs bilatéraux, ont déployé des efforts substantiels pour

---

65. A propos des problèmes de gouvernance des banques, voir Caprio et Levine (2002).

66. La Porta et al (2002b).

67. Kurniawan et Inrianto (2000).



## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

réformer leur secteur bancaire. La réglementation prudentielle a été renforcée et les autorités réglementaires se sont vu accorder plus de ressources et de pouvoirs, tout en étant soumises à des normes élevées de responsabilité. Les banques elles-mêmes ont été recapitalisées, parfois à grands frais pour la collectivité, et l'équipe de direction et les propriétaires ont parfois été changés. Les prises de participation étrangères et la concurrence ont également été encouragées et les banques à capitaux étrangers sont devenues des acteurs majeurs en Amérique latine et en Asie ou dominant le marché en Europe du sud-est.

270. La crise et le processus de réforme en résultant ont commencé à modifier le rôle que les banques jouent dans les économies en développement et les économies de marché émergentes. La combinaison d'une réglementation plus efficace et d'une plus grande discipline de marché encouragera les banques à consentir des prêts en se fondant sur un risque calculé et sur la rentabilité de l'opération, et non sur les liens avec les emprunteurs. La réforme peut également permettre aux banques d'exercer plus facilement les missions de contrôle que certains envisagent pour elles. Néanmoins, la gouvernance des banques, comme celle des autres sociétés dans les cinq régions des tables rondes, demeure un chantier en cours. La table ronde pour l'Asie a identifié l'amélioration de la gouvernance des banques comme l'une de ses plus hautes priorités de réforme, et le livre blanc fournira des conseils sur les mesures à prendre dans ce domaine. Dans les autres régions, l'amélioration de la gouvernance des banques sera également un volet essentiel de la réforme en cours du gouvernement d'entreprise. Les tables rondes suivront également les travaux de la Banque des règlements internationaux (BRI), qui élabore actuellement des principes de gouvernement d'entreprise à l'intention des banques.

### Comportement responsable de la société

271. Les débats des tables rondes ont révélé que les sociétés doivent faire des progrès pour garantir les droits de toutes leurs parties prenantes, et pas seulement ceux des créanciers et des salariés. L'amélioration du traitement des parties prenantes dépend partiellement de réformes au niveau national. Accroître les pouvoirs des tribunaux et des autorités réglementaires est un moyen d'améliorer l'application des lois et de favoriser un meilleur traitement des acteurs concernés. Garantir une plus grande clarté des droits des parties prenantes en est un autre : des lois potentiellement divergentes et parfois contradictoires régissent les relations avec les parties prenantes dans certains pays. Rendre les administrateurs, les dirigeants et les actionnaires de contrôle directement responsables des abus commis au préjudice des parties prenantes en est un troisième. Les activités frauduleuses ou trompeuses, ou la violation des lois spécifiquement destinées à protéger les parties prenantes peuvent constituer le fondement d'une action judiciaire contre des individus, et pas seulement contre la société.

272. Il ne s'agit pas uniquement d'une question réservée au législateur ou au juge. Le sentiment des participants aux tables rondes est que les sociétés doivent elles-mêmes prendre des mesures pour mieux se conformer à la législation et aux contrats en vigueur. Le conseil d'administration devrait être impliqué dans tous les grands dossiers concernant les parties prenantes et être bien conscient des obligations légales de la société ainsi que des importantes responsabilités et possibilités qui découlent des relations avec les acteurs concernés. Dans cet ordre d'idées, la société devrait également établir des *mécanismes de mise en conformité*, à savoir des systèmes internes d'information, de contrôle et de formation facilitant le respect de la loi et supervisés en dernier ressort par le conseil d'administration. Le consensus qui s'est dégagé lors des tables rondes est qu'il vaut mieux que les sociétés prennent l'initiative dans ces domaines plutôt que de les y contraindre par une réglementation plus stricte et de plus lourdes obligations.

273. Comme les participants aux tables rondes l'ont également souligné, certaines sociétés estiment de plus en plus qu'il est de leur propre intérêt d'aller au-delà du simple respect de la loi dans leurs rapports avec les parties prenantes et la collectivité dans son ensemble. Nombre de sociétés des pays de l'OCDE ont élaboré des stratégies de responsabilité destinées à créer la confiance et à améliorer leur réputation auprès des actionnaires et clients existants et potentiels. *L'information sociale* est un élément central de ces

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

stratégies, par lequel les sociétés rendent compte de leurs politiques à l'égard des parties prenantes et peuvent établir un rapport à « triple résultat », qui indique non seulement les résultats financiers, mais aussi l'impact environnemental et social de la société.

274. L'information sociale n'est pas un succès incontestable pour le moment. Elle est aujourd'hui le fait d'une profession dont l'objectif principal semble être de rehausser l'image de ses clients. Comme on l'a observé lors des tables rondes, pour que cette action soit constructive, il faut instaurer des normes plus rigoureuses, et, comme pour d'autres initiatives d'information volontaire, des méthodes crédibles de validation du contenu des rapports. Les Nations Unies ont contribué à créer l'Initiative mondiale sur les rapports de performance, qui vise à améliorer les normes dans ce domaine ; mais il s'agit d'une initiative volontaire. L'OCDE a également adopté ses Principes directeurs à l'intention des entreprises multinationales afin de favoriser un comportement responsable de la part des sociétés qui investissent dans les économies en développement et les économies de marché émergentes.

275. Ces questions concernent non seulement les multinationales occidentales, mais également les sociétés des économies en développement et des économies de marché émergentes. L'exemple de PetroChina<sup>68</sup> a été évoqué lors des tables rondes. En 2000, le gouvernement chinois a procédé à l'introduction en bourse de l'entreprise nationalisée PetroChina, espérant lever \$5-\$10 milliards auprès d'investisseurs occidentaux. L'introduction en bourse a été accueillie froidement par les investisseurs institutionnels, en raison des risques sur le plan de l'éthique, du respect de l'environnement et du gouvernement d'entreprise. On estime que des investisseurs détenant 1 000 milliards d'actifs ont ignoré l'émission, et le gouvernement chinois a baissé son objectif à \$3 milliards. Si les investisseurs ont dédaigné l'émission, ce n'est pas par altruisme, mais parce qu'ils savaient fort bien que les questions sociales et environnementales pourraient avoir un impact défavorable sur la performance à long terme de la société. Dans l'ensemble, de grands investisseurs institutionnels qui contrôlent des milliers de milliards d'actifs, tel CalPERS, le fonds de pension des agents de l'État de Californie qui donne le ton dans ce secteur, font des considérations sociales et éthiques un élément explicite de leur stratégie d'investissement.

276. Les investisseurs institutionnels ne sont pas les seuls à être de plus en plus sensibilisés à ces questions. Les sociétés des régions des tables rondes qui souhaitent obtenir des marchés avec des multinationales étrangères peuvent également devoir améliorer leurs propres relations avec les parties prenantes. C'est pourquoi elles devront tenir de plus en plus compte des risques et opportunités liés aux questions sociales et environnementales, et aux autres questions concernant les parties prenantes, si elles veulent attirer les investisseurs ou partenaires qui s'en préoccupent de plus en plus.

---

68. Simpson (2001).

## **VI. TRANSPARENCE ET DIVULGATION**

277. A quelques exceptions près, les sociétés et les marchés financiers des économies en développement et des économies de marché émergentes sont opaques. Cette opinion a été clairement exprimée au cours des tables rondes, dont l'un des principaux objectifs est de concevoir des stratégies régionales pour accroître la transparence. Le manque de transparence contribue directement au risque de spoliation des actionnaires en dissimulant les opérations avec des parties liées (absence de divulgation directe de l'existence de ces opérations et de leur nature, et recours à des dispositifs obscurcissant la propriété effective). Plus généralement, cette opacité brouille la performance de la société et crée un sérieux obstacle à une prise de décision éclairée de la part de l'investisseur.

