

TOUR D'HORIZON DES ÉVOLUTIONS EN MATIÈRE DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE DANS LES PAYS DE L'OCDE

TABLE DES MATIÈRES

SYNTHÈSE.....	4
TOUR D’HORIZON DES ÉVOLUTIONS EN MATIÈRE DE GOUVERNEMENT D’ENTREPRISE DANS LES PAYS DE L’OCDE	7
Contexte et synthèse.....	7
I. Problèmes et motivations des pouvoirs publics	9
Les pouvoirs publics sont actuellement poussés à agir par des scandales liés à certaines entreprises et d’importantes faillites	9
Les évolutions des marchés financiers appellent également à des mesures	11
L’objectif de promotion de la croissance recentre l’attention sur le gouvernement d’entreprise.....	14
Conséquences des facteurs en jeu pour l’action des pouvoirs publics	19
II. Les grands choix politiques ayant déterminé l’évolution récente	25
Principes, réglementation et loi : un compromis mouvant	25
Droit et réglementation des sociétés.....	26
La prolifération des principes et des codes.....	28
Que savons-nous du respect des codes et principes existants ?	36
III. Examen thématique des avancées et des problèmes émergents	39
Les droits et le traitement équitable des actionnaires	40
Améliorer l’expression des actionnaires et faire valoir leurs droits.....	41
Assurer l’intégrité des prestataires de services financiers.....	45
Amélioration et facilitation de l’exercice des droits de vote	45
Changements de contrôle et traitement équitable	48
La protection des actionnaires minoritaires	50
Les parties prenantes	52
Amélioration de la diffusion et de la transparence	61
Vers une amélioration des normes financières et comptables	61
... avec des conséquences importantes sur les incitations auxquelles sont confrontés les comptables et les vérificateurs	64
Améliorer la communication d’informations non financières	68
Faire en sorte que les conseils d’administration améliorent leur contrôle de la direction.....	70
Vers des conseils d’administration plus « indépendants » et plus efficaces.....	71
Structure des conseils d’administration et exercice de ses fonctions essentielles	75
Rémunération des dirigeants	76
Le règlement des conflits d’intérêts... ..	77
...et veiller au respect de normes éthiques	78
Nomination de nouveaux membres du conseil d’administration.....	79
La fonction de vérification interne et externe.....	80

Tableaux

Table 1. La situation hétérogène des entreprises	22
Table 2. Synthèses des évolutions récentes du droit et de la réglementation des sociétés	27
Table 3. Synthèse des codes et des principes en vigueur et de leurs prédécesseurs	29
Table 4.A Quelques formes de participation des salariés dans les pays de l'OCDE.....	55
Table 4.B. Les compétences des comités d'entreprise obligatoires	56

Encadrés

Box 1. Faillites retentissantes et débats sur le gouvernement d'entreprise	9
Box 2. Les systèmes de gouvernement d'entreprise évoluent aussi face à des circonstances nouvelles .	16
Box 3. Gouvernement d'entreprise et performance économique : données économétriques sur les entreprises	17
Box 4. La situation des entreprises reste hétérogène dans les pays de l'OCDE	20
Box 5. Les effets positifs des plans d'actionnariat des salariés.....	58
Box 6. Principaux problèmes liés aux Principes comptables.....	62
Box 7. Les principes de l'OICV couvrant les normes nationales sur l'indépendance des vérificateurs comptables et le contrôle externe	66
Box 8. Application de la loi Sarbanes-Oxley : décisions de la SEC	67
Box 9. Problèmes relatifs à la composition des conseils d'administration : quelques éléments empiriques	71
Box 10. Essai de définition de la notion d'administrateur indépendant	74
Box 11. Lignes directrices relatives aux mécanismes de rémunération des dirigeants.....	77
Box 12. Exemple de code de conduite couvrant la question des conflits d'intérêts	78
Box 13. Deux exemples pour préciser le rôle du comité d'audit.....	80

SYNTHÈSE

1. Cette enquête entre dans le cadre de l'évaluation des *Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE* demandée par les Ministres en 2002. Un rapport rendant compte de l'expérience des Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise qui ont utilisé les Principes comme cadre commun pour des discussions aboutissant à l'élaboration de Livres blancs régionaux sur le gouvernement d'entreprise a été préparé (à paraître). Toutefois, ce rapport montre aussi que la transposition des Principes en mesures spécifiques pose souvent des problèmes et plusieurs questions nouvelles sont aussi apparues pour les pouvoirs publics, de sorte qu'il est important de réviser les Principes à la lumière de l'expérience récente.

2. Ces dernières années, les pouvoirs publics se sont surtout préoccupés des questions de gouvernement d'entreprise à la suite d'une série de scandales et de faillites touchant des grandes sociétés dans un certain nombre de pays. Bien que les faillites soient dans une certaine mesure un phénomène cyclique, en particulier à la suite d'une bulle du prix des actifs, des points faibles systémiques se sont également fait jour. Cela a été particulièrement vrai en ce qui concerne l'intégrité de la communication financière et des vérifications comptables, mais de façon plus profonde, ces points faibles soulèvent de sérieuses questions quant à la capacité des conseils d'administration à exercer un jugement indépendant en ce qui concerne le contrôle de la direction. L'importance de la prévention de ces faiblesses constitue déjà l'un des éléments essentiels des Principes qui ont été largement acceptés dans les pays de l'OCDE. On peut donc se demander pourquoi ces faiblesses n'ont pas été prévues et comment on aurait pu mieux organiser la mise en œuvre des Principes.

3. Il convient de considérer l'intérêt des pouvoirs publics pour le gouvernement d'entreprise de façon prospective et non pas simplement comme un exercice visant à faire respecter les règles pour remédier à des malversations passées. L'évolution des marchés de capitaux, notamment le déclin relatif de la banque et l'ascension rapide des investisseurs institutionnels, ainsi que l'expansion de l'épargne-retraite dans la plupart des pays membres ont des implications pour le régime de gouvernement d'entreprise au même titre que l'évolution de la conjoncture. Même si on peut penser que les mécanismes de gouvernement d'entreprise doivent s'ajuster spontanément, l'action des pouvoirs publics est souvent nécessaire pour faciliter ces ajustements.

4. Les pays membres sont en outre soucieux de stimuler la croissance et l'emploi dans un monde de plus en plus concurrentiel. On dispose désormais d'un corpus de plus important de recherches empiriques établissant des liens entre certains aspects essentiels des mécanismes de gouvernement d'entreprises d'une part et les performances de l'entreprise et la croissance de l'autre. Néanmoins, dès lors que des critères fonctionnels essentiels sont réunis, il ne semble pas y avoir de structure institutionnelle ou juridique unique permettant d'assurer la croissance.

5. Répondant à la fois à des pressions immédiates et à des considérations à plus long terme, les pouvoirs publics des pays membres ont multiplié les initiatives. Premièrement, dans un certain nombre de pays, ils ont procédé à une révision de leur droit des sociétés et dans un nombre encore plus grand de pays, des modifications de la législation ont renforcé les fonctions de vérification comptable, accru la transparence et amélioré le rôle des actionnaires. Deuxièmement, presque tous les pays membres se sont désormais dotés de principes nationaux de gouvernance s'inspirant dans une large mesure des Principes de l'OCDE. Le compromis entre modifications de la législation, recours à la réglementation et discipline de

marché ou autres mécanismes volontaires a varié sensiblement. Dans l'ensemble, il est manifeste que l'attention s'est déplacée vers le souci de mettre en œuvre et de faire respecter des mesures pour obtenir les résultats préconisés par les Principes.

6. Dans bien des cas, les principes nationaux sont très récents, de sorte qu'on ne peut qu'en tirer des conclusions provisoires. Néanmoins, il semble que les principes nationaux aient eu tendance à s'attacher au fonctionnement du conseil d'administration et à la transparence et beaucoup moins au rôle des actionnaires. Lorsque ce rôle est couvert, les principes correspondants ont été relativement peu respectés. Il semble y avoir une tendance à passer de principes strictement volontaires à un principe de mise en œuvre de type « respecter les textes ou se justifier », bien que le suivi du respect des principes est en général peu développé. Enfin, dans un certain nombre de cas, il y a eu une tendance des principes à énumérer des « pratiques exemplaires » de façon assez détaillée, avec le risque de devenir de plus en plus prescriptifs.

7. L'une des questions les plus fondamentales concerne les droits des actionnaires. Il est devenu clair dans de nombreux pays que le rôle effectif des actionnaires dans l'élection des administrateurs, l'approbation des grandes décisions de la société et la responsabilisation du conseil d'administration est assez limité dans les faits. Dans certains pays, on s'efforce désormais de rendre plus aisé l'exercice des votes, y compris transnationaux, tout en leur donnant plus d'importance, par exemple en facilitant les votes sur les questions de rémunérations. Une question essentielle concerne le rôle des investisseurs institutionnels : doivent-ils utiliser leurs droits de vote et si oui, dans quelles conditions ? Dans un certain nombre de pays, on enjoint les institutions à faire la transparence sur leur politique de vote. La protection des actionnaires minoritaires constitue un autre problème important, certains pays envisageant des mesures comme le vote cumulatif et la possibilité de désigner des « administrateurs minoritaires ».

8. Presque tous les pays acceptent que les actionnaires interviennent dans le gouvernement d'entreprise et qu'ils aient des droits juridiques à faire respecter. En revanche, les droits des créanciers peuvent être difficiles à faire valoir et les procédures de faillites peuvent être lentes et inefficaces. En ce qui concerne les salariés, les mécanismes de stimulation des performances sont désormais plus répandus et semblent produire un effet positif. Le souci de garantir les droits à la retraite des salariés passés et présents est apparu comme un problème important pour un certain nombre de pays dans lesquels les régimes privés de retraite sont prédominants. Un domaine dans lequel les droits juridiques des actionnaires méritent d'être améliorés est celui de la protection des dénonciateurs qui est également importante dans la mise en œuvre des mesures de lutte contre la corruption.

9. Dans le cadre de la réaction des pouvoirs publics à des craintes sur l'intégrité des marchés de capitaux, on a assisté à de nombreuses initiatives des autorités pour améliorer la communication et la transparence. Tout le processus a été remis à plat, depuis la préparation interne des états financiers et le contrôle interne jusqu'au rôle du conseil d'administration dans l'approbation des documents publiés, les normes comptables utilisées et le processus de vérification externe. La responsabilité des conseils d'administration et de leurs comités d'audit (ou organes analogues) a été renforcée et un certain nombre de pays ont désormais introduit un contrôle public de la définition des normes de comptabilité et de vérification comptable. Ce processus soumet le suivi par les professionnels eux-mêmes à un contrôle plus rigoureux. De plus, dans un nombre croissant de pays, les vérificateurs se voient imposer des restrictions quant aux autres services qu'ils peuvent assurer afin de réduire les incitations qui risquent de limiter leur indépendance dans l'application des normes de vérification comptable. Une certaine forme de rotation des vérificateurs est aussi en cours d'introduction. Les fournisseurs d'informations financières comme les analystes et les agences de notation peuvent aussi se trouver aux prises avec des conflits d'intérêts ce qui donne lieu à des mesures d'ordre structurel et à des normes imposant plus de communication financière, le compromis entre ces deux solutions variant selon les pays. La communication d'informations non financières, notamment en ce qui concerne la fourniture d'informations utiles aux parties prenantes,

comme la politique des ressources humaines, retient elle aussi plus l'attention aussi bien de certains gouvernements que des organisations de la société civile..

10. Les autorités ont accordé la priorité à l'amélioration du fonctionnement des conseils d'administration dont on considère généralement qu'ils n'ont pas assumé convenablement leur mission de contrôle. Le thème dominant a porté sur l'augmentation du nombre d'administrateurs « indépendants » et, dans plusieurs pays, on s'est aussi soucié d'améliorer la qualité de ces conseils à la fois par la formation et par le recours à un recrutement plus systématique. L'indépendance n'est cependant pas toujours clairement définie et peut ne pas aboutir à des conseils d'administration « capables d'un jugement indépendant » sauf si elle s'accompagne d'autres modifications, par exemple des systèmes de désignation des candidats et d'élection. Les administrateurs indépendants de la direction passent pour importants lorsque le conseil d'administration se heurte à un conflit d'intérêts comme la détermination de la rémunération des dirigeants et des administrateurs, les nominations et les vérifications des comptes. Mais dans un certain nombre de pays, l'indépendance à l'égard d'un gros actionnaire revêt tout autant d'importance. Les questions de rémunération, notamment les indemnités de départ, sont devenues essentielles dans certains pays, ce qui a amené à se demander si l'application des principes nationaux et l'indépendance des administrateurs sont suffisants pour maîtriser le problème ou si les autorités doivent aller plus loin en donnant plus de pouvoirs aux actionnaires et en fin de compte en recourant à une réglementation plus rigoureuse.

11. L'environnement éthique de la société revêt une importance nouvelle, car l'attention porte désormais sur la façon dont les Principes sont appliqués. Le respect de normes éthiques comme celles qui figurent dans les *Principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales* ou dans la *Convention de l'OCDE sur la lutte contre la corruption d'agents étrangers dans les transactions commerciales internationales*, est généralement considéré comme une fonction importante du conseil d'administration tout comme le fait de veiller au respect des textes législatifs et réglementaires en vigueur. Dans un certain nombre de pays, les sociétés sont également encouragées à se doter de leur propre code de conduite.

TOUR D’HORIZON DES ÉVOLUTIONS EN MATIÈRE DE GOUVERNEMENT D’ENTREPRISE DANS LES PAYS DE L’OCDE

Contexte et synthèse

12. À la suite de la crise financière asiatique de 1997, la réunion du Conseil de l’OCDE au niveau ministériel a appelé l’OCDE à élaborer une série de normes et de directives en matière de gouvernement d’entreprise, conjointement avec les pouvoirs publics nationaux, d’autres organisations internationales concernées, ainsi que le secteur des entreprises. Les Principes de gouvernement d’entreprise de l’OCDE ont été approuvés en 1999 et ont pour objectif d’aider les pouvoirs publics des pays membres et non membres dans leurs efforts d’évaluation et d’amélioration du dispositif juridique, institutionnel et réglementaire encadrant le gouvernement d’entreprise dans leur pays, ainsi que de définir des orientations et des propositions pour les bourses de valeurs mobilières, les investisseurs, les entreprises et les autres parties impliquées dans la mise au point d’un gouvernement d’entreprise convenable. Cela étant, on admet également que les entreprises et les pays doivent rester compétitifs dans un monde en pleine mutation et que les pouvoirs publics ont une grande responsabilité dans l’instauration d’un dispositif réglementaire opérationnel suffisamment flexible pour permettre aux marchés de fonctionner efficacement et de répondre à l’évolution des attentes. Par conséquent, le préambule des Principes souligne qu’ils ont par nature un caractère évolutif et sont appelés à être revus en fonction des changements importants du contexte général.

13. Depuis l’adoption des Principes, l’activité dans ce domaine a fortement progressé dans les pays membres. Au niveau national, on a assisté à une prolifération de principes, de codes et de comités de surveillance et, dans certains cas, les pouvoirs publics appliquent ou envisagent des mesures significatives. Plusieurs pays ont également entrepris une révision de leur droit des sociétés. Les raisons motivant ces initiatives sont variables. Dans certains cas, l’objectif a été « d’ajuster » le système et de préserver, par exemple, la compétitivité des marchés financiers. À cette fin, des pays ont parfois opté pour l’utilisation de codes et de principes énoncés dans un cadre non gouvernemental. Dans d’autres cas, les faillites et les scandales ont remis en question la véracité des informations financières publiées et ont poussé les pouvoirs publics à prendre également des mesures d’ordre législatif ou réglementaire. Pourtant, on peut se demander si ces évolutions dans les pays membres suffisent à parer tant aux pressions immédiates qu’aux problèmes qui vont se poser à long terme, et si les hypothèses sur lesquelles se fondent ces initiatives sont adéquates. Dans ce contexte, la réunion du Conseil de l’OCDE au niveau ministériel en 2002 a noté que l’intégrité des entreprises, des institutions financières et des marchés était indispensable au maintien de la confiance et de l’activité économique, ainsi qu’à la protection des intérêts des parties prenantes. Afin de maintenir l’intégrité du marché, les ministres se sont accordés sur la mise en œuvre de pratiques exemplaires en matière de gouvernement d’entreprise et de gouvernance financière, ce qui « appelle une combinaison judicieuse des incitations, avec un juste équilibre entre la réglementation publique et l’autodiscipline », doublé d’une application effective des règles. À cette fin, ils ont convenu de recenser les évolutions et d’évaluer les Principes.

14. Pour ce faire, le Groupe de direction de l’OCDE sur le gouvernement d’entreprise s’est engagé à rédiger un document de synthèse recensant les principales évolutions et les problèmes connexes en matière de gouvernement d’entreprise, ainsi que les leçons qui ont été tirées, dans le but de jeter les bases de

l'évaluation des Principes. Pour étayer cette étude, l'OCDE a fait parvenir un questionnaire aux pays Membres accompagné d'une demande de mise à jour de la base de données sur le droit des sociétés et le gouvernement d'entreprise et le gouvernement d'entreprise. Cette publication présente les résultats préliminaires de cette démarche, ainsi qu'un tour d'horizon des récents travaux de recherche et des documents d'orientation, servant à mettre en évidence les principaux aspects des systèmes de gouvernement d'entreprise.

15. La première partie expose les facteurs qui incitent les pouvoirs publics à revoir des systèmes de gouvernement d'entreprise, qui passaient souvent, il y a peu, pour excellents ou au moins pour ne présenter aucune défaillance majeure. Trois facteurs clés sont identifiés. Premièrement, l'important mouvement de correction des marchés d'actions a mis en évidence des faiblesses systémiques au niveau du contrôle et de la communication financière et remis en question des hypothèses sur la façon dont les conseils d'administration accomplissaient leur mission. Ces faiblesses ont également contribué à l'instabilité des marchés financiers. Deuxièmement, les tendances à plus long terme sur les marchés financiers mondiaux et nationaux appellent une adaptation des systèmes de gouvernement d'entreprise. Troisièmement, on dispose aujourd'hui d'un corpus de plus en plus étoffé d'études confirmant que les dispositions qui régissent le gouvernement d'entreprise et les marchés financiers exercent une influence importante sur les perspectives de croissance, ce qui est un élément déterminant de l'action des pouvoirs publics. En cherchant les mesures à prendre en conséquence, les travaux d'analyse et de recherche ont attiré l'attention sur la nécessité d'améliorer la communication financière et la transparence, sur les avantages d'une surveillance efficace de la direction et sur l'importance des droits des investisseurs. Ces facteurs constituent également des éléments fondamentaux des Principes. Cela étant, l'identification de mesures spécifiques devrait toujours être effectuée dans le cadre d'un dispositif tenant compte des coûts et des avantages de la ligne d'action proposée. Dans le domaine du gouvernement d'entreprise, une telle analyse doit tenir compte des liens importants entre les composantes institutionnelles.

16. En s'attendant à ces tâches délicates, les pouvoirs publics font face à un vaste choix stratégique consistant à trouver l'équilibre entre la loi, la réglementation et l'autodiscipline en tant que moyen d'action. Ces questions sont abordées dans la partie II. La première sous-section s'appuie sur des informations fournies en vue de la mise à jour de la base de données de l'OCDE sur le droit des sociétés. Elle analyse également certaines mesures réglementaires. La seconde sous-section présente un rapide tour d'horizon des nombreux principes et codes actuellement en vigueur. Beaucoup de ces instruments à caractère « facultatif » étant trop récents pour que leurs effets se fassent clairement sentir, on passera brièvement en revue des publications, de plus en plus nombreuses, examinant le respect et l'efficacité d'initiatives antérieures.

17. La troisième partie présente une analyse thématique des récentes évolutions et des problèmes émergents. L'articulation des sections suit la structure des Principes, bien que de nouveaux aspects soient abordés et que l'imbrication des différents éléments soit mise en évidence. La première section couvre l'exercice des droits de propriété, notamment le vote, la protection des actionnaires minoritaires, le rôle des investisseurs institutionnels et l'importance d'un marché du contrôle des sociétés. La deuxième section couvre les parties prenantes en s'attachant aux créanciers et aux salariés. La section suivante traite des mesures visant à renforcer la transparence et la communication financière ainsi que les dispositifs d'incitation concernant les vérificateurs et les analystes. La dernière section s'attache aux questions relatives au conseil d'administration, notamment les mesures visant à introduire une plus grande « indépendance », aux obligations du conseil, en particulier ses fonctions de contrôle, à la gestion des conflits d'intérêts et de la rémunération des dirigeants, ainsi qu'à la promotion de l'éthique de l'entreprise.

I. Problèmes et motivations des pouvoirs publics

Les pouvoirs publics sont actuellement poussés à agir par des scandales liés à certaines entreprises et d'importantes faillites ...

18. Les pressions subies par les pouvoirs publics et le secteur des entreprises en faveur d'une amélioration des systèmes de gouvernement d'entreprise sont souvent apparues dans un contexte de faillite de grandes entreprises, marqué notamment par des cas de fraude dans l'entreprise (Encadré 1), les événements de ce type ayant été nombreux depuis 2000. L'effondrement spectaculaire d'Enron et de Worldcom aux États-Unis, ainsi que de quelques entreprises dans d'autres pays, a été à l'origine de pressions et de mesures visant à changer les pratiques en matière de gouvernement d'entreprise. La différence essentielle entre hier et aujourd'hui réside dans le fait que les répercussions internationales des problèmes mis en évidence aux États-Unis ont été considérables, alors que les incidents qui ont touché, par le passé, le Royaume-Uni, l'Australie, le Japon, etc. ont surtout eu des conséquences au niveau national. Les événements aux États-Unis ont réveillé des incertitudes quant à l'exactitude des informations fournies aux marchés financiers mondiaux, incitant d'autres pays à revoir leurs pratiques. La crise en Corée en 1997 a également entraîné des faillites. Toutefois, son impact sur d'autres pays de l'OCDE a été essentiellement macroéconomique, agissant par le biais des marchés financiers, sans entraîner de révision des pratiques en matière de gouvernement d'entreprise en dehors de la Corée et de l'Asie.

Box 1. Faillites retentissantes et débats sur le gouvernement d'entreprise

Les faillites de grande ampleur ont souvent déclenché des débats sur le gouvernement d'entreprise, ce qui a suscité des initiatives sur le plan réglementaire ainsi que d'autres réformes. Au Royaume-Uni, l'effondrement du Maxwell publishing group à la fin des années 80 a débouché sur le code Cadbury de 1992, et plusieurs cas de faillite durant les années 80, comme Poly Peck, BCCI et récemment Marconi, ont donné lieu à une série d'enquêtes et de recommandations supplémentaires. Les difficultés répandues tant parmi les banques que les *chaebols* en Corée en 1997 n'ont pas été imputées au seul contexte macroéconomique, mais également à des faiblesses du gouvernement d'entreprise. En Allemagne, les cas de Holtzman, Berliner Bank et, plus récemment, Babcock, ont joué le même rôle de catalyseur que l'effondrement de HIH (un grand assureur), Ansett Airlines et One Tel en Australie.¹ Les affaires du Crédit Lyonnais et de Vivendi ont soulevé de nombreuses questions quant au gouvernement d'entreprise en France ; en Suisse, la faillite de Swissair a eu un effet similaire. Les faillites retentissantes d'institutions financières et non financières au Japon ont également suscité des réactions sur le plan de la réglementation et des modifications de la législation. Enfin, les cas Enron, Worldcom et Tyco ont déclenché un vaste débat et des modifications de la législation aux États-Unis. À d'autres occasions, de telles faillites (ou quasi faillites) dans certains pays n'ont eu aucune suite systématique ou n'ont entraîné que des modifications mineures de la réglementation.

L'analyse de ces cas de faillite fait ressortir plusieurs caractéristiques. Premièrement, certains cas de faillites sont, de toute évidence, liés à de mauvais projets d'entreprise (bien qu'ils aient pu paraître visionnaires *a priori*) et à de piètres décisions de gestion. Dans certains cas, l'action des pouvoirs publics ou des pressions informelles et le laxisme réglementaire ont également joué un rôle. La médiocrité des projets d'entreprise et de la gestion de risque a généralement été mise en évidence par le durcissement des conditions macroéconomiques. Par ailleurs, parmi les cas cités, des questions légitimes ont souvent été soulevées quant à la qualité du conseil d'administration (englobant le conseil de surveillance en Allemagne) et à sa capacité à exercer un jugement impartial. En outre, il est quelquefois apparu que le conseil d'administration n'exigeait pas d'informations supplémentaires des dirigeants, mais qu'il avait en fait fini par faire quasiment partie de la direction de l'entreprise. Les faillites d'entreprises peuvent aussi être dues à des facteurs plus généraux et non à des faiblesses du gouvernement d'entreprise. Ainsi d'un point de vue macroéconomique, certaines sociétés sont appelées à disparaître, la question étant celle de l'efficacité de ce processus de sortie. Cette efficacité est en partie déterminée par celle du régime des faillites, mais elle est aussi liée à l'opportunité des décisions prises par la société qui n'est pas sans rapport avec ses mécanismes de gouvernement d'entreprise. En Allemagne et au Japon, par exemple, il est peu probable que la surcapacité massive du secteur de la construction puisse se résorber sans la disparition de certaines entreprises, mais dans bien des cas, la situation aurait pu être traitée en temps plus opportun.

Deuxièmement, certaines faillites ont impliqué des fraudes (au moins dans l'acception courante du mot, si ce

n'est au sens juridique) ou la dissimulation volontaire d'informations par les dirigeants, ou les deux. Enron et Worldcom sont des exemples récents de ces deux catégories et il existe désormais pléthore de publications sur ces deux cas. Au Royaume-Uni, les affaires Maxwell, BCCI et Polly Peck sont similaires. Dans de nombreux cas, la fraude ou la dissimulation en question était déjà illégale par rapport aux lois en vigueur et des questions ont été soulevées quant à la qualité du contrôle réglementaire (par exemple HIH en Australie, Enron aux États-Unis). Les cas les plus récents, mais également certains plus anciens, ont également impliqué par omission ou délibérément des vérificateurs ou des avocats extérieurs à la société. Cela étant, bien que des sanctions aient été imposées dans un certain nombre d'affaires, le problème n'a pas été considéré comme systémique.

Troisièmement, les engagements liés aux retraites sont apparus comme un nouvel aspect des faillites majeures. Dans le cas de Maxwell au Royaume-Uni, les principaux dirigeants ont utilisé abusivement les fonds de pension de leurs salariés. En Allemagne, au Japon et dans d'autres pays où les engagements au titre des retraites sont, peu ou prou, couverts par des provisions internes de la société, l'incompétence ou la fraude vis-à-vis de la maison-mère aura eu le même effet, à savoir de mettre en danger les actifs de retraite. Les faillites les plus récentes (notamment celle d'Enron) ont fait émerger un autre aspect, à savoir la possibilité de diversification quelquefois restreinte des régimes de retraite. Ce mécanisme inclut les clauses de verrouillage obligeant les salariés à conserver les actions de la société alors que la prudence dicterait le contraire.

Les pays de l'OCDE ont aussi connu un certain nombre de faillites de banques et d'assurances au cours des dix dernières années. Ces incidents ont souvent donné lieu à une révision de la réglementation et à des mesures de réforme. Dans certains cas (par exemple, la faillite des caisses d'épargne-logement aux États-Unis), des poursuites judiciaires ont été lancées et ont été couronnées de succès. Mais hormis le resserrement de la surveillance par le biais du critère « d'honorabilité et de compétence » des dirigeants et des principaux actionnaires, la question du gouvernement d'entreprise ne semble pas avoir été traitée avec la même détermination que dans le cas de faillites d'institutions non financières. Cela étant, cette situation est sans doute en train de changer.

En somme, même si on ne peut pas attribuer toutes les faillites de sociétés financières ou non financières à des défaillances en matière de gouvernement d'entreprise, ces faiblesses ont certainement joué un rôle et contribué au moins à l'ampleur des difficultés. Or, cela revêt encore plus d'importance aujourd'hui face à l'augmentation de la valeur des engagements de retraite. La médiocrité du gouvernement d'entreprise a constitué un facteur important, y compris dans le secteur bancaire. En outre, les affaires évoquées ont mis en lumière la nécessité de voir les moyens de faire respecter les textes et la surveillance exercée par les autorités.

1. Pour une analyse des faillites en Australie, voir *Collapse Incorporated*, CCH, Australia, 2001 Pour un aperçu général de la pathologie de crise, voir G.P. Miller, *Catastrophic Financial Failures: Enron, HIH and more*, Ross Parsons Lecture, Sydney 2002. À paraître dans *Cornell Law Review*.

19. Les faillites et les activités douteuses, comme les avantages excessifs accordés aux dirigeants, ne reflètent pas nécessairement des faiblesses au niveau du gouvernement d'entreprise nécessitant une intervention des pouvoirs publics. Dans une certaine mesure, les faillites sont un phénomène conjoncturel, notamment dans les cycles marqués par une forte expansion du financement bancaire ou des marchés financiers. Ce constat s'est vérifié pour l'Australie au cours des années 80, pour l'Allemagne au début des années 90, avec l'essor qui a suivi la réunification,¹ et surtout pour les États-Unis après l'euphorie des marchés à la fin des années 90. La même chose serait arrivée au Japon après le boum de la fin des années 80, mais l'inéluctable mouvement de correction a été retardé par l'insuffisance du filet de sécurité bancaire dans un premier temps, puis par une surveillance bancaire insuffisante, ne favorisant pas un assainissement, mais le laxisme.² Les périodes de bulle ont généralement été caractérisées par des phases

1 Dans le cas de l'Allemagne, la forte expansion qui a suivi la réunification a entraîné une importante activité spéculative dans les secteurs de l'immobilier et de la construction. La faillite de la société de génie civil Holtzman et la quasi-faillite de la banque publique Berliner Bank ont été, dans une large mesure, une réaction naturelle à cette expansion, bien qu'elles aient débouché de façon tout à fait correcte sur une intervention des pouvoirs publics dans le but d'améliorer les systèmes de gouvernement d'entreprise qui a de toute évidence aussi constitué un facteur ayant joué un rôle.

2 Voir OCDE, *Études économiques du Japon*, divers numéros. Comme il est mentionné dans l'*Étude* de 2002 (à paraître en français), une nouvelle loi sur les sociétés introduit quelques réformes et, au Japon, certains groupes appellent désormais à de nouvelles mesures plus en profondeur.

où les opportunités de réaliser rapidement des bénéfices paraissent se multiplier, ce qui s'est traduit par des projets d'entreprise semblant, rétrospectivement, rien moins que fantasque. Mais surtout, les motivations ont été dénaturées, débouchant souvent sur un effritement de l'éthique des entreprises au niveau de certaines parties prenantes, comme des dirigeants et des comptables prêts à tout pour « avoir leur part du gâteau ». L'éclatement correspondant d'une bulle favorise le rétablissement de mécanismes d'incitation convenables et l'imposition d'une discipline bienvenue aux émetteurs, aux investisseurs et aux intermédiaires. L'expérience permet de mettre en évidence l'importance des mécanismes d'incitation dans tout système de gouvernement d'entreprise.

20. En Europe, des problèmes de gouvernement d'entreprise se sont également manifestés récemment dans des entreprises entièrement ou partiellement détenues par l'État (par exemple, en France, en Allemagne, en Italie, en Belgique, en Irlande, en Grèce, en Suède, en Norvège) et, il y a plusieurs années, cela a aussi été le cas en Australie. Dans l'UE, l'État est encore, directement ou indirectement, le principal actionnaire de 45 de 143 grandes entreprises privatisées, lesquelles représentent parfois une part significative de la capitalisation du marché.³ Dans certains cas, les pouvoirs publics ont poursuivi leurs objectifs sans tenir compte des actionnaires minoritaires (quelquefois relativement importants) et des instruments de contrôle comme les actions spécifiques ont joué, au moins jusqu'à une période récente, un rôle important. De telles manœuvres servent à restreindre l'accès ultérieur de l'entreprise aux marchés financiers, mais faussent aussi le marché unique européen. En outre, il y a souvent un coût budgétaire opaque. Bien que l'ampleur du problème soit limitée par une stricte surveillance des subventions publiques par la Commission européenne, il subsiste toutefois un sérieux problème d'ordre politico-économique. Des problèmes similaires surviennent en dehors de l'UE, même s'ils ne sont pas toujours perçus sous l'angle d'une possible distorsion de la concurrence.⁴ Le Groupe de direction a récemment demandé à son Groupe de travail sur la privatisation et le gouvernement d'entreprise des actifs appartenant à l'État de développer des principes et des pratiques exemplaires sur le gouvernement d'entreprise appliqué à de tels actifs.

Les évolutions des marchés financiers appellent également à des mesures

21. La profondeur et la liquidité croissantes des marchés financiers, ainsi que l'avènement de nouveaux instruments financiers ont sensibilisé les pouvoirs publics à la nécessité de revoir et de mettre à jour en permanence les structures microéconomiques, notamment les dispositions en matière de transparence et de communication financière.⁵ C'est effectivement ce à quoi les pouvoirs publics de la plupart des pays se sont consacrés dans la deuxième moitié des années 90 (voir ci-dessous), notamment depuis la crise asiatique en 1997. Bien que la profondeur et la liquidité croissantes des marchés financiers n'impliquent par nécessairement une action des pouvoirs publics par rapport au gouvernement d'entreprise en soi, dans la mesure où l'on pourrait attendre des marchés qu'ils prennent leurs propres dispositions contractuelles si nécessaire, les risques de dérapage des mesures incitatives justifient malgré tout une surveillance prudentielle. Par exemple, certains ont exprimé leur crainte que l'on n'assiste à un « nivellement par le bas » à travers des mécanismes de réglementation privée. Dans l'UE, où les marchés

3 En France, quatre grandes entreprises privatisées représentent 20 % de la capitalisation de marché de la Bourse de Paris ; à la Bourse de Milan, ce chiffre est de 36 %.

4 L'OCDE adopte ce point de vue plus large. Par exemple, voir les *Études économiques de l'OCDE* par pays.

5 Pour une analyse de l'influence de ces mesures structurelles sur les marchés financiers et le cadre de la politique monétaire, voir *Turbulence in Asset Markets: The role of Micro Policies*, Comité des Suppléants du G10, septembre 2002.

nationaux de capitaux ont rivalisé pour établir leur propre crédibilité, rien n'indique un tel phénomène.⁶ La concurrence dont a fait l'objet le développement des marchés spécialisés dans la cotation de valeurs de la haute technologie à la fin des années 90 dans l'UE et au Japon passe, aux yeux de certains observateurs, pour avoir limité la portée des normes. Toutefois, un examen plus attentif indique que cela a été moins le cas qu'une initiative visant à définir des normes convenant à des entreprises nouvelles ou en forte croissance (par exemple, sur le Neue Markt en Allemagne ou le MOTHERS au Japon) pratiquement sans modifier les normes applicables au compartiment principal du marché.

22. Une caractéristique importante des marchés de capitaux et du financement des entreprises influant sur les mécanismes de gouvernement d'entreprise réside dans le renforcement du rôle des investisseurs institutionnels : leurs actifs financiers sont passés de 38 % du PIB en 1981 à 90 % en 1991 et 144 % en 1999.⁷ Agissant à titre d'intermédiaires, ce sont également les principaux détenteurs d'actions nationales dans un certain nombre de pays (voir Tableau 1.B ci-après). Parallèlement, la période de détention d'actions par certaines catégories d'institutions financières peut ne pas être très longue et, dans bien des cas, les institutions se sont comportées comme des actionnaires passifs ; dans le cas des fonds communs de placement aux États-Unis, le taux de rotation est passé de 30 % environ dans les années 80 aux alentours de 100 % ces dernières années, ce qui implique que cette période de détention est revenue de plus de trois ans à un an à peine.⁸ L'une des raisons de l'expansion rapide des actionnaires institutionnels tient au fait qu'ils permettent de répondre à la demande de diversification des portefeuilles et d'amélioration de la liquidité des placements de la part des petits investisseurs, sans parler du souhait des investisseurs de faire aussi bien voire « faire mieux que la moyenne du marché ». On affirme souvent qu'en tant que gros investisseurs, ils pourraient jouer un rôle important pour le gouvernement d'entreprise en surveillant les sociétés et en y intervenant plus activement au lieu de rester passifs (voir ci-après). Cette question est d'autant plus pertinente dans un contexte de baisse du marché, car l'anticipation de rendements convenables en termes absolus pourrait nécessiter l'exercice de pressions sur les dirigeants par les investisseurs afin qu'ils améliorent leurs performances. La décision appartient à l'institution impliquée, mais la marge de manœuvre n'est pas toujours très grande. Dans un certain nombre de pays, les fonds de pension et autres investisseurs institutionnels (mais aussi particuliers) sont limités dans leurs activités et leurs possibilités de réduire les coûts de surveillance en regroupant les informations dont ils disposent et en communiquant entre eux leurs intentions de vote.⁹ Cela étant, cet argument en faveur d'un plus grand

6 Bien que cette publication ne soit pas très récente, voir par exemple « Convergence or divergence in corporate governance patterns in Western Europe », in J. McCahery *et al*, ed, *Corporate governance regimes: Convergence and diversity*, Oxford, 2002.