278. La transparence et la divulgation ne concernent pas seulement les comptes et les commissaires aux comptes : l'opacité a un coût économique réel (voir l'encadré 10). En obscurcissant la performance relative, elle peut avoir un effet négatif sur l'allocation des capitaux, qui amputera à son tour la productivité et le revenu par habitant. Elle renchérit le capital, à la fois parce qu'elle facilite spécifiquement la spoliation et parce qu'elle a un impact plus général sur la confiance des investisseurs, ce renchérissement entraînant une baisse des investissements et, dès lors, de la production. La moindre confiance des investisseurs du fait de l'opacité conduit à une moindre activité sur les marchés financiers, en termes de volume et de liquidité des transactions. En dissimulant l'ampleur et la nature de l'endettement des sociétés du secteur privé, l'opacité peut également contribuer à une crise financière. Bien entendu, les économies en développement et les économies de marché émergentes n'ont pas l'exclusivité de ce problème. Plusieurs événements récents ont confirmé le type de coûts qu'une opacité générale peut provoquer, y compris dans les économies les plus avancées.

279. La dernière décennie témoigne de l'effort déployé à travers le monde pour réduire les coûts de l'opacité en améliorant les normes et leur application, à la fois pour l'information financière et non financière. Le volet le plus spectaculaire de cette action est le mouvement d'harmonisation des normes comptables locales avec les normes comptables internationales (IAS) de l'International Accounting Standards Board (IASB). Vivement soutenue par les participants aux tables rondes, l'adaptation des nouvelles normes est allée plus vite que l'application pratique dans de nombreux cas, creusant ainsi le fossé entre ce que doit être l'information financière et ce qu'elle est réellement.

### **Des normes strictes de divulgation**

280. Le droit des sociétés, la réglementation des valeurs mobilières et les règles de cotation en bourse peuvent tous imposer certaines exigences de divulgation aux sociétés, de même que d'autres réglementations comme celle de la concurrence. Historiquement, les obligations d'information financière dans certains pays ont découlé essentiellement de la législation fiscale, ou de l'ancien plan central dans les économies en transition. D'autres pays pouvaient avoir des régimes beaucoup plus sophistiqués, élaborés spécifiquement pour les investisseurs sur la base des pratiques internationales. Les normes comptables ont pour leur part été fréquemment mises au point par des organismes professionnels bénéficiant d'une autonomie et d'une autorité variables. Bien qu'il subsiste des différences substantielles dans les normes, celles-ci témoignent néanmoins d'une véritable volonté de convergence mondiale.

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

### Encadré 10. Les coûts de l'opacité

Plusieurs études récentes estiment les coûts financiers et économiques d'une mauvaise information de la part des sociétés. Bhattacharya et autres (2002), à partir d'une base de données couvrant plus de 50.000 sociétés de 34 pays, élaborent trois indicateurs d'opacité fondés sur les déclarations de bénéficiaires des sociétés, à savoir des indicateurs de dynamisme des bénéficiaires, de prévention des pertes et de lissage des bénéfices. À partir de ces mesures, ils estiment un indice d'opacité pour chaque pays. Après prise en compte de plusieurs autres facteurs, ils constatent que le passage du moins opaque (quartile supérieur de pays) au plus opaque (quartile inférieur) accroît la coût des capitaux propres d'un pourcentage statistiquement significatif de 2.8-3.2 points (en fonction de la manière dont le coût est calculé). Ils constatent également que le passage du quartile supérieur au quartile inférieur entraîne une réduction également significative de 8.8 pour cent du volume des transactions sur le marché d'actions.

Deux études estiment l'impact du régime d'information financière sur la croissance économique. L'opacité pourrait notamment freiner la croissance en retardant le développement des secteurs industriels les plus tributaires des financements externes. En utilisant l'indice de divulgation élaboré par le Center for International Financial Analysis and Research (CIFAR), Rajan et Zingales (1998) confirment que les industries les plus tributaires des financements externes croissent plus lentement dans les pays dont le système de divulgation est relativement médiocre. Ils constatent également que la création d'entreprises est limitée lorsque l'opacité est très prononcée, preuve que l'antisélection peut réduire la croissance et l'innovation dans les pays dont le système de divulgation n'est pas de bonne qualité. Levine, Loayza et Beck (2000), exploitant également les données du CIFAR, concluent que l'intermédiation financière, par exemple l'activité bancaire, est plus développée dans les pays ayant un meilleur système de divulgation, et que ce développement financier se traduit à son tour par une croissance plus rapide.

L'opacité, tant au niveau de l'entreprise qu'au niveau national, peut influencer le niveau et la nature des flux internationaux de capitaux, ce qui peut, là encore, coûter très cher. Une récente étude de PriceWaterhouseCoopers (Wei et autres 2001), estime qu'un grand nombre d'économies en développement et d'économies de marché émergentes ont perdu des milliards en investissements directs étrangers en raison de leurs niveaux globaux d'opacité, par exemple l'Argentine 18.7 milliards USD, le Brésil 40 milliards USD, Hong Kong Chine 10 milliards USD et la Russie 9.8 milliards USD. Dans un document présenté à la table ronde pour l'Asie, Rahman (1998) analyse comment un mauvais système de divulgation avant la crise de 1997 en Extrême-Orient a contribué à de hauts niveaux d'endettement, en particulier pour la dette à court terme libellée en monnaie étrangère, préparant ainsi partiellement la voie aux événements désastreux qui allaient suivre. Johnson et autres concluent eux aussi à un lien étroit entre divers indicateurs de gouvernance et l'apparition de crises financières.

### *Normes comptables internationales*

281. Dans le cadre de la transition, afin de raffermir la confiance des investisseurs après une crise, ou simplement pour tirer parti de l'expertise de l'IASB, certains pays ont de plus en plus utilisé les normes IAS (également dénommées IFRS) pour améliorer leurs propres normes comptables. Ce processus a été encouragé par la Banque mondiale, d'autres organisations multilatérales et des organismes nationaux d'aide. Par exemple, dans les années 1990, un programme visant à mettre en place des normes comptables et à former des comptables et commissaires aux comptes dans plusieurs pays d'Eurasie s'est appuyé en grande partie sur les normes IAS.

282. L'utilisation des normes IAS varie d'un pays à l'autre. Un groupe diversifié de pays, notamment le Bangladesh, la Croatie et le Pérou, utilisent les IAS comme normes comptables nationales. D'autres pays ont entamé le processus d'application de ces normes, les plus grandes sociétés étant les premières à les utiliser. Les organismes de normalisation de plusieurs autres pays prennent actuellement des mesures pour passer aux IAS. En fait, seul un faible pourcentage des pays considérés s'est doté de normes élaborées ne faisant pas référence aux IAS (tableau 14).

283. Certains participants aux tables rondes ont souligné l'intérêt de l'unicité des normes IAS. Les effets bénéfiques des normes IAS – qui facilitent en particulier la comparaison des résultats et de l'actif des sociétés – ne se concrétiseront sans doute pas si elles ne sont pas largement et rigoureusement appliquées. En pratique, le degré d'harmonisation varie d'un pays à l'autre, et même les pays qui utilisent exclusivement les IAS peuvent ne pas avoir mis toutes les normes en application (36 normes sont actuellement en vigueur) et peuvent interpréter certaines normes différemment. En Chine, en Roumanie et au Kazakhstan, et également (à compter de 2004) en Russie, les IAS ne s'appliquent actuellement qu'à certaines sociétés. Fondées sur des principes, les IAS sont assez flexibles pour s'appliquer dans un vaste éventail de pays, mais cette flexibilité conduit également à des divergences dans leur interprétation et leur

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

application. L'adoption des IAS est également totalement volontaire et demeurera sous le contrôle des organismes nationaux de normalisation. Tous ces facteurs font que des différences substantielles intra-IAS persistent entre les pays.