7 Investisseurs institutionnels, Annuaire statistique 2001, OCDE.

8 Le boum des marchés d'actions à la fin des années 90 a sans doute contribué au raccourcissement de la période de détention car les fonds de placement ont cherché à réaliser des bénéfices comptables. Ce schéma va-t-il s'inverser, on ne le sait pas encore, un observateur pensant qu'il faudrait d'abord procéder à des modifications structurelles plus importantes des modalités de fonctionnement de ces fonds. J. Bogle, *The Mutual Funds Industry in 2003: Back to the Future*, www.vanguard.com/bogle_site/sp20030114.html

9 Il est possible qu'il ne soit pas économique pour un quelconque investisseur de surveiller une entreprise de près sauf à se comporter en parasite vis-à-vis d'une autre, ce qui aboutira globalement à un suivi insuffisant. Il existe de nombreuses possibilités d'accords contractuels au niveau des entreprises afin d'atténuer ce problème, à condition cependant que la réglementation soit permissive. Par exemple, les amendements à la loi sur les sociétés en 2001 a introduit des dispositions destinées à faciliter les communications entre actionnaires. Elles permettront de lever des obstacles inutiles aux échanges de vues entre actionnaires et autres parties intéressées en ce qui concerne les performances de la direction et les initiatives soumises au vote des actionnaires. La définition de « solliciter » exclut désormais les déclarations publiques sur la façon dont on va voter et les raisons de cette décision ainsi que les communications visant à obtenir un soutien en faveur de la proposition d'un actionnaire. Dans les pays où les offres publiques sont obligatoires, comme le Royaume-Uni, il existe aussi des restrictions aux actions en groupes même si les autorités se sont désormais dotées de règlements spéciaux couvrant les discussions

activisme suppose que les intermédiaires soient eux-mêmes soumis à des systèmes de gouvernement d'entreprise adéquats et qu'il n'y ait pas de conflit d'intérêts avec d'autres actionnaires.¹⁰ Beaucoup de ces questions restent à résoudre et sont examinées de façon plus approfondie dans la Partie III.

23. Le gonflement de l'épargne retraite a favorisé la croissance des investisseurs institutionnels, notamment des sociétés d'assurance. Afin de faire face au problème du vieillissement, presque tous les pays ont pris des mesures structurelles afin d'encourager et de faciliter l'accumulation de l'épargne retraite privée par les entreprises ou les particuliers, et les négociations entre les partenaires sociaux ont souvent débouché sur la mise en place depuis un certain temps déjà d'importants régimes professionnels par les entreprises. Dans certains cas, des réserves ont également été constituées au titre des engagements liés au régime général de retraite (en Irlande par exemple). Ces évolutions ont un certain nombre de conséquences pour les systèmes de gouvernement d'entreprise. Premièrement, il faudrait sans doute que les fonds ou les réserves des entreprises soient mieux garantis. On peut dire que le Royaume-Uni a été le premier pays à subir des abus de grande ampleur avec les fonds de pension captifs à la fin des années 80 (avec l'affaire Maxwell). Le cas Enron est un peu différent, mais il est représentatif d'un certain nombre d'autres cas de sociétés dans lesquelles des fonds de pension ont principalement investi dans la société et où la possibilité pour les salariés de revendre leurs actions de la société a été limitée. Généralement, dans le cadre de tels dispositifs, la société a également apporté ses propres actions moyennant des restrictions relatives au droit des individus de vendre les actions ou de diversifier leur portefeuille. Deuxièmement, avec l'augmentation des engagements au titre des pensions de retraite, les salariés et les retraités concernés voient s'affirmer de plus en plus important leur statut d'ayants droit aux côtés des autres créanciers et actionnaires.

24. Dans plusieurs pays (par exemple en Allemagne, au Japon, en Corée, en Autriche), des banques (et dans certains cas, des sociétés d'assurance) ont tenu une place importante dans l'ensemble du dispositif de gouvernement d'entreprise en jouant un rôle tant en matière de contrôle que d'un point de vue financier, mais ce système est en train de s'affaiblir.¹¹ Le financement bancaire et l'actionnariat ont permis de renforcer le rôle des parties prenantes comme les dirigeants et, indirectement, les salariés. Cela a amené à parler de systèmes de gouvernement d'entreprise dominés par les banques et les initiés. Il existe désormais de nombreuses publications traitant de la question de savoir si les systèmes financiers et les régimes de gouvernement d'entreprise ont entamé un processus de convergence ou si l'influence des systèmes passés va rester dominante (le phénomène de *dépendance à l'égard de la voie tracée* [*path dependence*] par exemple).¹² Cela étant, il n'est pas nécessaire de prendre une position tranchée dans ce débat pour mettre en évidence plusieurs questions relatives à l'action des pouvoirs publics soulevées par l'affaiblissement général de la situation financière et concurrentielle des banques dans ces pays. Par exemple, les grandes banques universelles en Allemagne ont renoncé à la relation particulière qu'elles entretenaient avec les entreprises pour tenter de maintenir leur rentabilité. Les nouvelles règles relatives aux délits d'initiés pourraient également permettre de réduire les rendements privés de leurs activités de surveillance, bien que

conjointes entre actionnaires lorsque leur objet n'est pas d'obtenir le contrôle de la société. Aux États-Unis, la SEC prévoit des exceptions analogues qui visent en outre à éviter les manipulations du marché.

10 Pour une indication de quelques-uns des problèmes impliqués, voir T. Woidtke, « Agents watching agents?: Evidence from pension fund ownership and firm value », *Journal of Financial Economics*, 63, 2002.

11 Le rôle des banques en matière de contrôle – pivot du modèle des initiés ou modèle relationnel – n'a sans doute pas été aussi simple que ce que laissent entendre les études antérieures. Par exemple, les banques et les chefs d'entreprise siégeaient souvent au conseil d'administration les uns des autres, de sorte que le suivi ne correspondait pas à une situation réelle, mais relevait plutôt d'un club. Pour étayer ce point négligé, voir M. Hellwig, *On the economics and politics of corporate finance and corporate control*, SSRN

12 Voir par exemple R. Golson, « Globalising corporate governance », *Stanford Law School Working Paper*, 192, 2000.

l'on puisse penser que la législation réagit plus aux événements qu'elle ne les devance.¹³ Au Japon, les banques souffrent d'une situation financière difficile et ont subi, depuis la fin des années 70, la pression de sources alternatives de financement d'entreprise, de même que de nombreuses entreprises ayant réussi n'ont jamais été associées à une grande banque. Les banques sont désormais dans l'obligation de ramener leurs participations dans des entreprises à 100 % au plus de leurs fonds propres de base. Si, comme cela semble probable, les systèmes de gouvernement d'entreprise sont caractérisés par la solidité du soutien mutuel entre les principales composantes institutionnelles, l'affaiblissement du rôle ou des capacités des banques risque d'entraîner celui de l'ensemble du système, à moins que de nouveaux pôles institutionnels n'émergent, soit spontanément, soit par le biais de mesures des pouvoirs publics. En Allemagne, aucune évolution ne semble encore indiquer que l'on assiste à un remplacement de la surveillance exercée par les banques et c'est aussi le cas au Japon, malgré des modifications récentes du droit des sociétés. La question de la gouvernance des banques¹⁴ est également importante au Japon, en Corée, au Mexique et en Turquie, bien que dans ces deux derniers pays, un certain nombre de mesures aient récemment été prises¹⁵

L'objectif de promotion de la croissance recentre l'attention sur le gouvernement d'entreprise

25. Ces dernières années, les pouvoirs publics ont insisté sur la nécessité d'améliorer la croissance, ce qui a entraîné une focalisation accrue sur les mesures visant à faciliter l'assimilation de nouvelles technologies et à promouvoir l'esprit d'entreprise, ces deux aspects étant intimement liés aux dispositifs de gouvernement d'entreprise.¹⁶ Des travaux de l'OCDE soulignent l'importance de l'investissement, de la formation de capital humain, de la R-D et de l'innovation dans le processus de croissance. Alors que dans certains pays, le développement rapide de quelques nouveaux secteurs comme les technologies de l'information et de la communication (TIC) ont stimulé la croissance, la majeure partie des gains de productivité provient généralement du développement de secteurs existants, le rôle de l'arrivée et de la disparition des entreprises sur le marché étant très différent selon les pays.¹⁷ Selon la grande leçon que l'on

13 En particulier, la valeur des droits de contrôle en Allemagne (indicateur de substitution des rendements privés mesurés par la différence entre le prix des actions assorties d'un droit de vote et les actions privilégiées) est tombée d'environ 30 % à la fin des années 80 à près de 15 % à la fin des années 90. Pour une analyse du retrait des banques des activités de surveillance, voir A. Hackethal, R. Schmidt and M. Tyrell, *Corporate governance in Germany: Transition to a modern capital market-based system?*, une publication préparée pour la Conférence sur le gouvernement d'entreprise : perspectives de la nouvelle économie institutionnelle, Saarbruck, octobre 2002.

14 Pour un passage en revue des caractéristiques spécifiques de la gouvernance des banques, voir Caprio, G. and R. Levine, *Corporate Governance of Banks: Concepts and International Observations*, Forum mondial sur le gouvernement d'entreprise, avril 2002.

15 *L'Étude économique du Japon 2002* publiée par l'OCDE a appelé les autorités à renforcer la restructuration des banques et à persévérer dans les réformes concernant leur gouvernance et leurs structures de fonctionnement, notamment en matière d'évaluation des crédits. Un plan annoncé en octobre 2002 renforce la fonction des vérificateurs externes et avise les banques que les autorités utiliseront de façon rigoureuse leurs pouvoirs de prendre une Ordonnance administrative de redressement de l'entreprise à l'encontre d'une banque qui n'a pas réalisé le plan de rationalisation convenu avec elle (pour celles qui avaient bénéficié auparavant d'une recapitalisation). Le gouvernement a aussi précisé les critères en fonction desquels il convertit les actions privilégiées en actions ordinaires assorties d'un droit de vote. Pour la Corée, l'*Étude économique de l'OCDE 2003* note que les banques ont renoué avec la rentabilité et que leur notation s'est améliorée. Toutefois, malgré les efforts du gouvernement pour mettre en place des directions indépendantes et responsables à la tête des banques dont il est propriétaire, leur privatisation est essentielle si l'on veut lever tous les soupçons d'intervention des pouvoirs publics dans les décisions opérationnelles de la direction.

16 Pour une analyse, voir le *Rapport de l'OCDE sur la croissance*, OCDE, 2001

17 *Les sources de la croissance économique dans les pays de l'OCDE*, OCDE, 2003

peut tirer de l'étude de l'OCDE sur l'action des pouvoirs publics en matière de croissance, l'attention doit se focaliser sur la solidité des facteurs fondamentaux : promouvoir la concurrence, ce qui débouche sur l'innovation et la R-D, et améliorer le fonctionnement des marchés des produits, du travail et des capitaux. L'importance des marchés de capitaux est justifiée tant au niveau microéconomique que macroéconomique : le développement financier est en effet lié à la croissance économique par habitant et à la productivité totale des facteurs par le biais de son influence sur les placements à revenu fixe et par d'autres voies comme l'amélioration de la répartition du capital. Parmi les différents indicateurs du développement financier analysés, la capitalisation boursière et les prêts octroyés aux particuliers par des banques de dépôt ont exercé une influence statistiquement significative sur la croissance.¹⁸ Par ailleurs, des travaux ont déjà souligné la relation entre le développement financier et les infrastructures juridiques ou autres, qui constituent également une composante fondamentale du gouvernement d'entreprise.¹⁹ Au niveau microéconomique, l'étude souligne également l'importance des flux de ressources entre les entreprises et de la structure des arrivées et des disparitions d'entreprises, lesquels sont liés au développement financier.²⁰

26. Par-delà le constat que le développement du marché des capitaux est lié à des aspects essentiels du gouvernement d'entreprise, comme la protection de l'investisseur, la relation plus large entre les systèmes de gouvernement d'entreprise et la croissance, bien que connue d'un point de vue théorique, a été difficile à observer dans la pratique.²¹ Plusieurs raisons justifient la difficulté à déterminer cette relation macroéconomique. Premièrement, le thème central n'apparaît pas clairement. Il est possible que les taux de croissance soient moins affectés par les systèmes de gouvernement d'entreprise que par la probabilité de crise, qui peut s'avérer très préjudiciable au niveau du revenu par habitant. Bien que l'action des pouvoirs publics se concentre souvent sur la prévention des crises – ce qui a également stimulé le récent intérêt porté aux systèmes de gouvernement d'entreprise – cet aspect n'a pas fait l'objet de travaux empiriques dans la zone de l'OCDE.²² Deuxièmement, outre la difficulté que représente, pour les travaux empiriques, la détermination de tous les autres facteurs influant sur la croissance, on ne sait pas comment représenter les dispositifs de gouvernement d'entreprise au niveau national ou macroéconomique. Les indicateurs structurels de gouvernance comme ceux qu'a élaborés l'OCDE pour les marchés des produits et du travail restent sous-développés. Les dispositifs de gouvernement d'entreprise doivent également être considérés comme endogènes (Encadré 2), raison pour laquelle les études se concentrent généralement sur des

18 Leahy, M. *et al.*, « Contributions of financial systems to growth in OECD countries », *Département des affaires économiques, documents de travail*, n°280, mars 2001.

19 R. La Porta *et al.*, « Investor protection and corporate governance », *Journal of Financial Economics*, 58, 2000. Toutefois, l'échantillon étudié dans cette publication étant relativement large, il n'apparaît pas clairement qu'une relation forte s'applique également aux pays de l'OCDE.

20 OCDE, *op cit* 2003 met en évidence des structures très différentes au niveau des arrivées et des disparitions d'entreprises dans les différents pays. Les nouveaux venus commencent à une échelle beaucoup plus petite aux États-Unis qu'en Europe, mais ils connaissent une croissance très rapide en cas de succès. L'étude formule l'hypothèse que la taille plus importante en Europe entraîne une distorsion vis-à-vis des activités innovantes et risquées, sans pour autant trancher sur la question de savoir si une dynamique excessive pourrait également être associée à des coûts à l'échelle de l'économie.

21 Pour une explication de la théorie sur laquelle se fonde la relation entre les systèmes de gouvernement d'entreprise et la croissance, voir M. Maher et T. Anderson, « Corporate governance: Effects on firm performance and economic growth », in J. McCahery *et al.*, *Corporate Governance Regimes: convergence and diversity*, Oxford, 2002.

22 Pour une exception, voir Johnson, *et al.*, qui observe que les mesures de gouvernement d'entreprise expliquent mieux l'ampleur de la baisse du cours de change et du marché boursier durant la crise financière asiatique que ne le font les indicateurs macro-économiques classiques. S. Johnson, *et al.*, « Corporate governance in the Asian financial crisis », *Journal of Financial Economics*, 58.2000.

caractéristiques systémiques plus larges comme le type de régime juridique et l'évaluation des droits formels de l'actionnaire. Cela étant, de tels indicateurs sont difficiles à interpréter en vue de définir les mesures à prendre et ne rendent pas convenablement compte de ce qui se passe effectivement dans le système au sein duquel les entreprises d'un pays exercent leurs activités. Ce dernier va également dépendre de la distribution des entreprises par secteur et par taille.

Box 2. Les systèmes de gouvernement d'entreprise évoluent aussi face à des circonstances nouvelles

Les systèmes de gouvernement d'entreprise doivent impérativement être capables de s'ajuster à l'évolution des économies. Le cadre de l'action des pouvoirs publics s'est profondément modifié dans un certain nombre de pays Membres ; réformes de la fiscalité, intensification de la concurrence sous l'effet d'une réforme de la réglementation et promotion du capital-risque. Dans certains cas, la flexibilité du marché du travail a également été renforcée. Directement ou indirectement, ces initiatives pourraient avoir un impact sur les systèmes de gouvernement d'entreprise, bien qu'une réaction des pouvoirs publics ne soit pas forcément nécessaire. Par exemple, l'OCDE a constaté qu'une intensification de la concurrence sur les marchés de produits permet de réduire les rentes à répartir entre les initiés, ce qui incitera fortement les systèmes de gouvernance contrôlés par des initiés à procéder aux ajustements requis. Les mécanismes de gouvernance peuvent évoluer de façon plus ou moins spontanée sans nécessiter beaucoup d'interventions des pouvoirs publics au-delà de mesures pour faciliter le processus. Deux exemples concernent les normes comptables et le droit des sociétés. On peut s'attendre à ce que la croissance rapide des sociétés et des secteurs à forte intensité de main d'œuvre modifie les pratiques du gouvernement d'entreprise ou du moins l'équilibre des facteurs pris en compte dans le processus décisionnel. Mais les modifications des mécanismes de gouvernance vont aussi dépendre de la question de savoir si, par exemple, le fondateur continue d'exercer le contrôle sur la société ou si l'entreprise est plus mûre et se trouve entre les mains de dirigeants professionnels. Ainsi, pour attirer les talents et conserver le capital humain qui leur est propre, les sociétés de haute technologie ont souvent eu massivement recours aux options d'achat d'actions qui ont, dans certains cas, abouti à une dilution des intérêts des actionnaires existants. Comme ces options ont souvent été conçues de façon à ne pas devoir être passées en charge, leurs conséquences pour les actionnaires n'ont pas été limpides. Si les charges liées à l'attribution d'options sont constatées, ce qui est dans une large mesure une question de réglementation, il faudra peut-être définir de manière plus explicite l'équilibre entre les intérêts des initiés et des intervenants extérieurs.¹ Une autre illustration du rôle de facilitation de la réglementation concerne le Japon. Pour que les systèmes privés de gouvernement d'entreprise concernant les jeunes pousses puissent donner un plus grand rôle aux bailleurs de fonds d'origine, il a fallu modifier les codes japonais des sociétés.

1. Pour un point de vue controversé, s'appuyant sur le fait que les options non passées en charges ont représenté une grande partie des bénéfices mesurés durant la deuxième partie des années 90, voir J Plender, *Going Off the Rails*, Wiley 2003.
2. OCDE, *Étude économique du Japon*, 2001

27. Il existe aujourd'hui un ensemble d'études, qui mises bout à bout, indiquent que certains aspects fondamentaux du gouvernement d'entreprise jouent un rôle déterminant dans l'amélioration des performances. Il s'agit notamment de la protection des actionnaires et des créanciers, de l'application de la réglementation, de la transparence et de l'obligation de rendre des comptes. Il existe deux types d'études. Les premières s'attachent à mesurer les performances de chaque entreprise, dans un ou plusieurs pays (encadré 3). Dans le premier cas, une étude de grande ampleur montre que les coûts d'agence vis-à-vis des dirigeants sont élevés, mais qu'on peut prendre des mesures à cet égard. D'autres études soulignent par ailleurs le rôle essentiel de la composition du conseil d'administration, pas nécessairement en ce qui concerne des indicateurs restreints de performances, comme la rentabilité, mais de contrôle des risques (voir plus loin encadré 9). Les études internationales montrent combien il est important de protéger, dans la plupart des cas observés dans les pays de l'OCDE, les actionnaires minoritaires et les créanciers contre les actionnaires dominants, notamment lorsque ces derniers exercent un contrôle qui manque de transparence. De même, un certain nombre de limites apparaissent clairement dans ces études. En particulier, aucune n'examine le rôle de la main-d'œuvre en tant que partie prenante, même si, dans plusieurs pays, elle est représentée au conseil d'administration et si, dans un nombre encore plus grand de pays, la législation sur la protection de l'emploi renforce et légitime sa position en tant que partie prenante. L'intensité de la

concurrence sur le marché des produits a également été négligée. Plus importante encore est la difficulté d'extrapoler à partir des performances de l'entreprise, pour obtenir les performances macroéconomiques. Les études sectorielles constituent une meilleure approche de ce type de rapport.

Box 3. Gouvernement d'entreprise et performance économique : données économétriques sur les entreprises

Les études utilisant les techniques économétriques considérées comme exemplaires indiquent que le gouvernement d'entreprise est un déterminant important des performances. Établir un lien empirique entre le gouvernement et les performances de l'entreprise est excessivement ardu, car les mesures de performance sont définies avec une très grande liberté et les indicateurs du gouvernement d'entreprise sont très limités. Il est impossible, à l'heure actuelle, d'utiliser un indice largement admis du gouvernement d'entreprise dans son ensemble.¹ Comme pour toutes les analyses de régression, la question de la « causalité » ne sera jamais entièrement réglée à la satisfaction de tout le monde, en particulier en raison de la médiocrité des mesures et des implications pour l'action concrète des pouvoirs publics qui sont parfois difficiles à interpréter. Cependant, des pratiques exemplaires se sont fait jour qui règlent nombre de problèmes et impliquent habituellement l'examen d'un panel d'entreprises sur une certaine durée en utilisant des aspects ou des caractéristiques très spécifiques du gouvernement d'entreprise. Un certain nombre de ces excellentes études sont résumées ci-après.²

Une étude s'est concentrée sur les divergences des systèmes de gouvernement d'entreprise en matière d'OPA ayant pour effet de renforcer la direction (et d'autres parties prenantes) vis-à-vis des actionnaires. Dans le cadre de cette étude, Gompers, Ishii et Metrick³ utilisent une série chronologique couvrant les années 90 et quelque 1500 entreprises par an. Contrairement à ce que l'on pense souvent à l'étranger - en Europe, par exemple -, les États-Unis sont extrêmement hétérogènes en termes de mécanismes anti-OPA, car plusieurs États prévoient la possibilité d'accorder une protection significative des dirigeants et aussi, dans certains cas, d'autres parties prenantes.⁴ Les auteurs établissent un rapport saisissant entre le gouvernement d'entreprise et le rendement des actions, car une stratégie d'investissement (*ex post*) reposant sur l'acquisition de sociétés où les droits des actionnaires sont les mieux défendus et la cession d'entreprises où ces droits sont les plus fragiles aurait permis d'obtenir des rendements anormaux de 8.5 % par an durant les années 90. Le résultat est fiable en ce qui concerne les sous-périodes et la répartition sectorielle des sociétés, dans laquelle on a tenu compte de l'éventuelle « distorsion » due à l'envolée des cours des actions des sociétés de haute technologie à la fin des années 90. En outre, il existe également une relation entre la valorisation d'une société et les indicateurs relatifs à son gouvernement d'entreprise : un recul d'un point de l'indice de son gouvernement d'entreprise est associé à une diminution de 2.4 points du ratio q de Tobin (quotient de la valeur de marché par les coûts de remplacement des actifs d'une entreprise) et à la fin des années 90, ce ratio est même grimpé aux alentours de 9 % à un moment donné. Comment une dégradation du gouvernement d'entreprise a-t-elle abouti à de telles différences ? Les auteurs ont constaté qu'un affaiblissement du gouvernement d'entreprise était associé à un repli des résultats d'exploitation, ainsi qu'à une augmentation des dépenses d'investissement et à une intensification des acquisitions. Ce dernier point concorde avec d'autres études, selon lesquelles des rachats multiples ne sont pas bénéfiques à la société acheteuse. Sur la base de ces résultats, il semblerait que la diminution de la capacité de contrôle des actionnaires puisse entraîner une hausse des coûts d'agence, les dirigeants poursuivant alors d'autres objectifs : développement par croissance externe, investissements inefficients, etc.

Pourtant, une certaine prudence s'impose même si les résultats semblent fiables. Les estimations font état d'effets figés, de sorte que les régressions n'expliquent pas la variation entre les entreprises. Pourtant, du point de vue de l'action des pouvoirs publics, la question revient souvent à savoir quels sont les mécanismes spécifiques à l'entreprise qui améliorent les performances. En d'autres termes, les auteurs n'ont pas évalué ce qui se serait produit si une société avait décidé de renforcer (limiter) les pouvoirs des actionnaires, car d'autres indicateurs du gouvernement d'entreprise, comme les variations de la concentration de l'actionnariat ou de la composition du conseil d'administration, n'ont pas été étudiés parallèlement (voir Börsch-Supan et Köke). Il est donc difficile de conclure, concernant l'action des pouvoirs publics, que le simple fait de modifier la législation sur les OPA améliorerait les performances, toutes choses égales par ailleurs. Mais ce résultat n'en a pas moins son importance. L'un de ses aspects est néanmoins fascinant et pertinent au regard de l'action des pouvoirs publics : il semblerait en effet que les investisseurs aient été surpris par les performances relatives des deux groupes d'entreprises, car dans le cas contraire, les cours se seraient ajustés sur le marché. Les investisseurs ont-ils retenu la leçon ? Il s'agit d'une question essentielle si on souhaite que les instruments comme le « comply or explain » (respecter les textes ou se justifier) modifient efficacement les incitations et donc le comportement des entreprises.

Comme pour une multitude d'études empiriques concernant le gouvernement d'entreprise, il convient tout particulièrement de savoir si le résultat général obtenu pour les États-Unis, c'est-à-dire l'importance des coûts d'agence, s'étend également à d'autres pays et à un éventail encore plus large d'institutions (c'est-à-dire la proposition générale selon laquelle la question des coûts d'agence a son importance, quel que soit le système). Deux études récentes semblent corroborer l'idée de l'importance générale des coûts d'agence en analysant la protection des actionnaires minoritaires et des créanciers, ainsi que le rôle des gros actionnaires (même si l'on peut formuler des

réserves importantes), dans les régimes de propriété qui prévalent dans la majeure partie des pays de l'OCDE en dehors des États-Unis et du Royaume-Uni.

Une étude de Gugler *et al*⁵ utilise un équivalent du ratio q de Tobin comparant le taux de rendement moyen de l'investissement et le coût du capital d'une entreprise, en intégrant un taux d'amortissement sectoriel pour prendre en compte les avancées technologiques, la R-D et la publicité, qui varient généralement selon le domaine d'activité. Cette variable dépendante présente l'avantage de déceler les investissements excessifs susceptibles de poser un problème dans les systèmes où le gouvernement d'entreprise est médiocre et d'écarter les indicateurs de la valeur de l'entreprise qui émanent du marché. L'investissement recouvre les dépenses de R-D et de publicité, qui peuvent créer du capital incorporel. Le point faible éventuel de l'étude réside dans l'inévitable utilisation d'un taux de rendement moyen de l'investissement et non du taux marginal, plus approprié en théorie. L'échantillon comprend 19 000 entreprises de 61 pays, pour la période 1985-2000, même si l'échantillon contenant les données sur l'actionnariat est nettement plus restreint et couvre une période plus limitée. Parmi les variables utilisées figurent l'actionnariat des dirigeants, l'ampleur des participations croisées avec d'autres entreprises et l'ampleur des structures pyramidales, notamment les disparités entre flux de trésorerie et droits de vote. En moyenne, seules 30 % environ des entreprises ne présentent aucun décalage entre les flux de trésorerie et les droits de vote. En résumé, les auteurs ont établi que les problèmes d'agence existaient dans tous les pays et qu'ils avaient des effets notables sur les performances de l'investissement, même si les institutions ont pu alléger les coûts induits. Les principales conclusions sont que : (i) les disparités des performances en matière d'investissement sont davantage liées au système juridique qu'à la structure de l'actionnariat. Faute d'un système juridique adéquat, le contrôle, qu'il soit effectué par une autre société non financière ou par un établissement financier, n'a pas permis d'améliorer les performances. (ii) Pour pouvoir réduire efficacement les coûts d'agence, le pouvoir des actionnaires dominants, y compris les familles, doivent être contrebalancé par une protection des actionnaires minoritaires. (iii) Aux États-Unis, tout du moins, l'actionnariat des dirigeants, jusqu'à 25 % du capital environ, a stimulé les performances, mais au-delà de ce niveau, il l'a détériorée, d'où l'importance de l'enracinement des dirigeants. (iv) L'existence de marchés financiers extérieurs et d'une forte protection des créanciers a accru les performances. (v) La qualité des normes comptables a fortement influé sur le comportement, et ce, pratiquement indépendamment des autres facteurs.

Enfin, une étude de La Porta *et al*⁶ s'emploie à étudier les effets de la protection des actionnaires sur la valeur de l'entreprise lorsqu'un actionnaire est majoritaire. Ce dernier peut accroître la valeur en faisant baisser les coûts d'agence, mais il peut aussi exploiter des actionnaires minoritaires par des mécanismes comme des opérations échappant au principe de pleine concurrence (parfois qualifiées de *tunnelling*, ou évitage des actifs).⁷ Cette probabilité est particulièrement élevée lorsque les droits de l'actionnaire dominant sur les flux de trésorerie diffèrent des droits de contrôle, par exemple en cas de constitution de structures pyramidales. L'étude se concentre sur un échantillon de 539 grandes entreprises de 27 pays, dont la plupart se trouvent dans la zone de l'OCDE. Leur variable dépendante est le ratio q de Tobin et les auteurs vérifient la croissance du chiffre d'affaires et essaient ainsi de filtrer tous les effets dus à une répartition sectorielle. Bien que le filtrage de l'effet de la propriété des flux de trésorerie par rapport au contrôle pose des problèmes de nature économétrique, les résultats indiquent qu'une mauvaise protection des actionnaires est associée à des valorisations plus faibles et que le fait pour l'actionnaire majoritaire de disposer d'un droit de propriété renforcé sur les flux de trésorerie améliore la valorisation, notamment lorsque les actionnaires sont mal protégés. Une prédominance des droits de contrôle sur les droits liés aux flux de trésorerie, un thème qui fait débat en Europe, pourrait entraîner une expropriation des actionnaires minoritaires.

1. Certaines études utilisent désormais des indicateurs agrégés produisant des résultats intéressants, même si la pondération des différents éléments et les grandes hypothèses sur leurs relations de complémentarité ou de substitution ne sont pas encore vérifiées. Pour une étude utilisant un indice agrégé au niveau de l'entreprise et qui conclut que l'amélioration du gouvernement d'entreprise a réduit le coût du capital, voir W. Drobetz, A. Schillhofer and H. Zimmermann, "Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany", *ECGI Finance Working Paper*, 11/2003
2. Börsch-Supan et Köke soulignent l'importance de l'utilisation des données de panel (une coupe transversale d'entreprises ou de pays sur une certaine durée) et du contrôle des variables manquantes afin d'éliminer tout risque de corrélation factice. Parmi celles qui, selon leurs observations, sont fréquemment exclues, figurent l'intensité de la concurrence sur les marchés de produits. Mais pour que des études économétriques soient efficaces, on doit également pouvoir observer différents systèmes de gouvernement d'entreprise, quelle que soit leur définition. Mesurer les performances de l'entreprise n'est pas aussi simple que de mesurer les performances d'ensemble d'une économie. Des systèmes de gouvernement d'entreprise médiocres peuvent en fait se traduire par une croissance rapide sur une période donnée, lorsque les entreprises se lancent dans des fusions-acquisitions et des projets de développement. Dans ces conditions, les variables pertinentes pour mesurer les performances de l'entreprise sont notamment les bénéfices comptables, la valeur de marché ou son taux de croissance et le rendement des actifs. Certains introduisent aussi des conditions préalables pour les bénéfices, comme le nombre de brevets déposés. Malheureusement, la corrélation entre ces indicateurs est faible, de sorte que les résultats peuvent dépendre de la variable endogène choisie. Dans tous les cas, les erreurs de mesure de la variable endogène (ce qui nécessite des explications) peuvent donner des résultats estimatifs factices, non

significatifs et inutilisables. A. Börsch-Supan et J. Köke, « An applied econometrician's view of empirical corporate governance studies », *German Economic Review*, 3(3), 2002.

3. P. Gompers, J. Ishii et A. Metrick, « Corporate Governance and Equity Prices », *NBER Working Paper*, 8449, 2001.
4. Par exemple, certains États interdisent à un acquéreur d'utiliser un quelconque excédent de trésorerie du fond de pension de la cible pour financer un rachat. Quelque 31 États sont dotés de lois autorisant un élargissement des obligations des administrateurs en donnant aux conseils d'administration les moyens juridiques de s'opposer à une OPA susceptible de profiter aux actionnaires. Dans deux États, la législation stipule explicitement qu'il ne saurait y avoir prééminence des droits des actionnaires sur ceux d'autres parties prenantes. Voir les références dans l'Annexe A de Gompers *et al.*
5. K Gugler *et al.*, « Corporate governance, capital market discipline and the returns on investment », *Wissenschaftszentrum Berlin Discussion Paper*, FS IV 01-25, 2001.
6. R. La Porta *et al.*, « Investor Protection and corporate valuation », *The Journal of Finance*, juin 2002.
7. L'évidage se définit comme le transfert d'actifs et de bénéfices d'une entreprise donnée au profit de ses actionnaires majoritaires ; ce phénomène a été observé par le passé en Belgique, en France, en République tchèque et en Italie. Voir S. Johnson *et al.*, « Tunnelling », *NBER Working Paper*, 7523, 2000. Il est également évoqué dans un contexte national dans l'*Etude économique de la Belgique* de l'OCDE, 2003.

28. Le deuxième groupe d'études, qui s'intéresse principalement aux taux de croissance intersectoriels, révèle un lien direct entre les aspects du gouvernement d'entreprise qui sont associés au développement financier et à la croissance. Pour résumer les abondants travaux économétriques d'ailleurs de plus en plus pléthorique, « ... on constate une association manifeste entre les divers systèmes financiers et sociétaires et les différents types d'activité économique ... même s'il n'y a pas nécessairement de système financier et d'entreprise dominant qui convienne à toutes les économies ou à tous les secteurs d'activité d'une économie ». ²³ Les systèmes régis par le marché et une forte concentration de l'actionnariat favorisent les secteurs à forte valeur ajoutée, le développement de la R&D et une utilisation plus efficiente du capital. Ces caractéristiques sont le résultat de normes comptables claires (et, par voie de conséquence, de la transparence) et de la protection des droits des actionnaires, notamment des actionnaires majoritaires. ²⁴

29. Le fait que les pouvoirs publics s'attachent actuellement au lien entre les régimes de gouvernement d'entreprise et la croissance a, de même que le volume croissant d'études analytiques et empiriques, renforcé les perspectives du développement d'une grille d'analyse sur laquelle les pouvoirs publics pourraient s'appuyer pour définir leur politique. L'avantage de ces outils d'aide à la décision est qu'ils seraient adaptables à des cadres juridiques et réglementaires différents et qu'ils se concentreraient, de manière cohérente, sur *les résultats économiques voulus* plutôt que sur des dispositions spécifiques isolées.