284. À mesure que les pays introduisent les normes IAS, ils doivent prendre en compte l'incidence de cette mesure sur le système fiscal, l'information financière de la part des petites et moyennes entreprises et le degré d'harmonisation souhaitable entre les différents types d'information financière<sup>69</sup>. Comme on le verra plus loin, il leur faut aussi élaborer un dispositif permettant d'assurer la conformité à ces normes. Les livres blancs formulent des orientations pour chaque région sur le processus d'harmonisation avec les normes IAS.

**Tableau 14. Utilisation des normes IAS**

Pays	Normes comptables nationales	IAS autorisées pour les entreprises étrangères
Bangladesh	IAS	Oui
Chine	IAS (actions B)	Oui
Taipei chinois	Harmonisées avec les IAS	Oui
Hong Kong Chine	Normes distinctes	Oui
Inde	Harmonisées avec les IAS	n.d.
Indonésie	Harmonisées avec les IAS	Non
Corée	Harmonisées avec les IAS	Non
Malaisie	Normes distinctes	Non
Pakistan	Harmonisées avec les IAS	Oui
Philippines	IAS	Oui
Singapour	Harmonisées avec les IAS	Non
Sri Lanka	Harmonisées avec les IAS	Oui
Thaïlande	Harmonisées avec les IAS	Non
Argentine	Harmonisées avec les IAS	Oui
Brésil	Harmonisées avec les IAS	Non
Bolivie	Normes distinctes	Non
Chili	Normes distinctes	Oui
Colombie	Harmonisées avec les IAS	Oui
Mexique	Harmonisées avec les IAS	Non
Pérou	IAS	Oui
Arménie	IAS	Oui
Azerbaïdjan	Normes distinctes	n.d.
Géorgie	IAS	Oui
Kazakhstan	IAS (sociétés cotées A)	Oui
Moldavie	Harmonisées avec les IAS	Non
Mongolie	IAS	n.d.
Ukraine	Harmonisées avec les IAS	Oui
Bosnie-Herzégovine	IAS	n.d.
Bulgarie	Harmonisées avec les IAS	Non
Croatie	IAS	Oui
Macédoine	IAS	Oui
Roumanie	Application en cours des IAS	n.d.
Russie	Application en cours des IAS	n.d.

Source : site Internet de l'International Accounting Standards Board, sources nationales.

69. La CNUCED a ouvert des discussions sur l'élaboration de normes compatibles avec les IAS à l'intention des petites et moyennes entreprises.

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

### *Thèmes spécifiques concernant l'information financière*

285. Les tables rondes ont identifié plusieurs points faibles en matière d'information financière, notamment pour la consolidation, les comptes fournisseurs et comptes clients ainsi que les autres dettes, en particulier les garanties, cautions et avals. Une consolidation correcte est manifestement essentielle vu la prédominance des groupes d'entreprises. Actuellement, un grand nombre de pays n'ont pas encore mis en place des règles de consolidation, ou n'ont adopté que des exigences très minimales. Dans certains pays, les sociétés ont adopté des règles très optimistes pour les comptes fournisseurs et pour les comptes clients, et ont brouillé les cartes en ce qui concerne les dettes en utilisant d'autres méthodes. Ici encore, cette situation peut refléter certaines lacunes des normes en vigueur. Les IAS traitent toutes ces questions et les participants aux tables rondes ont souligné que la solution à ce problème consiste à appliquer les normes pertinentes.

286. La zone d'ombre la plus importante identifiée lors des tables rondes concerne la propriété et le contrôle. Si la propriété effective n'est pas divulguée, les opérations avec des parties liées seront dissimulées et le siphonnage des actifs de la société se trouvera facilité. Différents acteurs peuvent avoir la responsabilité de retracer et publier les informations sur la propriété, notamment les organismes d'enregistrement et les sociétés elles-mêmes. En général, cependant, c'est à l'intéressé qu'il incombe finalement de déclarer la participation dont il est effectivement propriétaire. De nombreux pays ont désormais institué des seuils de participation, fréquemment de 5 % en 5 % ; en d'autres termes, une personne est tenue de déclarer sa participation lorsqu'elle détient 5 % des actions d'une société, 10 %, etc.

287. Néanmoins, la propriété et le contrôle demeurent opaques dans de nombreux cas. En pratique, la notion de propriété nominale demeure mal comprise dans certains pays. Il est fait largement usage des cotations à l'étranger. Dans de nombreux cas, les actionnaires sont confrontés à de sérieux obstacles pour accéder aux informations des services d'enregistrement et autres sources similaires, et le type d'information sur la propriété qui doit être publiquement disponible reste controversé ; en d'autres termes, un actionnaire doit-il pouvoir se renseigner sur les participations au capital détenues par tout autre actionnaire ? Dans l'ensemble, les actionnaires résistent franchement à la publication de ces informations. Une étude sur la divulgation réalisée en Bulgarie révèle que 90 % des demandes formulées par la commission des valeurs visant à obtenir de la part des sociétés des informations sur la propriété de leur capital ont fait l'objet d'un recours. Les personnes physiques ne comblaient pas cette lacune en divulguant elles-mêmes ces informations<sup>70</sup>.

288. Pour améliorer la divulgation, on a fait observer que les personnes physiques devaient déclarer la participation dont elles sont effectivement propriétaires aux services d'enregistrement et, lorsque la réglementation leur en fait obligation, en cas de franchissement de seuil. Les informations figurant dans les registres doivent être accessibles à tous les actionnaires. L'OCDE a publié un document de référence : « Options pour obtenir des informations sur la propriété effective et le contrôle » qui, bien qu'il soit essentiellement axé sur les sociétés de type fermé, peut également donner des orientations aux autorités de réglementation pour déterminer également qui contrôle les sociétés de type ouvert.

289. Les chapitres précédents révèlent clairement l'importance d'une divulgation des opérations avec des parties liées, notamment les transactions sur actions effectuées par des dirigeants et administrateurs. Historiquement, bien que ces pratiques se soient heurtées dans de nombreux pays à différentes restrictions légales, aucune divulgation publique effective n'était exigée. La situation évolue actuellement. En 2001, par exemple, le Novo Mercado brésilien a imposé aux sociétés cotées la divulgation des opérations avec des parties liées et des opérations d'initié. La bourse principale et la commission des valeurs étendent actuellement ces exigences à d'autres sociétés. Dans d'autres pays, les sociétés cotées en bourse, leurs

---

70. Tchipev (2002).

## **Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements**

administrateurs et leurs dirigeants sont désormais de plus en plus obligés de divulguer ces types d'opérations aux autorités boursières, à l'autorité de réglementation des valeurs mobilières et/ou aux actionnaires.

290. L'obligation de rendre publics les « événements importants » est étroitement liée à ce qui précède. Les sociétés cotées en bourse de nombreux pays sont désormais tenues de rendre publics leurs projets d'opérations et autres événements susceptibles d'avoir un impact significatif sur les actionnaires et la société. Ces événements incluent le départ d'un administrateur ou d'un dirigeant, les acquisitions ou désinvestissements majeurs et tout changement important des conditions du marché.

291. Les participants aux tables rondes ont également recommandé d'autres domaines dans lesquels la publication pourrait être améliorée. La rémunération des dirigeants et des administrateurs n'est pas toujours publiée, mais devrait l'être. Les sociétés devraient divulguer plus d'informations sur leurs politiques et leurs objectifs, par exemple certains éléments de leur stratégie de gestion du risque. Plusieurs participants ont également demandé qu'un plus grand nombre d'informations sur les administrateurs soient publiquement disponibles, notamment des renseignements sur leur carrière professionnelle et les autres conseils d'administration auxquels ils siègent.