Conséquences des facteurs en jeu pour l'action des pouvoirs publics

30. Même si les excès constatés sur les marchés financiers à la fin des années 90 devraient entraîner une modification des mécanismes d'incitation au profit d'un meilleur comportement en matière de gouvernement d'entreprise, l'expérience récente a mis en lumière des faiblesses structurelles ou

23 W. Carlin et C. Mayer, « How do financial systems affect economic performance », dans J. McCahery *et al.*, *Corporate Governance Regimes: convergence and diversity*, *op cit.*

24 Pour une conclusion encore plus convaincante, selon laquelle les faits réunis favorisent un recours accru aux prises de participation, voir R. Rajan et L. Zingales, « Financial systems, industrial structure and growth », *Oxford Review of Economic Policy*, Vol 17, 4, 2001.

systemiques des régimes de gouvernement d'entreprise qui pourraient ne pas disparaître d'elles-mêmes. De plus, compte tenu des actuelles incertitudes et difficultés inhérentes à la légitimité du système de gestion,²⁵ il serait prudent de passer en revue les régimes de gouvernement d'entreprise pour voir s'ils ont fonctionné comme prévu et, si les conditions ont changé, quelles sont les adaptations requises. Dans certains pays, les points controversés sont plus ou moins bien définis (surveillance renforcée des conflits d'intérêts par le conseil d'administration, systèmes de diffusion de l'information plus performants ou mise en œuvre plus stricte des textes, par exemple), même si l'on peut continuer de débattre de l'ampleur des mesures requises. Pour la majorité des pays de l'OCDE, toutefois, les pressions à l'œuvre sont moins évidentes, mais l'absence de faillites spectaculaires n'indique pas que tout va forcément bien. Le prix de l'inaction pourrait peser sur les perspectives de croissance.

31. Le caractère hétérogène de la situation des entreprises (encadré 4) et de la différence de nature des cycles économiques récents des divers pays font que le calendrier du gouvernement d'entreprise varie entre eux. Dans de nombreux pays de l'OCDE, les actionnaires majoritaires prédominent, particularité qui peut permettre de réduire les coûts d'agence (les coûts induits lorsque les dirigeants défendent leurs propres intérêts) et d'aligner les incitations sur celles d'autres actionnaires. Cependant, à défaut d'une protection juridique et institutionnelle efficace des actionnaires minoritaires et des créanciers, les comportements pesant sur la croissance risquent d'être encouragés, phénomène qui pourrait s'aggraver si d'autres sources traditionnelles de gouvernance comme les banques sont en repli. Le calendrier du gouvernement d'entreprise pour ces pays pourrait donc être extrêmement différent de celui des autres pays qui, par exemple, devront principalement trouver un moyen de faire face efficacement à l'ascension des investisseurs institutionnels. Par ailleurs, tous les pays membres, ou presque, sont confrontés en permanence au vieillissement de la population, aux progrès technologiques et financiers, ainsi qu'à l'évolution de la structure des groupes d'intérêts au sein des entreprises à mesure que les ressources en capital humain prendront de l'importance.

Box 4. La situation des entreprises reste hétérogène dans les pays de l'OCDE

Il est couramment admis que la structure de l'actionariat est extrêmement dispersée aux États-Unis et au Royaume-Uni, alors que dans d'autres pays, elle est concentrée. Cette représentation est, pourtant, quelque peu exagérée. Alors que le bloc de contrôle médian est inférieur ou égal à 10 % dans ces deux pays et de 30 à 60 % dans d'autres pays (Tableau 1.A), on trouve aussi des sociétés où les droits de vote sont particulièrement concentrés, comme le montre la colonne des maximales et l'écart relativement élevé entre la médiane et la moyenne. Comme dans d'autres pays, ces entreprises reflètent souvent la prédominance d'une holding familiale. La situation est quasiment identique si on tient compte des deuxième et troisième blocs d'actionnaires, le Royaume-Uni étant alors plus proche de l'Europe continentale que des États-Unis.

L'identité des actionnaires est également très diverse dans les pays de l'OCDE, les institutions financières étant nombreuses dans les pays cités, à l'exclusion de la France (tableau 1.B). La nature de l'institution diffère également, les fonds de pension occupant une large place aux États-Unis et au Royaume-Uni. L'importance des banques au Japon doit être analysée en tenant compte du fait que les sociétés d'assurance sont leurs principaux actionnaires. S'agissant du secteur non financier, les particuliers arrivent en première position aux États-Unis mais, dans la plupart des autres pays, Royaume-Uni excepté, ce sont d'autres entreprises. Ce tableau donne une idée fidèle du fonctionnement des groupes d'entreprises dans de nombreux pays.

Les groupes d'entreprises sont souvent associés à des dispositifs de contrôle particuliers, comme les structures pyramidales ou les participations croisées. Selon une étude portant sur 2 890 sociétés européennes, près de 30 % de ces entreprises se situent dans le troisième étage de la structure, voire plus loin encore, et pour un autre tiers, il n'y a pas de décalage entre les droits sur les flux de trésorerie et les droits de vote. Les disparités entre les ratios moyens des droits sur les flux de trésorerie et les droits de vote sont les plus faibles au Royaume-Uni, alors que l'écart est

25 À titre d'exemple, les sondages d'opinion témoignent d'une chute vertigineuse de la cote de popularité des directeurs généraux.

important en Allemagne, en Belgique et en France et que la situation est relativement complexe en Italie.

En Italie, le système du gouvernement d'entreprise se caractérise davantage par la communication orale que par le départ d'actionnaires importants. Les familles puissantes, les holdings financières et les participations croisées sont monnaie courante. Les réseaux d'entreprises, les conventions de vote et les groupes verticaux, notamment en Belgique, en France et en Italie, sont des outils qui permettent de concentrer les droits de vote sans concentrer ceux qui sont liés à la propriété et aux flux de trésorerie.¹ Ils protègent également le groupe détenant le contrôle contre des OPA inamicales. Toutefois, cela ouvre aussi le système aux abus vis-à-vis des actionnaires minoritaires..

1. A. Melis, "Corporate governance in Europe: an empirical analysis of the Italian case", *Working Paper Università di Cagliari*, 1998

Table 1. La situation hétérogène des entreprises

A. Prédominance des blocs d'actionnaires...

Pays	Nombre d'entreprises cotées	Bloc de contrôle				2 ^e bloc d'actionnaires				3 ^e bloc d'actionnaires				4 ^e -10 ^e bloc d'actionnaires			
		Min.	Méd.	Moy.	Max.	Min.	Méd.	Moy.	Max.	Min.	Méd.	Moy.	Max.	Min.	Méd.	Moy.	Max.
Allemagne	372	0.0	57.0	49.6	100.0	0.0	0.0	2.9	45.2	0.0	0.0	0.6	32.0	0.0	0.0	0.5	24.0
Autriche	50	10.0	52.0	54.1	100.0	0.0	2.5	7.8	34.0	0.0	0.0	2.6	21.0	0.0	0.0	1.1	11.2
Belgique	140	8.4	56.0	55.9	99.8	0.0	6.3	10.3	44.3	0.0	4.7	4.5	18.3	0.0	4.7	4.7	18.3
Espagne	193	5.0	34.5	40.1	98.0	0.0	8.9	10.5	36.1	0.0	1.8	3.5	24.3	0.0	0.36	3.3	22.7
États-Unis																	
France	CAC40	0.0	20.0	29.4	72.7	0.0	5.9	6.4	19.7	0.0	3.4	3.0	8.5	0.0	0.0	0.5	7.1
Italie	214	2.1	54.5	52.3	100.0	0.0	5.0	7.7	34.0	0.0	2.7	3.5	26.4	0.0	0.0	5.1	45.4
Pays-Bas	137	0.0	43.5	42.8	99.9	0.0	7.7	11.4	58.5	0.0	0.0	4.0	44.9	0.0	0.0	4.4	43.7
Royaume-Uni	207	3.4	9.9	14.4	78.9	3.0	6.6	7.3	26.3	3.0	5.2	6.0	25.7	3.0	3.9	4.1	10.1
Suède	304	1.6	34.9	37.6	93.4	0.6	8.7	11.2	41.2	0.2	4.8	5.6	27.9	0.0	1.3	1.8	15.5
NYSE	1309	0.0	5.4	8.5	92.9	0.0	0.0	3.7	40.1	0.0	0.0	1.8	25.0	0.0	0.0	0.9	15.6
Nasdaq	2831	0.0	8.6	13.0	99.5	0.0	0.0	5.7	48.8	0.0	0.0	3.0	24.1	0.0	0.0	1.6	22.1

Source: Barca, F. and M Becht (eds.) (2001), The Control of Corporate Europe, OUP, Oxford, p 318.

B ... et différentes structures de l'actionariat

(Détenation d'actions ordinaires)

% en fin d'année

	États-Unis (1996)	Japon (2001)	Allemagne (1996)	France (1994)	Royaume-Uni (1994)	Italie (1994)	Suède (1996)	Australie (1996)	Corée (1996)
Secteur financier	46	40	30	8	68	8	30	37	26
dont :									
Banques et autres institutions financières	7	30	10	4	10	5	1	4	12
Sociétés d'assurance et fonds de pension	28	10	12	2	50	3	14	25	6
Fonds de placement	12	0	8	2	8	0	15	8	8
Secteur non financier	54	60	70	92	32	92	70	63	74
dont :									
Entreprises non financières	0	22	42	58	1	25	11	11	21
Particuliers	49	20	15	19	21	50	19	20	34
Pouvoirs publics	0	1	4	4	1	8	8	0	7
Étrangers	5	18	9	11	9	9	32	32	12
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Note : Compte tenu des arrondis, la somme des chiffres n'est pas nécessairement égale au total. Les fonds de pension au Japon sont gérés par les banques de gestion de patrimoine et les sociétés d'assurance. La répartition entre les banques et les sociétés d'assurance résulte d'une estimation. Aucune donnée n'est disponible sur la question de savoir dans quelle mesure les fonds communs de placement détiennent des actions. Les maisons de titres assurent effectivement la gestion de tels fonds. Ces sociétés sont prises en compte dans les autres institutions financières.

Pour l'Australie, les chiffres correspondent à la fin septembre 1996.

Source: M Maher and T Andersson, *op cit*, et mises à jour par l'OCDE;

32. Aux États-Unis, principalement, mais aussi dans quelques autres pays comme l'Allemagne, l'Australie ou la France, les problèmes récents ont fait peser des doutes sur l'exactitude des informations financières qui sont transmises aux conseils d'administration et communiquées aux marchés sous forme d'états financiers. L'intégrité des marchés financiers a donc été remise en question.²⁶ Les critiques se sont concentrées sur les procédures de vérification internes et externes, les normes comptables et les risques de conflit d'intérêts émanant à la fois des vérificateurs et des analystes financiers employés par des conglomérats financiers. À titre d'exemple, l'autorité de tutelle britannique (la *Financial Services Authority*, FSA) a constaté une corrélation positive entre un établissement financier réalisant des placements et autres opérations financières pour le compte d'une société et le fait que ses analystes créditent cette société d'une recommandation positive, ce qui indique que cette opinion pourrait être partielle. Ce sujet suscite aussi un débat aux États-Unis. Les normes comptables, les réglementations portant sur la nécessité de restreindre ou non la possibilité, pour les vérificateurs externes, d'assurer d'autres tâches que la vérification des comptes (de telles restrictions sont déjà entrées en vigueur au Japon, aux États-Unis, aux Pays-Bas et en France, et sont à l'étude en Allemagne) On examinera plus en détail ces évolutions dans la suite de ce document. De plus, les dispositions portant sur le contrôle des vérifications externes par la société et le dispositif de gestion interne des risques et de la comptabilité doivent aussi être revus. En effet, par souci d'amélioration de la qualité des informations communiquées aux marchés financiers, plusieurs pays européens ont introduit des indicateurs du gouvernement d'entreprise au cours des deux ou trois dernières années (voir ci-après) et l'UE a décidé d'adopter, à compter de 2005, des normes comptables internationales reposant sur des principes. L'Australie leur emboîte le pas. Pourtant, même si les problèmes liés à la transparence peuvent paraître évidents et communément admis, la question de savoir s'ils ne sont pas tout bonnement symptomatiques de difficultés plus fondamentales relatives au gouvernement d'entreprise n'a toujours pas été tranchée.

33. En poussant plus loin l'analyse, l'expérience aux États-Unis et en Australie (et peut-être aujourd'hui en France et en Suisse), de la même manière que l'expérience des années 90 dans d'autres pays comme le Royaume-Uni et l'Allemagne (voir encadré 1), paraît témoigner du manque « d'indépendance d'esprit » de certains administrateurs qui, souvent, semblent avoir été d'accord avec les dirigeants. Dans de nombreux cas, le problème n'est pas tant qu'ils aient pris part à des actes frauduleux, mais plutôt qu'ils n'aient pas su remettre en question le plan d'entreprise ou la stratégie de la société, et notamment des projets de développement euphoriques (aux États-Unis comme en Australie). Ces plans d'entreprise étant souvent le domaine réservé de la direction (ainsi que de détenteurs de blocs d'actions dans certains pays comme l'Italie), on s'est ensuite demandé si les régimes de rémunération proposés à la direction (notamment aux États-Unis, en Australie, au Royaume-Uni et maintenant en Allemagne) avaient réellement été compatibles avec les intérêts des actionnaires – et, de fait, des autres parties prenantes. Selon des travaux préliminaires, cela n'a pas été le cas, les éléments réunis indiquant que les dirigeants se sont servis de leur pouvoir pour négocier des rémunérations entraînant des disparités dans les incitations.²⁷ Dans

26 Ces préoccupations quant au manque d'intégrité ont été reflétées dans le nombre record de retraitements des comptes aux États-Unis en 2002. La forte baisse des cours des actions après l'an 2000 ne doit pas être considéré d'emblée comme la marque d'un manque d'intégrité, car un phénomène de correction macroéconomique de surévaluations était également en cours.

27 L'envolée rapide du cours des actions a encore aggravé la situation. Mais même si on exclut ce phénomène, le dispositif d'incitation des systèmes de rémunération, en particulier aux États-Unis, semble avoir été insuffisant. Selon les conclusions d'une étude, « en dépit des apparences, la rémunération des cadres n'est pas généralement le fruit d'une négociation menée dans des conditions de pleine concurrence, mais le résultat d'un processus sur lequel les cadres peuvent exercer une influence notable. De plus, bien que la rémunération des cadres soit à mettre en regard des facteurs déterminants sur le marché, ces facteurs pèsent rarement suffisamment lourd pour garantir une issue optimale des négociations. En conséquence, les cadres peuvent utiliser leur pouvoir afin d'influer sur les accords de rémunération et obtenir des rentes ». Voir L. Bebchuk, J. Fried et D. Walker, "Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation", *NBER Working Paper*, 9068, 2002

certain pays, on peut sans doute mieux percevoir l'ampleur de ce pouvoir à la lecture des dispositions extrêmement restrictives en matière de licenciements. Les raisons de la « défaillance du marché » dans la détermination de la rémunération des dirigeants résident notamment dans le recours largement répandu à des consultants spécialisés et dans le désir des entreprises de verser des rémunérations supérieures à la moyenne à titre de mécanisme d'affichage. Ces caractéristiques sont importantes pour l'examen des différentes solutions que peuvent apporter les pouvoirs publics (voir plus loin). Si la rémunération des dirigeants constitue souvent une question importante sur le plan de la politique et de l'actionnariat (avec de lourds sous-entendus concernant leur légitimité), il importe davantage encore de savoir si les mécanismes d'incitation n'ont pas faussé la répartition des ressources. Les disparités dans les incitations ont fortement contribué à la course à l'expansion des bénéficiaires et des cours des actions par un excès de fusions-acquisitions, ce qui dans plusieurs cas, a provoqué le surendettement des entreprises.

34. En résumé, l'action des pouvoirs publics dans les pays de l'OCDE se heurte à toute une série de défis, comme l'amélioration de la transparence et de la diffusion de l'information, ou le renforcement du contrôle exercé par le conseil d'administration ou des droits des actionnaires. Les Principes ont déjà constaté que ces aspects étaient déterminants pour l'efficacité du système de gouvernement d'entreprise, ce qui indique que l'application et la mise en œuvre des réglementations doivent être considérablement améliorées.

II. Les grands choix politiques ayant déterminé l'évolution récente

Principes, réglementation et loi : un compromis mouvant

35. L'une des caractéristiques importantes des Principes tient au fait qu'ils ne désignent pas explicitement de responsable de leur mise en œuvre. Ils sont plutôt destinés à servir de point de repère aussi bien pour les pouvoirs publics lorsqu'ils travaillent sur leur dispositif législatif et réglementaire, que pour les intervenants sur le marché lorsqu'ils développent leurs propres pratiques. Toutefois, comme le note la préface, « si les pouvoirs publics jouent un rôle central dans l'élaboration du cadre juridique, institutionnel et réglementaire qui préside à la définition des systèmes d'organisation du pouvoir dans les entreprises, la responsabilité en la matière incombe principalement au secteur privé. ».

36. Lorsqu'ils ont abordé la question du gouvernement d'entreprise, les pays de l'OCDE ont fait appel à une combinaison variable d'instruments législatifs et réglementaires d'une part, et à des codes et principes facultatifs de l'autre. Dans certains cas, ces codes et principes ont été adossés à l'obligation législative ou réglementaire de « les respecter ou de se justifier ». Le compromis entre la loi, la réglementation et les principes facultatifs varie sensiblement selon les pays de l'OCDE en fonction notamment de leur histoire, de leurs traditions juridiques, de l'efficacité de leurs tribunaux, de leur structure politique et du stade de développement de leurs entreprises. En ce qui concerne la politique appliquée, ces facteurs constituent pour l'essentiel des données prédéterminées, ce qui ne saurait empêcher les pouvoirs publics de rechercher au jour le jour des solutions de rechange lorsqu'ils envisagent de modifier leur dispositif ou de prendre de nouvelles initiatives. À cet égard, les principes élaborés par l'OCDE dans le cadre de ses travaux sur la réforme de la réglementation sont utiles. Ces principes appellent les pouvoirs publics à examiner attentivement les coûts et les avantages des changements qu'ils se proposent de réaliser et à étudier toute une panoplie d'instruments alternatifs en vue de minimiser le coût d'application de la réglementation.²⁸

28 La méthodologie d'évaluation de l'impact de la réglementation est assez développée au Canada et elle a servi à étayer des propositions récentes concernant des modifications du droit des sociétés au Royaume-Uni.