292. L'action menée pour améliorer les normes comptables et autres normes de divulgation est bien avancée, mais demeure incomplète. Les livres blancs donnent des conseils à chaque région sur la manière de remédier à certaines lacunes dans la divulgation. L'OICV a élaboré des normes de divulgation d'informations non financières et de publication d'événements importants, qui sont largement soutenues par les tables rondes et fournissent des directives supplémentaires pour améliorer la transparence dans chaque région.

### **Garantir une transparence et une divulgation efficaces**

293. En dépit de l'amélioration des normes de divulgation, l'application pratique tend généralement à tarder. Le processus de transition en Russie, en Eurasie et en Europe du sud-est a nécessité la mise en place de systèmes de divulgation à partir de zéro, inspirés de ceux des économies de marché, effort qui est bien avancé dans chaque région. En Amérique latine et en Asie, la crise a parfois révélé l'énorme fossé entre ce que les sociétés publiaient et la réalité financière. Plusieurs pays ont réagi à cette situation en s'employant résolument à améliorer la transparence.

294. Un système efficace de transparence et de divulgation repose sur trois piliers. Le premier est l'environnement juridique, y compris la « quasi-réglementation », par exemple les conditions de cotation en bourse ou les codes de gouvernement d'entreprise. Le second est constitué par les capacités techniques, l'autoréglementation et l'indépendance des professions d'expert comptable et de vérificateur des comptes. Le troisième réside dans les mécanismes de contrôle interne et de divulgation externe des sociétés. En définitive, seule la société et ceux qui la contrôlent peuvent garantir sa transparence.

295. On peut imaginer qu'un pilier « pallie » les faiblesses d'un autre, par exemple qu'une réglementation publique plus stricte compense une autoréglementation faible des commissaires aux comptes. La solution variera certes d'un pays à l'autre, avec des combinaisons différentes de réglementation impérative et d'autoréglementation, mais les participants aux tables rondes sont convenus que les trois piliers doivent continuer d'être améliorés pour parvenir à la transparence souhaitée.

### ***Autorités de réglementation et bourses***

296. Les exigences spécifiques de divulgation imposées aux sociétés peuvent dépendre du droit des sociétés, de la réglementation des valeurs mobilières, de la réglementation bancaire et financière et d'autres types de réglementations, notamment le droit fiscal, la politique de concurrence et les conditions

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

d'admission en bourse. A leur tour, l'autorité de réglementation des valeurs mobilières, l'autorité monétaire ou bancaire, et différents ministères, en particulier le ministère des Finances et de l'Industrie ou leurs équivalents, et la bourse (ou les bourses) peuvent tous jouer un rôle dans la surveillance de cette divulgation.

297. Dans la plupart des pays, veiller à la transparence du marché est une mission centrale de l'autorité de réglementation des valeurs mobilières. Cette autorité a normalement le pouvoir d'interpréter la législation en vigueur et dans certains cas d'édicter des règlements et de fixer les obligations de divulgation des sociétés et les obligations des services d'enregistrement, des intermédiaires financiers (courtiers, etc.) des bourses et des autres parties concernées. Elle peut agir comme contrôleur et intermédiaire, recevant des informations de la part des sociétés et les rediffusant auprès du public. Surtout, elle possède généralement de vastes pouvoirs d'exécution forcée et peut intenter des actions civiles et pénales à l'encontre de sociétés et d'individus en cas de violation des obligations de divulgation.

298. Fréquemment, l'autorité de réglementation des valeurs mobilières délègue aux bourses certaines fonctions clés de surveillance. Plutôt que de publier des informations directement auprès de l'autorité de réglementation, les sociétés peuvent publier auprès de leur bourse les informations sur les opérations majeures et les opérations avec des parties liées. La bourse peut également jouer un grand rôle dans la fixation des normes de divulgation par le biais des conditions de cotation. Ces dernières années, les bourses, notamment celles du Brésil, de Roumanie et de Hong Kong, ont créé des compartiments ou marchés spéciaux comportant des exigences supplémentaires de divulgation. Dans certains pays, il est possible que ce soit la bourse et non l'autorité de réglementation des valeurs mobilières qui habilite les organismes professionnels à élaborer les normes comptables nationales. La bourse détient également des pouvoirs d'exécution et c'est à elle qu'il incombe de contrôler le respect des règles de cotation. La différence importante entre une bourse et une autorité de réglementation des valeurs mobilières tient aux sanctions que chacune peut imposer. Les bourses peuvent n'avoir que le droit de prononcer des mesures de suspension des négociations sur un titre, ou de suspension ou radiation de la cote. Ces mesures, bien que dissuasives, pénaliseront également les actionnaires minoritaires.

299. Lorsqu'une société publie des informations sur des opérations importantes ou des opérations avec des parties liées auprès de la bourse ou de l'autorité de réglementation des valeurs mobilières, ces organismes peuvent diffuser les informations en question dans un journal d'annonces légales ou, ce qu'ils font de plus en plus, sur leur site Internet. Les sociétés peuvent également être tenues de publier un communiqué de presse : à Hong Kong Chine, la bourse doit approuver le communiqué avant qu'il soit publié par la société. La bourse ou l'autorité de réglementation des valeurs mobilières peut également être en droit d'exiger des informations ou clarifications supplémentaires sur ce que la société a publié. Elle peut avoir d'autres pouvoirs discrétionnaires importants. Si une société estime que la révélation de certaines informations nuirait à ses intérêts légitimes, elle pourra devoir demander une dérogation à l'autorité compétente. En Argentine, après avoir accordé une telle dérogation, la commission des valeurs mobilières surveille les transactions sur les titres de la société, de façon qu'il ne soit pas fait une utilisation abusive des informations désormais privilégiées.

300. Les participants aux tables rondes ont noté que les autorités de réglementation et les bourses manquent trop souvent de vigilance dans l'application des obligations de divulgation et que leur action peut être sapée par une législation déficiente. Dans certains pays, les pénalités pour défaut de production de documents importants, notamment le rapport annuel, peuvent être faibles. L'utilisation des normes comptables nationales peut être considérée comme facultative : elles sont élaborées par un organisme professionnel et imposées par les règles de cotation, mais aucune sanction civile ou pénale ne s'applique en cas d'irrégularités comptables. Les autorités de réglementation des valeurs mobilières et les bourses peuvent tout simplement manquer de ressources pour contrôler soigneusement un grand nombre de sociétés. Et, surtout, il peut être extrêmement difficile de faire jouer la responsabilité des administrateurs



## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

ou des dirigeants en cas de violation grave des obligations d'information. Les livres blancs étudient la manière d'améliorer le contrôle de la transparence et de la divulgation, et, plus généralement, l'exécution forcée des obligations applicables.

301. Comme on l'a vu au chapitre V, plusieurs pays ont procédé à de profondes réformes pour améliorer les normes de gouvernance et les normes prudentielles du système bancaire. Les normes de divulgation pour les banques et autres établissements financiers ont été renforcées et l'autorité de contrôle bancaire, généralement la banque centrale, a reçu les pouvoirs nécessaires pour les faire appliquer. La transparence du secteur bancaire s'est accrue dans de nombreux cas. On peut espérer que ces réformes auront des effets positifs sur la solvabilité à long terme de ces institutions et réduiront le risque de crise financière systémique.

### *Les professions de comptable et de commissaire aux comptes*

302. De nombreux pays d'Asie et d'Amérique latine ont une longue tradition d'autoréglementation des professions de comptable et de commissaire aux comptes, dont les organes professionnels ont généralement joué un rôle dominant dans la fixation des normes comptables et des normes de vérification des comptes. Au cours des dix dernières années, la Banque mondiale, l'USAID et d'autres organismes ont soutenu les efforts déployés pour renforcer les règles de comptabilité et de vérification des comptes dans les économies en transition. L'OCDE a également concouru à ces efforts par sa participation à des programmes de développement des activités comptables et de vérification des comptes en Europe du sud-est et en Eurasie.

303. Ces programmes étaient articulés autour d'un élément central : faciliter la formation de nouveaux comptables et commissaires aux comptes. Les déficiences révélées par les crises financières et les efforts déployés pour établir des normes comptables de plus grande qualité ont mis en lumière la nécessité ? à l'échelle mondiale, d'une meilleure formation, à la fois pour les comptables et les commissaires aux comptes en exercice et pour les candidats à ces professions. Les organes professionnels peuvent être directement impliqués dans la formation, en particulier via la délivrance de l'autorisation d'exercice et la certification. La certification revêt une importance critique si l'on veut que l'intensification des efforts de formation ait un sens. Les participants aux tables rondes ont souligné que ces efforts ne doivent pas être jugés secondaires. Des normes sans cesse plus strictes exigent un développement considérable des compétences en matière de comptabilité et de vérification des comptes.

304. En dehors des responsabilités que les organes professionnels peuvent partager avec les autorités réglementaires et les autorités boursières dans le domaine de la certification et de la normalisation, l'autoréglementation par ces organes signifie uniquement qu'ils assureront l'ordre et la discipline de leurs membres. Ils se sont dotés de codes d'éthique applicables à leurs membres et d'un conseil, par exemple un « conseil de l'ordre », chargé de contrôler le respect de la déontologie. Les comptables et commissaires aux comptes contrôlent le travail de leurs pairs et, en cas de problème, l'organe professionnel ouvre une enquête et peut normalement sanctionner ses membres. Ce système présente un grand avantage : il allège le travail des autorités de réglementation des valeurs mobilières, qui sont surchargées.

305. Les organes professionnels devraient être incités à réguler le comportement de leurs membres : en effet, tout écart de conduite de l'un d'eux peut jeter le discrédit sur toute la profession. En pratique, toutefois, le principe du contrôle par les pairs et de l'autoréglementation inspire des sentiments partagés aux participants aux tables rondes. Les comptables et commissaires aux comptes peuvent faire preuve d'une indulgence excessive à l'égard de leurs pairs, et on voit mal comment l'autoréglementation peut éviter un conflit d'intérêts critique : les sociétés préféreront sans doute les commissaires aux comptes qui ont une réputation de « flexibilité ».

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

306. Sachant les limites potentielles de l'autoréglementation, différents régimes ont été élaborés pour garantir l'indépendance des commissaires aux comptes. Le plus courant consiste à assujettir les commissaires aux comptes à certaines restrictions de base, afin qu'ils ne soient pas liés à la société qu'ils vérifient : le commissaire aux comptes ne peut pas être actionnaire de la société, ne doit pas avoir été récemment salarié par elle, etc. La loi peut également instituer la responsabilité civile ou pénale des commissaires aux comptes, mais, comme cela est le cas pour les administrateurs, cette responsabilité tend à être symbolique, et de nombreux pays confirment n'avoir enregistré qu'un très petit nombre d'actions judiciaires couronnées de succès à l'encontre de commissaires aux comptes. Certains pays exigent que les sociétés de vérification des comptes soient agréées par une autorité publique qui peut prononcer des pénalités administratives à leur encontre. Un grand nombre de pays exigent également que le commissaire aux comptes soit nommé directement par les actionnaires, ou par un comité d'audit composé principalement d'administrateurs non dirigeants, afin que les initiés ne puissent pas exercer un contrôle sur le commissaire aux comptes.

307. Les participants aux tables rondes estiment que l'autoréglementation doit certes être améliorée, mais que les limites évidentes auxquelles elle se heurte justifient une surveillance plus efficace de la part des pouvoirs publics. Les participants ont massivement soutenu le principe d'une meilleure divulgation des relations entre la société et le commissaire aux comptes, notamment en ce qui concerne le contrat spécifique, les honoraires et les autres services fournis par le commissaire aux comptes. En outre, certains pays dont le Brésil étudient l'idée d'une rotation obligatoire du commissaire aux comptes et d'une limitation des services qu'il peut fournir en dehors des services de vérification. Renforcer la responsabilité des commissaires aux comptes constitue clairement une priorité. L'IFAC et l'association professionnelle des commissaires aux comptes américains ont élaboré des normes d'audit. Bien que ces normes puissent servir de lignes directrices supplémentaires, le Forum pour la stabilité financière et d'autres instances se sont montrées préoccupées par le fait qu'elles sont élaborées par des organismes d'autoréglementation. L'OICV a également récemment mis au point des normes d'audit et les livres blancs formulent des recommandations additionnelles sur cette question cruciale.

### *Le rôle de la société*

308. En dernier ressort, c'est à la société et à ceux qui la contrôlent de veiller à ce que les informations pertinentes et requises soient divulguées en temps utile. Les tables rondes ont fait clairement apparaître qu'au sein de la société, c'est le conseil d'administration qui doit mettre en place et contrôler les mécanismes et politiques régissant cette divulgation. Dans de nombreuses sociétés, le comité ou le conseil d'audit joue également un rôle majeur, mais la présence de ces organes sociaux n'exonère pas le conseil d'administration dans son ensemble de ses responsabilités dans ce domaine<sup>71</sup>, non plus que le recours à des vérificateurs externes. Les administrateurs doivent bien comprendre leur rôle dans le processus de divulgation et les relations entre le conseil d'administration dans son ensemble et les commissaires aux comptes et le comité d'audit ou les auditeurs légaux.

309. Pour être transparente à l'égard de ses actionnaires, une société doit être transparente à l'égard de ses administrateurs. Les participants aux tables rondes ont souligné l'importance des mécanismes qui aident à réduire l'opacité au sein de la société. Les sociétés doivent instaurer des systèmes de contrôle interne efficaces. Dans certains pays dont la Chine, toutes les sociétés cotées en bourse sont tenues de se doter de ces systèmes. Elles doivent rendre leurs mécanismes de gestion du risque aussi transparents que possible, même si cela est parfois difficile. Dans cette optique, il convient d'instituer des dispositifs de contrôle sous la supervision du conseil d'administration, afin de garantir que la société respecte ses obligations de divulgation. Le conseil d'administration, et plus particulièrement les membres du comité ou du conseil d'audit, doivent également exercer leurs propres prérogatives pour empêcher les initiés d'abuser

---

71. Le conseil d'audit et le comité d'audit sont examinés au chapitre IV.

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

de leur position et de créer une situation opaque au sein de la société ; là encore, il s'agit d'une tâche qui pourra être très délicate en pratique.

310. Les participants aux tables rondes ont également fait observer que les sociétés devaient prendre l'initiative de communiquer avec les investisseurs. Les sociétés sont invitées à créer des sites Internet contenant toutes les informations pertinentes, notamment sur les points évoqués ci-dessus. Elles doivent réagir aux événements du marché, par exemple à des rumeurs provoquant des fluctuations injustifiées des cours des actions. Dans cette optique, certaines sociétés ont créé des divisions chargées des relations avec les investisseurs afin de communiquer plus efficacement avec les investisseurs actuels et potentiels. Bien entendu, ces divisions ne sauraient remplacer la divulgation normale et elles doivent servir à réduire l'opacité et non à l'accroître.

311. Bien que ce soit l'exception, il existe des sociétés transparentes dans les économies en développement et les économies de marché émergentes. Pour les sociétés qui ont déployé de sérieux efforts dans le domaine du gouvernement d'entreprise, l'amélioration de la transparence et de la divulgation a été une priorité absolue. La cotation en bourse à l'étranger et la création de compartiments boursiers spéciaux qui imposent des exigences de transparence et de divulgation plus rigoureuses sont autant de moyens pour ces sociétés de faire savoir de manière *crédible* aux actionnaires que les normes se sont effectivement améliorées<sup>72</sup>. Cependant, l'impact de ces mécanismes volontaires est limité, à la fois pour les sociétés qui les utilisent et, davantage encore, pour le marché dans son ensemble : les participants aux tables rondes ont bien précisé que, pour remédier à l'opacité, il faut systématiquement appliquer toutes les normes de haute qualité que tant de pays ont déjà adoptées.