37. Les principes ou codes à caractère facultatif déterminent le sens du changement tout en sachant qu'il n'y a pas « de solution unique » et que parvenir à la pratique voulue peut se faire au moyen d'instruments et de structures organisationnelles des plus divers. On peut donc penser que les coûts de respect de ces principes et codes resteront moins importants que les autres solutions d'ordre réglementaire. Cela étant dit, la plupart des pays vont également considérer qu'un certain nombre d'éléments comme les renseignements financiers essentiels, la transparence etc. doivent relever de dispositions juridiquement contraignantes. Les disparités au sein de l'OCDE sont considérables à cet égard. D'une part, certains pays considèrent que « des textes législatifs s'inspirant de grands principes », complétés par des lignes directrices précises sur les pratiques exemplaires, constituent le cadre préférable pour régler les problèmes de gouvernance. De plus, à vouloir inscrire des prescriptions détaillées dans la réglementation, on risque d'instaurer une mentalité du « dis-moi où il est écrit que c'est interdit », l'accent se déplaçant vers le respect de la règle plus que de la politique qui la sous-tend. D'autre part, il y a l'autre approche que l'on peut trouver en Autriche et en Allemagne, le premier de ces pays affirmant que l'on n'a pas besoin d'une série de principes puisque tout cela est couvert par les textes législatifs et réglementaires. Cela étant, en Allemagne, on entend aussi des appels à reconsidérer la nature et le contenu du droit des sociétés. Comme l'observe Hommelhoff, toute la question est de trouver un compromis pragmatique et raisonnable entre les problèmes qui devraient être réglés par des responsables extérieurs aux sociétés – ainsi que par le législateur et les autorités de tutelle – et les problèmes pour lesquels on devrait s'en remettre aux règles définies par les sociétés elles-mêmes.²⁹

38. On observe aussi une tendance croissante à confier le soin de définir les règles, non plus au législateur, mais à une autorité de tutelle qui peut elle-même choisir entre des groupes privés concurrents pour définir les normes. C'est le cas aussi bien au Royaume-Uni et en Allemagne où l'autorité chargée des règles d'admission à la cotation boursière a accepté les normes de gouvernance énoncées par d'autres organismes, ce qui limite leur caractère facultatif tout en leur conférant une légitimité politique. Le cas des deux grands marchés d'actions américains (le NYSE et le Nasdaq) est plus difficile à catégoriser. Ils ont en effet défini leurs propres normes, sous réserve de l'approbation et du contrôle de la SEC, mais, comme ils contrôlent l'essentiel du marché des valeurs mobilières, ils ont instauré une réglementation de fait.

39. Plus récemment, on a vu apparaître un schéma consistant à durcir les conditions d'application du droit des sociétés et de la réglementation correspondante. C'est particulièrement vrai aux États-Unis où, par exemple, les directeurs généraux doivent désormais jurer de l'exactitude de leurs états financiers, ce qui les rend potentiellement responsables de leur publication. Dans d'autres pays, comme l'Irlande, l'application du droit des sociétés a été durcie en faisant porter plus spécialement la responsabilité des enquêtes et poursuites sur une autorité de tutelle distincte du ministère spécialisé, tandis que le Canada, comme plusieurs autres pays de l'OCDE, a mis en place un groupe d'action contre la criminalité en col blanc auquel sont associés de multiples organismes publics.

Droit et réglementation des sociétés

40. Même avant les événements récents, un certain nombre de pays (Royaume-Uni, Italie, Irlande) étaient en passe de procéder à une remise à plat assez radicale de leur droit des sociétés et un réexamen de

29 La commission allemande sur le gouvernement d'entreprise (*Grundsatzkommission Corporate Governance*) pose ces questions fondamentales, bien qu'à une exception près, elle n'ait pas encore modifié les changements intervenus dans la nature du droit des sociétés. Ces questions ont également été posées au parlement belge lors du débat sur la Loi dite de Corporate Governance en 2002, puis de nouveau en 2003 à propos de la rémunération des dirigeants. Pour plus de précisions, voir P. Hommelhoff, « The OECD Principles on Corporate Governance: Opportunities and Risks from the Perspective of the German Corporate Governance Movement », *International and Comparative Corporate Law Journal*, Vol 2, 2001.

ce type était déjà en cours en Suisse. Ces révisions procèdent notamment du souci « d'aboutir à un système économiquement efficace, juste et transparent de nature à faire la part entre les intérêts des entreprises et ceux des actionnaires, des créanciers et des autres parties prenantes », « d'améliorer la compétitivité et de favoriser l'activité entrepreneuriale », « d'accroître le rôle d'un ordonnancement privé par les intervenants du secteur des entreprises » ainsi que « d'assurer une meilleure protection des investisseurs ». En Irlande, il est prévu que « ...une fois réformé et rationalisé, le code des sociétés devienne efficace, intelligible pour les dirigeants et actionnaires des sociétés et que la loi traduise la façon dont l'entreprise est effectivement dirigée ». Dans d'autres pays, des modifications progressives de l'organisation et du financement des sociétés ont aussi entraîné des changements importants du droit des sociétés (Japon, Allemagne, Finlande, Turquie, Pologne) et d'autres pays en envisagent également (Suède, Portugal, Norvège). Bien que les préoccupations relatives au gouvernement d'entreprise n'aient pas été primordiales, du moins durant la première phase du processus, les modifications récentes du droit et de la réglementation des sociétés témoignent des préoccupations de l'heure (Tableau 2). En effet, un certain nombre de pays ont désormais pris des mesures législatives pour renforcer les fonctions de contrôle et améliorer la transparence (voir ci-après). La nécessité de protéger les actionnaires minoritaires contre leur exploitation est également abordée, notamment en Belgique et en Italie, pays dans lesquels la pratique dite de « l'évidage des sociétés rachetées » a constitué un problème important.

Table 2. Synthèses des évolutions récentes du droit et de la réglementation des sociétés

	Principes ou codes avec obligation de respecter les textes ou de se justifier	Définitions des fonctions de vérification et limites imposées aux vérificateurs	Amélioration de la transparence	Définition et contrôle des conflits d'intérêts	Amélioration ou facilitation de l'exercice du droit de vote. Accroissement du rôle des assemblées générales annuelles	Rôle des administrateurs indépendants
Belgique		+		+	+	
États-Unis		+	+	+		+
Espagne	+	+	+	+		
Allemagne	+		+		+	
Autriche		+				
Irlande		+				
Finlande						
Portugal				+		
Pays-Bas		+	+		+	
Grèce		+	+	+		+
Rép. tchèque		+	+	+	+	
Australie			+			
Turquie		+			+	
Pologne	+	+	+	+		
Suisse	+	+	+	+		+
Royaume-Uni			+			
Italie		+	+	+		+
Hongrie						
Suède					+	
Mexique	+		+			+
Corée			+	+	+	+
France			+		+	
Canada		+			+	
Japon		+	+		+	+
Danemark						
République slovaque						

Nouvelle-Zélande			+			
Norvège						
Luxembourg						
Islande						

Source : Contributions des différents pays à l'OCDE et à la base de données de l'OCDE sur le droit des sociétés. Un signe + indique une modification récente (au cours de la dernière ou des 2 dernières années) des textes législatifs ou réglementaires.

41. Bien que les réformes du dispositif législatif et réglementaire dans les pays de l'OCDE semblent s'orienter vers la mise en œuvre des Principes, il serait utile de pouvoir indiquer de façon synthétique non seulement le sens du changement, mais encore le stade de réalisation atteint ou la situation de départ. De fait, les études sur le gouvernement d'entreprise avancent lentement dans ce domaine ce qui permet d'abandonner la distinction entre le droit civil et la « common law » au profit d'un recentrage sur des instruments spécifiques. La base de données de l'OCDE sur le droit des sociétés et le gouvernement d'entreprise constitue une source précieuse pour obtenir des informations de ce type et après mise à jour elles sont complétées grâce aux comparaisons que va permettre le récent questionnaire entre l'année 2000 et la fin de 2002. Toutefois, il convient d'examiner avec prudence les statistiques synthétiques, dans la mesure où (i) elles ne peuvent pas être établies simplement en cochant des cases OUI dans des questionnaires puisque certains indicateurs peuvent être des substituts d'autres indicateurs, (ii) certaines caractéristiques peuvent ne pas être prises en compte explicitement dans la loi ou la réglementation, mais par l'intermédiaire d'autres instruments d'habilitation qu'il conviendrait d'identifier, et (iii) il peut aussi être nécessaire de tenir compte de dispositifs privés et de précédents juridiques. Un exercice plus simple consiste à se faire une idée du schéma de la loi et de la réglementation dans la zone de l'OCDE. Les calculs préliminaires seront présentés ultérieurement.

La prolifération des principes et des codes

42. Depuis l'adoption des Principes en 1999, quelques 30 codes ou principes ont été adoptés dans la zone de l'OCDE et si l'on tient compte des principes relatifs à l'exercice des droits de vote des investisseurs institutionnels et autres séries de recommandations du même type de la part d'intervenants spécialisés, ce nombre est encore plus grand. On trouvera au tableau 3 une synthèse des principes actuellement en vigueur dans les pays de l'OCDE ainsi que des textes antérieurs afin de donner une idée du sens dans lequel vont les changements récents. Plusieurs points communs en ressortent. Premièrement, un grand nombre de pays se sont souciés d'améliorer le fonctionnement de la surveillance des conseils d'administration et, plus récemment, d'améliorer la qualité des administrateurs.³⁰ Deuxièmement, même dans les pays passant généralement pour privilégier les initiés dans les mécanismes de gouvernement d'entreprise, il y a eu la préoccupation d'améliorer les résultats des sociétés et de garantir leur accès au capital : les questions de croissance semblent avoir joué un rôle dans la détermination des priorités. Troisièmement, l'amélioration de la responsabilité des dirigeants vis-à-vis des actionnaires a motivé certaines démarches, mais ce souci a sans doute été plus lié à la nature de l'organisme promoteur de la démarche. Quatrièmement, on assiste à une tendance au durcissement de l'application des principes nationaux par un abandon de leur caractère facultatif au profit de diverses interprétations du principe « respecter les textes ou se justifier ». Cinquièmement, certains principes nationaux sont en fait extrêmement prescriptifs et détaillés.

30 Pour une évaluation plus précise portant uniquement sur les pays de l'UE, voir *Comparative study of corporate governance codes relevant to the European Union and its Member States*, Weil, Gotshal et Manges, Bruxelles, 2002.

Table 3. Synthèse des codes et des principes en vigueur et de leurs prédécesseurs

(à l'exclusion des principes spécifiques comme ceux des fonds de placement)

Pays	Code	Principaux objectifs	Instruments
Allemagne	Code de l'Initiative de Berlin (juin 2000)	Améliorer la qualité de la gouvernance (surveillance) des conseils d'administration	Facultatif. Équilibre des pouvoirs au sein des conseils d'administration et de surveillance et entre eux ; rémunération liée aux performances de la société et à l'expérience ; mise en place de comités du conseil de surveillance ; facilitation du vote des actionnaires
	Règles de gouvernement d'entreprises à l'intention des entreprises cotées en bourse (juillet 2000)	Améliorer la responsabilité vis-à-vis des actionnaires et/ou maximiser la valeur pour l'actionnaire ; améliorer la gouvernance (surveillance) des conseils d'administration	Facultatif. Dispositions de la loi sur les sociétés et sur les groupes de sociétés concernant la protection des actionnaires, la communication financière et la transparence ; composition, responsabilité et rémunération des conseils.
	Code de la Commission Cromme (février 2002). Devenu le Codex allemand (mis à jour en mai 2003)	Promouvoir la confiance des investisseurs internationaux et nationaux dans la gestion et le contrôle des sociétés allemandes cotées	Principe « respecter les textes ou se justifier » inscrit dans la loi ; amélioration de l'information et des possibilités de vote des actionnaires ; mise en place de comités du conseil de surveillance ; rémunération liée aux performances de la société et à l'expérience ; divulgation des conflits d'intérêts des administrateurs ;
Australie	Australian Stock Exchanges (ASX) Corporate Governance Council, Principles of Good Corporate Governance and Best Practice Recommendations, mars 2003	Optimiser les performances individuelles pour faire face à un environnement en évolution constante	Les règles d'admission à la cotation de l'ASX imposent le principe « respecter les textes ou se justifier » ; équilibre des pouvoirs au sein du conseil d'administration, divulgation de la répartition des responsabilités, des compétences professionnelles des administrateurs et de leur capacité à exercer un jugement indépendant ; séparation des fonctions de président et de directeur général, mise en place de comités des conseils d'administration où siègent majoritairement des administrateurs indépendants, contrôle de l'éthique ; plus grande implication des actionnaires ; transparence des rémunérations liées aux performances de la société et aux résultats individuels ; encourager la dénonciation des manquements aux règles
	IFSA Corporate governance: a guide for investment managers and corporations, décembre 2002	Améliorer les performances des sociétés	Principe « respecter les textes ou se justifier » ; imposition du vote des CDI sur toutes les questions importantes ; mise en place de conseils compétents et diversifiés composés majoritairement d'administrateurs indépendants ; attribution de la présidence à un administrateur indépendant ; principes directeurs sur la rémunération des dirigeants et le fonctionnement des comités d'audit ; les sociétés doivent se doter de codes d'éthique
Autriche	Code autrichien de gouvernement d'entreprise, septembre 2002	Renforcer la confiance des investisseurs et créer de la valeur de façon viable pour le long terme	Principe une action, un vote ; mise en place de comités du conseil d'administration ; quelques obligations d'indépendance spécifiées ; rémunérations liées aux performances de la société et des individus ; conflits d'intérêts ; représentation des minoritaires au conseil de surveillance ; limitation du nombre de postes occupés dans les conseils de surveillance et d'administration de différentes sociétés

Belgique	Recommandations de la Fédération des entreprises belges (janvier 1998)	Améliorer les performances des sociétés, la compétitivité et/ou l'accès au capital	Équilibre des pouvoirs au sein du conseil d'administration qui doit comporter un certain nombre d'administrateurs indépendants ; indépendance des comités
	Rapport Cardon (décembre 1998)	Améliorer les performances des sociétés, la compétitivité et/ou l'accès au capital	Principe « respecter les textes ou se justifier » imposé par les règles d'admission à la cotation de la Bourse de Bruxelles ; équilibre des pouvoirs au sein du conseil d'administration qui doit comporter un certain nombre d'administrateurs indépendants ; transparence des rémunérations liées aux performances de la société
Canada	Exigences en matière de divulgation et lignes directrices modifiées, Bourse de Toronto, mars 2002	Améliorer la qualité du gouvernement des entreprises canadiennes	Acceptation générale du Rapport Saucier, hormis pour la présidence du conseil d'administration exercée par un administrateur indépendant comme condition d'admission à la cotation ; divulgation des pratiques de gouvernance ; approbation par les actionnaires des plans d'options d'achat d'actions.
	Au-delà de la conformité, la gouvernance, (Rapport Saucier), novembre 2001	Favoriser la position concurrentielle des sociétés canadiennes dans le pays et à l'étranger en renforçant leurs pratiques de gouvernement d'entreprise.	Contrôle de la direction par le conseil d'administration qui doit comprendre des administrateurs indépendants et être présidé par l'un d'eux ; création d'un comité d'audit uniquement présidé par un administrateur extérieur
Corée	Code des pratiques exemplaires de gouvernement d'entreprise, septembre 1999	Maximiser la valeur des sociétés en renforçant leur transparence et leur efficacité pour l'avenir	Facultatif. Améliorer la participation, l'information et le vote des actionnaires aux AG ; au moins ¼ d'administrateurs extérieurs; ³¹ droit de vote cumulé pour assurer la représentation des actionnaires minoritaires ; mise en place de comités ; comité d'audit présidé par un administrateur extérieur et composé pour les 2/3 d'administrateurs extérieurs ; communication de toutes les informations importantes pour les décisions des actionnaires.
	Mise à jour, février 2003		Principe « respecter les textes ou se justifier » pour l'admission à la cotation ; conditions différentes pour les grandes et les petites entreprises ; administrateurs extérieurs indépendants vis-à-vis des familles détenant le contrôle ; nombre minimum d'administrateurs de ce type : 2 avec plus de la moitié pour les grandes entreprises ; diffusion équitable de l'information et renforcement du rôle des administrateurs extérieurs dans la vérification des comptes, etc ; institutions pour l'exercice des droits de vote et la divulgation des votes.
Danemark	Rapport et Recommandations Nørby (décembre 2001)	Améliorer les performances des sociétés, la compétitivité et/ou l'accès au capital	Plein pouvoir de décision revenant aux actionnaires en cas d'OPA ; publication recommandée de rapports trimestriels ; contrôle de la direction par le conseil d'administration ; rémunération des dirigeants proportionnelle aux résultats de l'entreprise et aux responsabilités assumées ; le conseil d'administration est uniquement composé d'administrateurs indépendants ; renouvellement par tranches du conseil d'administration

31 Les administrateurs extérieurs sont définis comme des administrateurs « capable d'exercer leur mission de façon indépendante de la direction, des actionnaires majoritaires et de la société ».