---

72. Patel et autres (2003) montrent que les sociétés étrangères cotées en bourse aux États-Unis par le mécanisme de l'ADR présentent une plus grande transparence.

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

### BIBLIOGRAPHIE

- Allen, Franklin and Douglas Gale (2000) *Comparing Financial Systems*. MIT Press, Cambridge USA.
- Bebchuk, Lucian A. (1994) "Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control", *The Quarterly Journal of Economics*, novembre, pp. 957-993.
- Bebchuk, Lucian A, Jesse M. Fried et David I. Walker, (2002) "Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation," *University of Chicago Law Review* Vol. 69 pp. 751-846.
- Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt et Ross Levine (2002) "Law and Finance: Why does Legal Origin Matter?" Mimeo
- Berle, Adolf et Gardiner Means (1932) *The Modern Corporate and Private Property*, Macmillan, New York.
- Black, Bernard et Reinier Kraakman (1996) "A Self-Enforcing Model of Company Law" *Harvard Law Review* vol. 109.
- Bhattacharya, Utpal et Hazem Daouk (2002) "The World Price of Insider Trading" *The Journal of Finance*, Vol. 57, pp. 75-107.
- Bhattacharya, Utpal, Hazem Daouk, et Michael Welker (2002) "The World Price of Earnings Opacity", mimeo, septembre.
- Botero, Juan, Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, et Andrei Shleifer (2003) "The Regulation of Labor" mimeo, mars.
- Burkat, Mike, Fausto Panunzi, et Andre Shleifer (2002) "Family Firms," NBER Working Paper 8776, février.
- Bushman, Robert M. et Abbie J. Smith (Forthcoming) "Transparency, Financial Accounting Information, and Corporate Governance" Federal Reserve Bank of New York Policy Review.
- Caprio, Gerard, et Ross Levine (2002) "Corporate Governance of Banks: Concepts and International Observations" presented at the Global Corporate Governance Forum Research Network Meeting, avril.
- Claessens, Stijn et Leora Clapper (2002) "Bankruptcy around the World: Explanations and its Relative Uses" mimeo, novembre.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph P.H. Fan et Larry H.P. Lang (2003) "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", *Journal of Finance*-à paraître.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov, et Larry H.P. Lang (2000) "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations" *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, pp. 81-112.

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

- Claessens, Stijn, Daniela Klingebiel, et Sergio L. Schmukler (2002) "Accessing International Equity Markets: What Firms from Which Countries Go Abroad?" mimeo, novembre.
- Clark, Robert C. (1986) *Corporate Law*, Aspen Law and Business.
- Coffee, John C. (1999) "Privatisation and Corporate Governance: The Lessons from Securities Market Failure" Columbia Law School Center for Law and Economic Studies, Working Paper 158.
- Corsetti, C., P. Pesenti, et N. Roubini (1999) "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?" *Japan and the World Economy* v11, pp. 305-373.
- David, Sorin (2001) "Enforcement of Shareholders Rights in South East Europe" Presentation, First South East Europe Corporate Governance Roundtable, septembre.
- Dyck, Alexander et Luigi Zingales (2002) "Private Benefits of Control: An International Comparison". NBER Working Paper 8711, janvier.
- BERD (2001) *Transition Report 2001*, Banque européenne pour la reconstruction et le développement, Londres.
- The Economist* (2003) "A Survey of Asian Finance", February 6, Londres.
- Frémond, Olivier (2000) "The Role of Stakeholders" Presentation, First Meeting of the Eurasian Roundtable for Corporate Governance, octobre.
- Galogaza, Andrej (2001) "Enforcement of Shareholders Rights" Presentation, First South Eastern Europe Corporate Governance Roundtable, septembre.
- Glaeser, Edward, Simon Johnson et Andrei Shleifer (2001) "Coase versus the Coasians", *The Quarterly Journal of Economics*, août, pp. 853-899.
- Grondona, Mariano (2001) "Major Corporate Events, De-listing, and Changes in Capital Structure" The Second Meeting of the Latin American Corporate Governance Roundtable, mars.
- Hu, Ruyin (2002) "Class Action: Practice in China" Fourth Meeting of the Asian Roundtable, novembre.
- The International Corporate Governance Network (2002), "Recommendations for Work on ADRs Issues", consultative document, 26 mars, consultable à l'adresse: <http://www.icgn.org/documents.html>.
- Kurniawan, Dudi M. et Nur Indrianto (2000) "Corporate Governance in Indonesia", The Second Asian Roundtable on Corporate Governance, OCDE.
- Jang, Hasung (2002) "Empowering Shareholders' Rights: Derivative and Class-Action Lawsuits" Fourth Meeting of the Asian Roundtable, novembre.
- Jensen, Micheal C. et William H. Meckling (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure" *Journal of Financial Economics* no. 3, pp. 305-360.
- Johnson, Simon, Rafael La Porta, Lopez-de-Silanes, et Andrei Shleifer (2000) "Tunnelling" *The American Economic Review*, Vol. 90, pp. 22-27.

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

- Johnson, Simon, Peter Boone, Alasdir Breach, et Eric Freidman (2000) "Corporate Governance in the Asian Financial Crisis" *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, pp. 141-186.
- Karapetyan, Davit (2002) "Shareholder Rights: Theory and Practice in Armenia", presented at the third meeting of the Eurasian Corporate Governance Roundtable, avril, Kyiv.
- Lang, Larry (2002) "Corporate Ownership on the Mainland", presented at the Global Corporate Governance Forum Research Network Meeting, avril.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, et Andrei Shleifer (1999) "Corporate Ownership Around the World", *The Journal of Finance*, Vol. 54, pp. 471-517.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny (1997) "Legal Determinants of External Finance" *The Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 1131-1150
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, et Robert W. Vishny (2002a) "Investor Protection and Corporate Valuation", *The Journal of Finance*, Vol 77, pp. 1147-1169.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes et Guillermo Zamarripa (2002b) "Related Lending", mimeo, mai.
- Levine, Ross (1997) "Financial Development and Economic Growth: Views and Agendas" *Journal of Economic Literature*, Vol. 35 pp. 688-726.
- Levine, Ross, Norman Loayza, et Thorsten Beck (2000) "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes" *Journal of Monetary Economics*, Vol. 46, pp. 31-77
- Mak, Yuen Teen, Victor Chuan Seng Yeo, et Mei Chyi Yeo (2002) "Defining and Disclosing Related Party Transactions: A Survey of International Practices" The Fourth Asian Corporate Governance Roundtable, novembre.
- Nathan, Rabindra S. (2001) "Malaysia Country Paper" Third Asian Roundtable, avril, Singapour.
- Nestor, Stilpon (2002) "Insolvency Systems and Corporate Governance: Some General Remarks", Third Meeting of the Latin American Corporate Governance Roundtable.
- New York Times (2002), "Handful of Corporate Raiders Transform Russia's Economy", by Sabrina Tavernise, 13 août.
- OCDE (2002) *White Paper on Corporate Governance in Russia*, Paris.
- OCDE (2003a) *Survey of Corporate Governance Developments in OECD Countries*, Paris
- OCDE (2003b) *White Paper on Corporate Governance in Asia*, Paris.
- OCDE (2003c) *White Paper on Corporate Governance in South Eastern Europe*, Paris.
- Oman, Charles, editor (2003) *Corporate Governance in Development: The Experiences of Brazil, Chile, India and South Africa*. Centre de développement de l'OCDE et Center for International Private Enterprise, Paris et Washington.

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

- Pistor, Katherina, Martin Raiser et Stanislaw Gefler (2000) "Law and Finance in Transition Economies", *Economics of Transition*, Vol 8, pp. 325-368.
- Radelet, S. et J. Sachs (1998b) "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects" *Brookings Papers on Economic Activities*, 1:1998, pp. 1-74.
- Rahman, M. Zubaidur (1998). "The Role of Accounting Disclosure in the East Asian Financial Crisis: Lessons Learned". UNCTAD, December. Presented at the 2<sup>nd</sup> Asian Roundtable on Corporate Governance, mai.
- Rajan, Raghuram G. et Luigi Zingales (1998) "Financial Dependence and Growth" *The American Economic Review*, Volume 88, pp. 559-586.
- Reese, William A. Jr. et Michael S. Weisbach (2002) "Protection of Minority Shareholder Interests, Cross-Listing in the United States, and Subsequent Equity Offerings", *Journal of Financial Economics*, Vol. 66, pp. 65-104.
- Ritch, James (2001) "Related Party Transactions, Co-Investment Practices, Conflicts of Interest and Minority Shareholder Protection: Mexican Legal Framework", The Second Meeting of the Latin American Corporate Governance Roundtable, mars.
- Santana, Maria H. (2002) "Using the Stock Exchange to Speed Reform: Lessons from Brazil's Novo Mercado" Fourth Meeting of the Asian Roundtable.
- Simpson, Anne (2001) "Shareholders and Stakeholders: the tyranny of the *or*". Third Meeting of the Asia Corporate Governance Roundtable, avril.
- Tchipev, Plaman (2002) "Enforcement of Disclosure Requirements: The Bulgarian Case" presented at the Second Meeting of the South East Europe Corporate Governance Roundtable, mai.
- Wei, Shang-Jin et Thomas W. Hall (2001) "Investigating the Cost of Opacity: Deterred Foreign Direct Investment" PriceWaterhouseCoopers, avril.

## **GLOSSAIRE**

**Action collective :** Action en justice intentée par une ou plusieurs personnes au nom d'un groupe de personnes faisant valoir les mêmes griefs. Jusqu'à une période récente, l'action collective n'était admise que dans certains pays de common law.

**Action spécifique :** Elle confère à l'État le droit d'intervenir dans certaines décisions d'une société privatisée ou un droit de vote en ce qui concerne ces décisions. Elle peut être assortie de droits de vote supérieurs à la participation résiduelle de l'État. Elle est souvent utilisée pour empêcher un changement de contrôle qui n'est pas souhaité.

**Action ut singuli :** Action en dommages-intérêts intentée à l'encontre des administrateurs ou des dirigeants d'une société par un ou plusieurs actionnaires agissant pour le compte de la société. Les dommages-intérêts éventuellement attribués peuvent être utilisés pour le remboursement des frais de justice des actionnaires qui ont intenté cette action, le reliquat revenant à la société.

**Actionnaire de contrôle :** L'actionnaire de contrôle dispose de suffisamment de droits de vote pour élire la majorité du conseil d'administration et exercer sur la direction un contrôle de fait. Un actionnaire peut contrôler une société en détenant moins de 50 % de son capital, grâce à l'utilisation d'actions à droits de vote spéciaux, à un contrôle pyramidal ou à d'autres procédés.

**Actionnaire minoritaire :** Sa participation au capital de la société est trop faible pour qu'il puisse exercer une influence directe sur le conseil d'administration ou la direction de la société. D'une manière générale, il s'agit d'un actionnaire autre que l'actionnaire de contrôle.

**Administrateur de fait :** Personne physique ne siégeant pas au conseil d'administration mais exerçant une influence considérable sur ses délibérations.

**Administrateur dirigeant :** Administrateur occupant une position de cadre dirigeant. À ce dernier titre, il est salarié de la société. Il exerce pleinement les fonctions d'administrateur.

**Administrateur indépendant :** Administrateur non dirigeant, qui n'a aucun lien d'affaires ni aucun lien contractuel (autre que son statut d'administrateur) avec la société, ne subit pas l'influence induite de tout autre administrateur ou tout groupe d'actionnaires et, d'une manière générale, est apte à agir de façon éclairée et objective.

**Administrateur non dirigeant :** Administrateur qui n'est pas salarié de la société et ne participe pas à sa gestion quotidienne.

**American Depository Receipt (ADR) :** Certificat émis par un dépositaire américain qui représente un certain nombre d'actions émises par une société autre qu'américaine. Les ADR sont normalement négociés en bourse aux États-Unis, mais ils ne confèrent pas à leur titulaire tous les droits qui sont attachés aux actions d'une société américaine.



## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

**Antisélection :** Conséquences négatives de la situation dans laquelle une partie à une opération est mieux informée que l'autre. En raison de l'antisélection, les produits commercialisés sur un marché peuvent être de qualité inférieure. L'exemple classique est celui des voitures d'occasion : si la qualité de l'automobile d'occasion (ou d'un autre produit) n'est pas connue de l'acheteur, les véhicules de très mauvaise qualité évinceront les autres du marché, puisque les acheteurs considéreront à juste titre que les seuls produits disponibles sont de faible qualité et paieront le prix correspondant.

**Assemblée générale d'actionnaires :** Réunion des actionnaires lors de laquelle les administrateurs sont élus et les actionnaires approuvent ou rejettent les résolutions qui leur sont soumises sur les points où une décision de leur part est nécessaire. Lors de l'assemblée générale, les actionnaires ont généralement la possibilité de poser des questions aux dirigeants de la société.

**Auditeur légal :** Il est élu par les actionnaires pour contrôler l'audit interne et l'information financière de la société et, dans certains cas, le respect des réglementations et des résolutions des actionnaires. Les auditeurs légaux forment le conseil d'audit de la société.

**Augmentation de capital :** Émission de nouvelles actions par une société.

**Avantages privés liés au contrôle :** Avantages dont bénéficie l'actionnaire de contrôle ou d'autres initiés en plus des dividendes, plus-values ou rémunérations correspondant à leur investissement ou à la position qu'ils occupent. Il peut s'agir d'avantages non monétaires (par exemple la volonté de réserver au profit de leur famille le contrôle de la société), mais il s'agit aussi très fréquemment d'avantages pécuniaires obtenus au détriment des autres parties prenantes.

**Comité d'audit :** Comité composé d'administrateurs, de membres du directoire ou de membres du conseil de surveillance. Normalement, les administrateurs non dirigeants sont majoritaires à ce comité. Le comité d'audit supervise l'information financière de la société et, parfois, la gestion du risque et/ou le respect de la loi. Dans certains cas, il a aussi le pouvoir d'évaluer et/ou d'empêcher les opérations avec des parties liées.

**Comité exécutif :** Ce comité est composé d'administrateurs dirigeants. Tout comme les membres du directoire, les membres du comité exécutif peuvent avoir le titre de directeur et être investis de pouvoirs similaires ; mais, à la différence du directoire, le comité exécutif n'est pas un organe distinct d'administration.

**Conseil d'audit :** Ce conseil est composé des auditeurs légaux de la société. Il existe un conseil d'audit ou un organe équivalent dans un certain nombre de pays dont l'Argentine, le Brésil, la Chine, l'Espagne, la Roumanie et la Russie. Normalement, les membres du conseil d'audit ne siègent pas à l'organe principal d'administration de la société (directoire ou conseil de surveillance).

**Conseil de surveillance :** Organe constitué de non-dirigeants, qui surveille les activités de la société et son directoire. On trouve un conseil de surveillance dans le système dual et (s'il existe aussi un conseil d'audit) dans le système à triple niveau.

**Conseil unitaire :** Il n'y a qu'un seul organe d'administration, le conseil d'administration. Le conseil d'administration unitaire peut néanmoins comporter des comités spécialisés.