			recommandé
	Principes directeurs de l'Association danoise des actionnaires (février 2000)	Améliorer la responsabilité vis-à-vis des actionnaires et/ou maximiser la valeur pour l'actionnaire	4 administrateurs indépendants dans le conseil ; mise en place d'un comité de rémunération ; rémunération transparente liée aux performances de la société
Espagne	Rapport Olivencia (février 1998)	Améliorer les performances des sociétés, la compétitivité et/ou l'accès au capital	Mission du conseil de créer de la « valeur pour l'actionnaire » ; large majorité d'administrateurs sans fonction de direction, dont un nombre d'administrateurs indépendants proportionnel au flottant ; même proportion dans les comités de direction ; contre-pouvoir au sein du conseil vis-à-vis du directeur général/président ; mise en place d'autres types de comités ; rémunération en fonction des résultats ; limitation et contrôle des transactions avec des parties liées ; amélioration de la participation, de l'information et du vote des actionnaires.
	Informe de la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades [Communiqué de la Commission spéciale pour la promotion de la transparence et de la sécurité sur les marchés et dans les sociétés], Coti, janvier, 2003		Confirme le rapport Olivencia ; proposition au gouvernement et au parlement de promulgation d'une loi pour que les entreprises cotées (i) adoptent le principe « respecter les textes ou se justifier » ; (ii) définissent plus en détail les conflits d'intérêts des administrateurs ; (iii) adoptent un code de gouvernement d'entreprise.
États-Unis	Commission on Public Trust and Private Enterprise, Conference Board (Rapport Peterson) janvier 2003	Traiter des abus répandus qui ont abouti aux scandales récents et à un recul de la confiance du public dans les sociétés, leurs dirigeants et dans les marchés financiers américains	Facultatifs. Principes établis pour la comptabilité et la vérification des comptes ; rééquilibrage des fonctions du conseil d'administration et du directeur général ; plus d'administrateurs indépendants et plus qualifiés ; surveillance de l'éthique ; plus grande participation des actionnaires ; transparence des rémunérations liées aux performances de l'entreprise.
	Corporate governance rules proposals, NYSE, avril 2003	Révision des normes d'admission à la cotation du NYSE	Normes d'admission à la cotation. Évaluation du coût des options d'achat d'actions ; renforcement de l'indépendance du conseil d'administration, désignation de plus fortes personnalités, comités de rémunération des dirigeants et d'audit ; approbation des plans d'option d'achat d'actions par les actionnaires
	Corporate governance and listing standards, Nasdaq, mars 2003	Révision des normes d'admission à la cotation du Nasdaq	Normes d'admission à la cotation. Évaluation du coût des options d'achat d'actions ; renforcement de l'indépendance du conseil d'administration, désignation de plus fortes personnalités, comités de rémunération des dirigeants et d'audit
	Principles of corporate governance, Business Roundtable, mai 2002 (ainsi qu'en septembre 1997)	Faire progresser la capacité des sociétés américaines cotées de faire face à la concurrence, de créer des emplois et de générer de la croissance économique	Facultatifs. Rôle de surveillance de la direction dévolu aux administrateurs pour le compte des actionnaires ; adoption d'un code de conduite pour la direction ; présence d'un nombre substantiel d'administrateurs indépendants au conseil d'administration ; mise en place de comités notamment d'un comité des nominations et des rémunérations, uniquement composé d'administrateurs indépendants

	Report of the NACD Blue Ribbon Commission on director Professionalism, 1996, réédition 2001	Créer et maintenir un comité d'audit qui ajoute de la valeur au conseil d'administration et à la société	Facultatif. Des comités d'audit doivent être mis en place par les conseils d'administration quelle que soit la taille de l'entreprise ; les performances des comités doivent être évaluées par référence à une charte ; des administrateurs compétents et indépendants doivent présider les comités.
Finlande	Code de la Chambre de Commerce et de la Confédération de l'industrie et des employeurs de Finlande (février 1997)	Améliorer la qualité de la gouvernance (surveillance) des conseils d'administration	
	Principes directeurs du ministère du Commerce et de l'Industrie (novembre 2000)	Améliorer les performances des sociétés, la compétitivité et/ou l'accès au capital	
France	Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées (rapport Bouton), septembre 2002	Révision des rapports Viénot à la suite des événements récents ayant affecté des sociétés.	Les rapports Viénot servent de point de départ ; contrôle de la direction par le conseil d'administration ; compétence et diversification du conseil, composé pour 1/3 à 1/2 d'administrateurs indépendants ; indépendance des vérificateurs externes ; comités d'audit et de rémunération composés intégralement d'administrateurs sans fonctions de direction, dont 2/3 d'administrateurs indépendants ; préoccupations quant à l'instabilité des bilans découlant de l'adoption des normes de comptabilité IAS.
	Commission Hellebuyck Recommandations (juin 1998 ; mise à jour octobre 2001)	Améliorer la responsabilité vis-à-vis des actionnaires et/ou maximiser la valeur pour l'actionnaire	Amélioration de la participation, de l'information et du vote des actionnaires ; aux AG ; mise en place de comités du conseil d'administration composés pour 1/3 jusqu'à une majorité d'administrateurs indépendants ; rémunération transparente liée aux performances de la société
	Rapports Viénot I et II (juillet 1995 et juillet 1999)	Améliorer la qualité de la gouvernance (surveillance) des conseils d'administration	Prééminence du conseil d'administration et collégialité de ses décisions ; mise en place de comités du conseil d'administration composés pour 1/3 au moins d'administrateurs indépendants ; comités d'audit composés pour 1/3 d'administrateurs indépendants.
Grèce	Rapport Mertzanis (octobre 1999)	Améliorer les performances des sociétés, la compétitivité et/ou l'accès au capital	Améliorer la participation, l'information et le vote des actionnaires aux AG ; conseil d'administration : séparation des fonctions de président et de directeur générale ; majorité d'administrateurs sans fonction de direction ; nombre non précisé d'administrateurs indépendants ; mise en place d'un comité d'audit interne, composé d'au moins 3 administrateurs sans fonctions de direction ; rémunération liée aux performances de l'entreprise.
	Principes de la Fédération des industries grecques (août 2001)	Améliorer les performances des sociétés, la compétitivité et/ou l'accès au capital	
Hongrie	Néant		
Irlande	IAIM Guidelines (mars 1999)	Améliorer la qualité de la gouvernance (surveillance) des conseils d'administration	Adoption du Code combiné du Royaume-Uni ; mise en place de comités de rémunération ; limitation des plans d'options d'achat d'actions ; rémunération liée aux performances de la société.
Islande			
Italie	Code de gouvernement d'entreprise, Borsa Italiana, révisé, juillet 2002	Améliorer les résultats, la compétitivité et/ou l'accès au capital des sociétés. Améliorer la qualité des informations diffusées aux marchés d'actions en	Application facultative du principe « respecter les textes ou se justifier » Présence non précisée mais notable d'administrateurs indépendants ou sans

		matière de gouvernance	fonction de direction ; neutralité sur la séparation des fonctions de président et de directeur général ; obligation pour le comité de direction de rendre pleinement compte de son activité au conseil d'administration ; mise en place de comités de rémunération majoritairement composés d'administrateurs sans fonction de direction ; rémunération liée aux performances de la société ; mise en place de comités de contrôle interne entièrement composés d'administrateurs sans fonctions de direction, dont la majorité doivent être indépendants ; équité sur le fond et la procédure dans les transactions avec des parties liées.
Japon	Principes révisés de gouvernement d'entreprise, Japan Corporate Governance Forum, octobre 2001	Favoriser le développement d'un gouvernement d'entreprise sain au Japon.	Facultatif. Rémunération liée aux performances de l'entreprise pour les administrateurs et les salariés ; séparation des fonctions de DG et de président ; majorité d'administrateurs extérieurs au conseil ; mise en place de comités présidés et majoritairement composés par des administrateurs extérieurs ; administrateurs indépendants pour le comité d'audit.
Luxembourg	Néant		
Mexique	Código de Mejores Prácticas Corporativas [Code des pratiques exemplaires des sociétés], juillet 1999	Améliorer la qualité des conseils d'administration ; mieux contrôler les fonctions d'audit ; améliorer la transparence	Au moins 20 % d'administrateurs extérieurs ³² au conseil ; mise en place de comités, le comité d'audit étant présidé par un administrateur extérieur ; améliorer la participation, l'information et le vote des actionnaires aux AG.
Pays-Bas	Rapport Peters (juin 1997)	Améliorer la qualité de la gouvernance (surveillance) des conseils d'administration	Facultatif. Le conseil de surveillance rend compte des conflits d'intérêts au président ; limitation du nombre de sièges d'administrateurs pouvant être occupés par une même personne ; rémunération non liée aux résultats de la société ; la mise en place de comités n'est ni recommandée ni découragée ; les dérogations au principe « une action, une voix » sont admises (notamment lors des OPA) ; amélioration de la participation et de l'information des actionnaires.
	Manuel et Principes directeurs de la SCGOP (août 2001)	Améliorer la responsabilité vis-à-vis des actionnaires et/ou maximiser la valeur pour l'actionnaire	Principe « respecter les textes ou se justifier » recommandé ; amélioration de la participation, de l'information et du vote des actionnaires (institutionnels) ; restrictions de l'émission d'actions à droit de vote multiple et des mesures anti-OPA ; rémunération des membres du conseil de surveillance liée aux performances de la société.
	Recommandations de la Commission Tabaksblatt, juillet 2003	Améliorer la mise en œuvre du Rapport Peters. Moderniser les pratiques.	Le principe « respecter les textes ou se justifier » doit devenir une obligation légale. Concerne les sociétés comportant un ou deux organes d'administration. Définit les responsabilités du conseil d'administration, qui comprennent la gestion et le contrôle des risques. Protège les droits des dénonciateurs. Limite le nombre de sièges d'administrateurs détenus par une personne. La politique de rémunération doit être approuvée par les actionnaires et les rémunérations individuelles doivent être intégralement

			divulguées. Contrôle des conflits d'intérêts. Le conseil de surveillance doit avoir un système de rotation et des comités, notamment d'audit et de rémunération. Indépendance à l'égard de la direction et d'intérêts particuliers. Définition de l'indépendance. Majorité d'administrateurs indépendants et séparation des fonctions de président et de directeur général dans les sociétés dotées d'un seul organe d'administration. La modification de l'identité de la société doit être approuvée par les actionnaires. Octroi de pleins pouvoirs aux détenteurs de certificats de dépôts d'actions. Divulgation par les investisseurs institutionnels qui se voient imposer un devoir fiduciaire.
Norvège	En préparation		
Nouvelle-Zélande	Stock Exchange Principles, 2003		Le principe « respecter les textes ou se justifier » comme norme d'admission à la cotation ; un tiers des administrateurs indépendants ; obligation de séparation des fonctions de président et de DG.
Pologne	Pratiques exemplaires dans les sociétés cotées en bourse 2002, juillet 2002	Améliorer les performances des sociétés, la compétitivité et/ou l'accès au capital. Améliorer la qualité des conseils d'administration. Améliorer la valeur pour les actionnaires et les parties prenantes	Principe « respecter les textes ou se justifier » ; protection des actionnaires minoritaires ; améliorer la participation, l'information et le vote des actionnaires ; renforcement de la transparence ; au moins la moitié des membres du conseil de surveillance doivent être indépendants.
	Institut d'économie de marché de Gdansk, Code de gouvernement d'entreprise des sociétés polonaises cotées, juin 2002	Protéger les actionnaires minoritaires.	Principe « respecter les textes ou se justifier » recommandé ; au moins deux membres indépendants dans le conseil de surveillance ; limitation des mesures anti-OPA ; améliorer la participation, l'information et le vote des actionnaires.
Portugal	Recommandations de la Commission du marché des valeurs mobilières (novembre 1999)	Améliorer les performances des sociétés, la compétitivité et/ou l'accès au capital	Principe « respecter les textes ou se justifier » imposé par l'autorité de tutelle depuis 2001 ; communication d'informations au public ; améliorer la participation, l'information et le vote des actionnaires ; divulgation des politiques de vote des investisseurs institutionnels ; limitation des mesures anti-OPA ; au moins un administrateur indépendant.
République slovaque	Néant		
République tchèque	Code révisé de gouvernement d'entreprise, Commission tchèque des valeurs mobilières, février 2001	Énoncer des pratiques exemplaires en matière de transparence et de responsabilité à l'intention des sociétés de République tchèque, afin de favoriser la confiance des investisseurs.	Efficacité et responsabilité des conseils d'administration ; égalité de traitement et protection des actionnaires ; transparence ; rôle actif des investisseurs institutionnels ; les conseils d'administration doivent agir indépendamment des actionnaires majoritaires ; 25 % de membres indépendants dans le conseil de surveillance ; divulgation de tous les conflits d'intérêts des administrateurs ; mise en place de comités comprenant une majorité d'administrateurs indépendants.
Royaume-Uni	Rapport Higgs, janvier 2003	Examen du rôle et de l'efficacité des administrateurs indépendants par des propositions de révision du Code combiné	Désormais introduit dans le Code combiné. Améliorer la qualité et le sens des responsabilités des administrateurs indépendants ; renforcer la surveillance de la comptabilité et de la vérification comptable ; ½ d'administrateurs indépendants sans fonctions de direction dans le conseil (hors président) ; séparation des fonctions de président et de DG ; comité de nomination

			majoritairement composé d'administrateurs indépendants dirigé par le président ; comité des rémunérations entièrement composé d'administrateurs indépendants ; un administrateur indépendant expérimenté chargé de faciliter le dialogue avec les investisseurs.
	Combined Code (Code combiné, juillet 1998). Dernière mise à jour, juin 2003	Améliorer la qualité de la gouvernance (surveillance) des conseils d'administration ; améliorer la qualité des informations diffusées aux marchés d'actions en matière de gouvernance	Principes synthétisant les rapports Cadbury, Greenbury et Hampel et mis à jour à la suite du rapport Higgs et d'un rapport sur les comités d'audit. Le principe « respecter les textes ou se justifier » imposé pour l'admission au LSE. La partie sur le respect des textes doit désormais comprendre des normes principales et auxiliaires. À partir de 2004, ½ des administrateurs doivent être des personnalités extérieures indépendantes, leur nombre pouvant être ramené à 2 pour les petites entreprises. Le rapport sur les rémunérations est désormais inscrit dans la Loi sur les sociétés. Le Président doit être indépendant. Auto-évaluation du conseil d'administration. Renouvellement planifié et progressif du conseil d'administration. Ce dernier doit maintenir les contacts avec les actionnaires. Les actionnaires institutionnels doivent avoir des contacts avec la société et ont la responsabilité de faire un usage raisonné de leurs droits de vote.
Suède	Politique de l'association suédoise des actionnaires (novembre 1999 et octobre 2001)	Améliorer la responsabilité vis-à-vis des actionnaires et/ou maximiser la valeur pour l'actionnaire	Améliorer la participation, l'information et le vote des actionnaires ; importance de l'exercice de leur influence par les investisseurs institutionnels ; les décisions concernant le capital de la société (émissions, rachat, revente) ne doivent pas être déléguées au conseil d'administration ; le conseil d'administration doit être uniquement composé d'administrateurs sans fonction de direction, sauf le directeur général ; séparation des fonctions de président et de DG ; mise en place de comités d'audit, des nominations et des rémunérations dont les membres sont désignés par les actionnaires et uniquement composés d'administrateurs sans fonctions de direction, avec représentation des minoritaires ; les plans d'options d'achat d'actions sont conditionnés à des règles de transparence et des limites quantitatives.
Suisse	Code suisse de bonne pratique pour le gouvernement d'entreprise, Fédération des entreprises suisses, juillet 2002	Appliquer la transparence à la structure du groupe et aux rémunérations, améliorer le travail du conseil d'administration, renforcer les droits des actionnaires	Facultatif. Le principe « une action, une voix » n'est pas prévu dans le code ; améliorer la participation, l'information et le vote des actionnaires ; le conseil d'administration se compose d'une majorité d'administrateurs sans fonction de direction ; en cas de cumul des fonctions de président et de DG, instauration d'un équilibre au sein du conseil d'administration ; mise en place de comités d'audit et de rémunération majoritairement composés d'administrateurs sans fonction de direction ; rémunération proportionnelle aux résultats de l'entreprise et à la contribution individuelle.
	Directive concernant les	Encourager les émetteurs à la	Combinaison d'une obligation et d'un

	informations relatives au Corporate Governance, SWS Swiss Exchange, juillet 2002	transparence	principe de « respect des règles ou de justification » ; transparence sur les (groupes d') actionnaires importants, la structure du capital, la composition du conseil d'administration les rémunérations des administrateurs et les prêts qui leur sont consentis, les limitations des droits de vote.
Turquie	Néant		

Source : OCDE, sur la base des renseignements fournis par les autorités nationales.

43. Les textes donnant lieu à une application facultative ou les dispositions de type « respecter les textes ou se justifier » admettent explicitement que l'application d'une solution unique ne constitue pas une approche efficace du gouvernement d'entreprise, mais on observe des différences considérables dans leurs modalités d'application. En Allemagne, en Espagne et au Royaume-Uni, le principe « respecter les règles ou se justifier » a été inscrit dans la loi qui fait référence aux codes officiels de gouvernement d'entreprise. Dans certains cas cependant, comme en Allemagne, ce principe ne fait référence qu'à ce qui est considéré comme des éléments essentiels. Dans un certain nombre d'autres pays, le code est administré par un marché boursier par l'intermédiaire de ses conditions d'admission à la cotation, mais on ne sait généralement pas clairement si la bourse fait effectivement respecter le principe, voire si elle en assure une surveillance. La question de la mise en œuvre pose la question des sanctions, mais la radiation de la cote, qui est souvent implicite, apparaîtrait comme une sanction particulièrement lourde qui pourrait en fait porter préjudice aux investisseurs que le code s'efforce de protéger. Dans certains pays, les investisseurs pourraient s'efforcer de faire appliquer les codes en arguant que leur non-respect place un conseil d'administration en dehors de tout régime de protection en ce qui concerne l'interprétation de la loi. Il est trop tôt pour dire si cette possibilité risque de faire l'objet d'utilisations abusives de la part des investisseurs. Certains pays, comme la Corée ou le Portugal ont établi des procédures formelles de déclaration par des organismes indépendants. Toutefois, dans un certain nombre de pays, il y a aussi des incertitudes quant à la possibilité que cet exercice ne consiste plus qu'à cocher des cases dans un questionnaire et nuise à l'intention initiale des codes ou principes. Par exemple, à l'appui du Kodex de la Commission Cromme, un nouvel amendement au droit allemand en matière de gouvernement d'entreprise appelle les conseils de surveillance à évaluer leur efficacité chaque année en fonction d'une liste de critères. Seul le temps dira si les incitations seront suffisantes pour amener le conseil de surveillance à se livrer à un véritable exercice d'auto-évaluation ou si – compte tenu du caractère autonome de cette instance sans grande responsabilité vis-à-vis de parties prenantes clairement définies (dont les actionnaires) – il finira par se contenter de « cocher des cases ».

Que savons-nous du respect des codes et principes existants ?