**Contrôle pyramidal :** Une société mère contrôle une partie du capital d'une autre société, qui contrôle elle-même une partie du capital d'une troisième société, etc. De cette manière, le propriétaire de la société mère peut contrôler les filiales tout en ne détenant qu'une fraction de leur capital. Le contrôle pyramidal peut se combiner à des participations croisées, ce qui crée des structures extrêmement complexes.

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

**Directoire :** Organe d'administration composé de dirigeants de la société. Normalement, les sociétés à directoire ont également un conseil de surveillance qui supervise le directoire (elles peuvent aussi avoir un conseil d'audit). Les membres du directoire ne peuvent pas siéger au conseil de surveillance, ou seulement en nombre limité.

**Droit de priorité :** Droit, pour l'actionnaire, de participer à toute augmentation de capital. Le droit de priorité empêche normalement la société d'émettre des actions à des conditions préférentielles au profit de certains actionnaires ou d'autres personnes non actionnaires.

**Generally Accepted Accounting Principles (GAAP) :** Normes américaines d'information financière, élaborées par le Financial Accounting Standards Board.

**Gouvernement d'entreprise :** Relations entre la direction d'une société, son conseil d'administration, ses actionnaires et les autres parties prenantes. Le gouvernement d'entreprise définit la structure à travers laquelle les objectifs de la société sont fixés et les moyens d'atteindre ces objectifs et d'en contrôler la réalisation sont déterminés.

**IAS (International Accounting Standards) :** Normes d'information financière élaborées par l'International Accounting Standards Board (IASB) de Londres. De très nombreux pays ont adopté les normes IAS ou s'efforcent d'harmoniser leurs propres règles comptables avec ces normes. Les normes IAS sont également connues sous la dénomination de International Financial Reporting Standards (IFRS).

**Initié :** Il s'agit d'un administrateur, d'un dirigeant ou d'un actionnaire de contrôle d'une société. Il peut aussi s'agir d'un initié de fait, par exemple un administrateur de fait ou toute personne exerçant un contrôle sur la gestion quotidienne de la société.

**Lever le voile social :** Possibilité, pour les créanciers d'une société ou d'autres parties prenantes de faire jouer la responsabilité d'actionnaires de la société pour des actes frauduleux ou d'autres opérations abusives.

**Majorité qualifiée :** Certaines décisions doivent être adoptées par le conseil d'administration ou par l'assemblée générale à une majorité supérieure à la majorité simple (par exemple, les deux tiers ou les trois quarts).

**Mandats échelonnés :** Avec le système des mandats échelonnés, les administrateurs ont un mandat qui, au départ, n'est pas de la même durée, de sorte qu'une certaine proportion seulement des administrateurs sont renouvelés à chaque assemblée générale.

**Modes alternatifs de règlement des différends :** Ils consistent à utiliser essentiellement l'arbitrage ou la médiation pour régler des différends d'ordre privé. Par exemple, un bourse pourra offrir aux actionnaires d'une société cotée voulant obtenir réparation pour violation de leurs droits un arbitrage qui sera obligatoire pour la société concernée. L'arbitrage et la médiation sont normalement considérés comme complémentaires des organes judiciaires. Pour être efficaces, ils doivent pouvoir s'appuyer sur certaines structures juridiques.

**Obligation de diligence :** Obligation, pour un administrateur, d'agir de façon éclairée et prudente pour les décisions qui concernent la société. L'obligation de diligence est souvent interprétée en ce sens que l'administrateur doit gérer les affaires de la société de la même manière que l'« homme prudent » gérerait ses propres affaires. La responsabilité au titre de l'obligation de diligence est souvent tempérée par la règle de l'appréciation commerciale.

## Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements

**Obligation de loyauté :** Obligation, pour l'administrateur, d'agir dans l'intérêt de la société et des actionnaires. En vertu de cette obligation, l'administrateur ne doit pas agir dans son propre intérêt ou dans l'intérêt d'une autre personne ou d'un autre groupe, au détriment de la société et de l'ensemble de ses actionnaires.

**Opération de contrôle :** Opération se traduisant par un changement de contrôle dans la société. Par exemple, un actionnaire de contrôle cède sa participation de contrôle, une personne prend une participation de contrôle dans une société ouverte, ou bien une société est vendue ou fusionnée dans sa totalité.

**Opération avec des parties liées :** Opération réalisée entre la société et un ou plusieurs de ses dirigeants, administrateurs ou actionnaires importants, un membre de leur famille, un associé ou une entité dans laquelle ils détiennent un intérêt.

**Opération pour compte propre :** Opération avec des parties liées auxquelles se livrent les administrateurs, les dirigeants d'une société ou ses actionnaires importants. Lorsqu'elles sont abusives, les opérations pour compte propre sont synonymes de siphonnage.

**Participation croisée :** Deux sociétés ou plus détiennent des participations réciproques. Les participations croisées sont souvent utilisées dans le cadre de contrôles pyramidaux.

**Parties prenantes :** Individus ou groupes (en dehors des actionnaires) qui ont un intérêt important et/ou exercent une influence importante dans les activités d'une société et la réalisation de ses objectifs ; il s'agit notamment des créanciers, des salariés, des fournisseurs, des clients et de la collectivité.

**Prêts à des conditions de faveur :** Prêts systématiquement consentis ou renouvelés à des conditions de faveur, au profit de certaines sociétés ou de certaines régions, pour des raisons économiques ou politiques.

**Procuration :** Pour les votes à l'assemblée générale, l'actionnaire peut donner pouvoir à un autre actionnaire. Dans certains pays, ce terme est également utilisé pour le vote par correspondance lors de l'assemblée générale.

**Propriétaire effectif :** Personne qui bénéficie de la propriété d'un titre ou d'un autre bien, c'est-à-dire le propriétaire de fait. Le propriétaire effectif n'est pas nécessairement le propriétaire nominal (enregistré comme propriétaire ou détenant le titre de propriété).

**Rapport annuel :** Rapport aux actionnaires publié chaque année par les sociétés ouvertes. Il comporte normalement des informations sur la performance d'ensemble et les perspectives futures et il contient les comptes vérifiés.

**Règle de l'appréciation commerciale :** Règle en vertu de laquelle les administrateurs ont le bénéfice du doute en ce qui concerne les décisions normales de gestion de la société, ce qui limite ainsi leur responsabilité. Voir également « obligation de diligence ».

**Siphonnage :** Grâce à des opérations avec des parties liées, les administrateurs, les dirigeants d'une société ou ses actionnaires importants détournent à leur profit des ressources de la société. Terme équivalent à « opération abusive pour compte propre ».

**Société fermée :** Société par actions détenue par un petit nombre de personnes physiques. Les actionnaires d'une société fermée peuvent être soumis à certaines restrictions pour la cession de leurs titres aux tiers.

## **Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise : Principaux enseignements**

**Société ouverte :** Société par actions ayant généralement un grand nombre d'actionnaires. Les actionnaires d'une société ouverte peuvent normalement céder leurs actions à des tiers sans restriction. Les sociétés ouvertes peuvent être cotées ou non.

**Triple résultat :** Évaluation des performances financières, sociales et environnementales d'une entreprise.

**Vote cumulatif :** Avec ce type de vote, l'actionnaire peut regrouper ses voix sur un ou plusieurs candidats au poste d'administrateur, au lieu de voter séparément pour chaque administrateur. L'actionnaire bénéficie d'un nombre de voix proportionnel à sa participation (le nombre d'actions est multiplié par le nombre de sièges à pourvoir au conseil d'administration. En cas de vote cumulatif, il suffit en général de 10 à 15 % des voix pour élire un administrateur, ce qui peut permettre aux actionnaires minoritaires de choisir un certain nombre d'administrateurs.

**Vote in absentia :** Possibilité pour l'actionnaire de voter à l'assemblée générale sans être présent (vote par procuration, en ligne ou par correspondance).