44. Bien que les codes et principes facultatifs aient l'avantage de préserver une certaine souplesse et d'éviter des mesures législatives et réglementaires coûteuses, on est en droit de se poser la question de leur efficacité. Du côté positif, le rapport Cadbury au Royaume-Uni qui a fait œuvre de pionnier a effectivement amené des modifications sensibles de la structure des conseils d'administration et des caractéristiques des directions.³³ Ses recommandations ont été adoptées par le London Stock Exchange selon le principe « respecter les textes ou se justifier », avec une vérification par des auditeurs externes. Le rapport agissait en outre une certaine menace de mesures législatives si les sociétés ne respectaient pas les principes directeurs. Les autorités espagnoles font état d'un respect à 80 % de la totalité des

33 J. Dahya, J. McConnell and N. Travlos, « The Cadbury Committee: corporate performance and management turnover », *Journal of Finance*, 2001.

recommandations de l'ancien Code Olivencia (sans doute pas très ambitieux) et un rapport de suivi en Italie mentionne un respect assez élevé et une amélioration sensible de la structure des conseils d'administration et, sous certains aspects, de la transparence mais sans mécanismes de contrôle.³⁴ Les autorités mexicaines et allemandes évoquent un taux de respect de l'ordre de 70 %, avec une tendance à l'accroissement pour les mesures concernant les conseils d'administration.³⁵ En revanche, même si de nombreux codes et principes sont trop récents pour permettre d'en tirer des conclusions définitives, les bilans récents de la situation au Royaume-Uni, aux Pays-Bas, au Canada, au Portugal et en Australie soulèvent un certain nombre de questions :

- Selon un rapport par un groupe d'actionnaires militants, le PIRC³⁶, les deux tiers des sociétés britanniques ne respectent pas intégralement les normes facultatives en matière de gouvernement d'entreprise et ce, deux ans après l'introduction du Combined Code (Code combiné). Plus précisément, un certain nombre de sociétés continuent d'associer les rôles de directeur général et de président, ce qui, au regard du code britannique, occulte les lignes de démarcation en matière de responsabilité. En outre, trop rares sont les entreprises qui comptent un nombre suffisant d'administrateurs indépendants (les entreprises décident elles-mêmes de la définition, ce qui rend les comparaisons difficiles) et 75 % des conseils d'administration sont contrôlés par des administrateurs qui ne sont pas indépendants. On peut par ailleurs continuer de douter de l'indépendance des comités de rémunération et de nomination. La structure des incitations à laquelle font face les vérificateurs externes n'a pas non plus beaucoup changé, la moyenne des sociétés cotées au FTSE rémunérant ses commissaires aux comptes deux fois plus au titre de services de conseil que sous forme d'honoraires de vérification.
- Environ un tiers seulement des 313 premières sociétés canadiennes respectent toutes les normes de communication en matière de gouvernement d'entreprise énoncées par les principes directeurs de la Bourse de Toronto. De plus, la qualité de la communication d'informations en matière de gouvernement d'entreprise, qui conditionne pourtant l'admission à la cotation, semble médiocre pour de nombreuses sociétés.³⁷
- Aux Pays-Bas, malgré une initiative de quelques grandes sociétés en 2002 en vue de donner plus de pouvoir aux actionnaires, un suivi de l'application des 40 recommandations facultatives de la Commission Peters de 1997 a montré que les conseils d'administration continuent de rogner les droits des actionnaires et que les investisseurs institutionnels n'ont pas été suffisamment actifs pour contrer ces pratiques.³⁸ De fait, moins de la moitié des

34 *Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (Anno 2002)*, Assonime, Rome, février 2003.

35 En ce qui concerne l'Allemagne, une étude commandée par le gouvernement et portant sur 99 grandes sociétés cotées (sur le DAX et le MDAX) a fait apparaître un taux très élevé de quelque 90 % de respect des dispositions du Kodex (à savoir 90 % des 30 entreprises cotées sur le DAX ont mis en œuvre 59 des 62 recommandations). Cela étant, cette enquête porte sur les éléments essentiels du Kodex et non sur des recommandations ayant plus un caractère de vœu (utilisation de *sollte, kann*). Voir *Umsetzung des Deutschen Corporate Governance Kodex in Börsennotierten Gesellschaften*, Berlin 19 mai 2003. Voir à l'adresse www.bccg.tu-berlin.de

36 *PIRC's Annual Review of Corporate Governance*, December 2002, voir www.pirc.co.uk

37 B. McConony and M. Bujaki, « Corporate governance: factors influencing voluntary disclosure by publicly traded Canadian firms », *Perspectives comptables canadiennes*, n°2, automne 2002. Voir aussi R. Labelle, *The statement of corporate governance practices: a voluntary disclosure and corporate governance perspective*, exemplaire ronéoté, HEC Montréal, juin 2002.

sociétés cotées respectaient la recommandation de la Commission Peters sur l'application du principe « respecter les textes ou se justifier ». En conséquence, un nouveau panel a été constitué et a publié un projet de code en juillet 2003 qui recommande de faire de ce principe une obligation légale.

- Au Portugal, 3 % seulement des sociétés respectent la recommandation destinée à encourager l'exercice des droits de vote et les chiffres concernant la fourniture des informations en vue des votes et la présence d'au moins un administrateur indépendant de la principale partie prenante sont de 7 et 46 % respectivement.³⁹
- Selon une enquête australienne, sur 250 sociétés cotées, quelque 30 % présentaient des structures de gouvernance déficientes au regard des normes fixées par l'Australian Investment and Financial Services Association.⁴⁰ Pratiquement toutes étaient dotées de comités d'audit, mais moins d'un tiers avaient des comités de rémunération. Mais surtout, seulement un tiers des comités d'audit et de rémunération comportaient une majorité de membres indépendants.

45. Le respect médiocre de ces textes traduit sans doute le fait que ces instruments ne conviennent tout simplement pas à de nombreuses sociétés, mais s'il est très faible, il faut en outre se poser des questions sur la possibilité générale d'appliquer ces principes eux-mêmes. Deux études se sont penchées plus en détail sur le manque de respect de ces textes. Aux Pays-Bas, les principes facultatifs étaient notamment destinés à renforcer le rôle des actionnaires.⁴¹ Avec un changement aussi fondamental, il n'est guère surprenant qu'une de ces études ait constaté que les recommandations n'avaient pas d'effet notable sur les caractéristiques du gouvernement d'entreprise en dépit du fait que des études empiriques indiquent que la rentabilité des sociétés affichant une plus grande responsabilité vis-à-vis des actionnaires évoluait bien plus favorablement.⁴² Cette situation est donc analogue à celle du Portugal (évoquée précédemment) où le respect des principes de vote a été médiocre. De toute évidence, l'efficacité de l'autodiscipline dépend de la question de savoir qui détient les droits de vote et de l'existence d'une véritable relation entre

38 L'étude de suivi est intitulée "Corporate governance 2002, de stand van zaken", *Nederlandse Corporate Governance Stichting*, 2002. Les évolutions plus récentes concernant les grandes entreprises sont décrites dans *Trends and Results*, Deminor, avril 2003.

39 Commission portugaise des marchés de valeurs mobilières (CMVM), *4th Survey on Corporate Governance Practices*, Lisbonne, 2002.

40 *Horwath 2002 Corporate Governance Report*, Horwath Sydney 2002. Certaines sociétés affichant de faibles résultats en matière de gouvernement d'entreprise étaient également assez importantes et marchaient bien.

41 Les conseils de surveillance des grandes sociétés néerlandaises opérant dans le cadre du « régime structurel » ne sont pas élus par les actionnaires et leurs nouveaux membres sont simplement « cooptés ». En outre, un certain nombre d'entreprises ont eu recours à un dispositif dans lequel les actions sont détenues par un dépositaire qui délivre des certificats sans droits de vote aux investisseurs. Cela permet de disposer de puissants moyens de défense anti-OPA. Pour plus de précisions, voir Abe de Jong, et al, "Ownership and control in the Netherlands", in F. Barca and M. Becht eds, *The Control of Corporate Europe*, Oxford, 2001. Comme le note le texte, il y a désormais un accord pour modifier le « régime structurel » de façon que les membres du conseil de surveillance seront nommés par l'assemblée des actionnaires.

42 D. DeJong *et al*, *The role of self regulation in corporate Governance: evidence from the Netherlands*, document interne, University of Iowa, octobre 2001

les marchés financiers et les décisions du conseil d'administration.⁴³ La situation est assez différente au Canada. Les 14 principes directeurs suivent étroitement les Principes dans la définition des responsabilités du conseil d'administration ainsi que dans leur souci d'accroître l'efficacité de ce dernier. Pourtant, à tout le moins sur une période de plusieurs années, les incitations habituelles à communiquer plus d'informations de façon spontanée n'ont pas semblé s'appliquer à la qualité de l'information sur le gouvernement d'entreprise.⁴⁴

46. Le respect médiocre des codes et principes au Portugal illustre aussi une partie des dynamiques et des pièges en jeu. Comme en Australie, les secteurs les plus avancés semblent fort bien respecter les textes. Les autorités ont affirmé que la médiocrité générale du respect des textes traduit la domination de gros actionnaires familiaux et de l'État, ce qui devrait réduire les coûts d'agence et améliorer la gouvernance. Toutefois, ce ne serait le cas que si la protection des actionnaires minoritaires était assurée.

47. Les expériences précédemment évoquées correspondent encore à un stade assez préliminaire et pourraient bien évoluer avec la sensibilisation des marchés aux mécanismes de gouvernement d'entreprise en tant que facteur déterminant les rendements à long terme et permettant d'échapper aux crises. Les fonds axés sur les pratiques exemplaires de gouvernement d'entreprise sont encore assez récents et le niveau moyen de participation aux votes évolue progressivement : le niveau de participation aux votes dans les institutions entrant dans la composition de l'indice TSE All Share sont désormais de 56 % contre 51 % l'an dernier. Dans des cas comme ceux du Portugal où le régime de propriété sert à mettre les entreprises à l'abri des pressions du marché, la situation demandera sans doute plus de temps pour évoluer en l'absence de grands actionnaires adaptant leur propre activité. Le souci de mieux protéger les actionnaires minoritaires devrait certainement induire un tel changement de conception dans de tels cas, favorisé peut-être par des initiatives non orthodoxes des pouvoirs publics, comme la liste noire du gouvernement d'entreprise actuellement publiée par les autorités portugaises. Toutefois, le mieux est sans doute de songer que le simple fait d'adopter les structures et pratiques recommandées n'est pas la panacée pour assurer un bon gouvernement d'entreprise. Comme l'a noté un rapport parlementaire australien, « une enquête rapide auprès des sociétés impliquées dans les récentes affaires de faillite et de fraude révèle qu'elles affichaient pourtant tous les attributs du bon gouvernement d'entreprise, comme une commission d'audit, une déclaration des pratiques de gouvernement d'entreprise dans le rapport annuel ainsi que l'existence d'administrateurs indépendants au conseil d'administration. Il ne suffit pas d'afficher pour l'extérieur le respect des principes de bon gouvernement d'entreprise pour garantir l'efficacité de leur exploitation ».⁴⁵

III. Examen thématique des avancées et des problèmes émergents

48. Les principes facultatifs et les modifications apportées à la législation et à la réglementation relatives aux entreprises se sont concentrés, avant tout, sur des questions liées à la composition et aux missions du conseil d'administration (notamment le contrôle des conflits d'intérêts), celui-ci étant considéré comme le principal organe où des problèmes sont apparus. A maints égards, c'est aussi dans ce domaine qu'il a été le plus facile de s'accorder sur les initiatives à prendre. Le deuxième thème abordé, par

43 Les conclusions soulignent aussi la difficulté de résoudre par l'autodiscipline la question fondamentale de l'équilibre des pouvoirs au sein d'une société. Cette dernière relève normalement d'une décision politique, bien que toutes les conséquences économiques risquent de ne pas être prises convenablement en compte.

44 Plus précisément, l'étude ne trouve pas de relation cohérente et significative entre la qualité des informations communiquées sur le gouvernement d'entreprise et les performances de l'entreprise ou d'autres variables relatives au gouvernement d'entreprise comme la structure du conseil d'administration et le niveau des opérations de financement.

45 Paragraphe 2.8, *Review of Independent Auditing by Registered Company Auditors*, Joint Committee of Public Accounts, House of Representatives, Canberra, 2000.

ordre d'importance, a été la diffusion de l'information, notamment en ce qui concerne les fonctions des vérificateurs externes. En revanche, des questions fondamentales, comme l'exercice des droits attachés à la propriété de titres de participation et d'autres questions de gouvernement d'entreprise, comme le rôle des différentes parties prenantes, ont été moins amplement débattues. Cette partie suit l'ordre défini dans les Principes et chaque section met en relief les liens avec les passages concernés et les interactions entre ces derniers.

Les droits et le traitement équitable des actionnaires

49. Tout système de gouvernement d'entreprise repose sur le concept de l'actionnaire, sur la délégation de la responsabilité de la gestion des affaires courantes de l'entreprise à un autre groupe de personnes et sur l'ensemble des droits qui préservent le sens de cette délégation pour les actionnaires. Les sections correspondantes des Principes stipulent que « *les règles régissant le gouvernement d'entreprise devraient protéger les droits des actionnaires, dont le traitement équitable de tous les actionnaires, y compris les actionnaires minoritaires et étrangers* ». De plus, « *tout actionnaire devrait avoir la possibilité d'obtenir la réparation effective de toute violation de ses droits* ». En particulier :

- Section I.D. « Les structures du capital et les mécanismes de vote qui permettent à certains actionnaires d'exercer sur une société un contrôle disproportionné par rapport au montant de leur participation devraient donner lieu à publicité » ;
- Section I.E « Les marchés financiers devraient pouvoir fonctionner de manière efficace et transparente en matière de contrôle des sociétés » ;
- Section I.E.2 « Les dispositifs anti-OPA ne devraient pas être utilisés pour permettre à la direction d'échapper à ses responsabilités » ;
- Section I.F « Les actionnaires, y compris les investisseurs institutionnels, devraient considérer les coûts et les avantages liés à l'exercice de leurs droits de vote » ;
- Section II.A.2 « Les droits de vote devraient être exercés par les dépositaires des titres ou les fondés de pouvoir en accord avec le propriétaire du titre » ;
- Section II.B. « Les opérations d'initiés et les opérations pour compte propre abusives devraient être interdites » et ;
- Section II.C. « 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 ».

50. L'expérience récente a démontré l'importance capitale des Principes tout en mettant en exergue un certain nombre de questions supplémentaires à régler pour que les actionnaires soient à même d'exercer concrètement leurs droits de contrôle. Parmi les principaux thèmes qui ressortent, on retiendra : (i) améliorer la possibilité pour les actionnaires de s'exprimer efficacement par un renforcement de leurs droits de vote ; (ii) développer la diffusion par certains investisseurs institutionnels de leur politique de vote ; (iii) exercer un contrôle plus étroit du conseil d'administration, notamment en faisant davantage valoir la responsabilité des administrateurs et des commissaires aux comptes ; enfin, (iv) permettre de contester plus facilement la prise de contrôle d'une société, tout en protégeant les droits des actionnaires minoritaires. Ce dernier point a manifestement toute son importance en présence de gros actionnaires et il exerce un impact considérable sur la croissance et le capital.

Améliorer l'expression des actionnaires et faire valoir leurs droits

51. Bien qu'un examen superficiel de la base de données de l'OCDE sur le droit des sociétés montre que les actionnaires ont le pouvoir d'élire les membres du conseil d'administration de leur choix dans la plupart des pays et donc de demander des comptes au conseil d'administration et en dernière analyse à la direction, la réalité est souvent très différente. Dans certains pays comme les Pays-Bas, les administrateurs d'un certain nombre de sociétés sont désignés pour l'essentiel par le conseil d'administration sortant (ils sont donc cooptés). Dans d'autres, l'élection des administrateurs par les actionnaires est de pure forme. En revanche, ce qui est déterminant, c'est de savoir qui a le pouvoir de choisir et de dresser la liste des candidats lorsque la loi ou les statuts de la société fait que cette liste est la seule sur laquelle les actionnaires peuvent se prononcer en l'acceptant ou en la rejetant. Dans certains cas, seule la proposition du conseil d'administration et donc de la direction sortante est communiquée aux actionnaires pour qu'ils la ratifient et il n'est pas possible de voter contre un candidat en particulier.⁴⁶ Le renouvellement échelonné des conseils d'administration dans lequel, avec un mandat de trois ans, seul un tiers des administrateurs se présente à l'élection constitue un autre mécanisme de dilution du pouvoir des actionnaires. Contester les procurations est en tout état de cause onéreux et lorsque les entreprises peuvent utiliser tous les moyens dont elles ont besoin pour faire accepter leur liste, le processus électoral de la société devient, dans les faits, sans objet.⁴⁷ Pour remédier à ce problème, certains pays (comme les États-Unis ou le Royaume-Uni) ont désormais mis en place des comités de nomination comprenant des administrateurs indépendants (voir plus loin). Mais comme le notent deux magistrats, « le danger demeure que les sortants resteront confortablement en place et que même les administrateurs présumés indépendants ne seront plus aussi sensibles qu'on le voudrait dans l'idéal à la contribution des actionnaires ».⁴⁸ Dans certains pays, ces considérations ont abouti à une ébauche de réponse plus structurelle. La Corée, par exemple, a introduit la possibilité d'un vote cumulatif, qui permet aux actionnaires minoritaires de concentrer leur soutien sur certains candidats, bien que les entreprises qui optent pour cette voie soient rares. Aux États-Unis, la SEC a diffusé le 1^{er} mai un appel public à commentaires sollicitant des propositions sur la façon d'améliorer la réglementation relative à l'élection des administrateurs de sociétés dans le cadre de sa refonte des règles relatives aux procurations. Le 8 octobre 2003, la Commission a proposé des règles visant à accroître l'accès aux procurations pour les actionnaires sous certaines conditions⁴⁹

46 Aux États-Unis, on a indiqué que des investisseurs cherchant à mettre en avant leurs propres candidats doivent normalement produire et diffuser leurs propres bulletins de vote par procuration pour un coût de quelque \$250 000 voire plus. La direction intègre ses candidatures dans le cadre d'une seule et même résolution générale, ce qui complique les efforts des actionnaires pour organiser des votes distincts sur chacun des administrateurs. En ce cas, les règles en vigueur en matière de procuration permettent aux actionnaires de s'abstenir sur les candidats spécifiques pour lesquels ils ne veulent pas voter, mais ils ne peuvent pas en fait voter non. Leur seul choix est de voter pour ou de s'abstenir. Il a aussi été indiqué qu'en fonction des statuts de la société, même une majorité d'abstentions sur le nom d'un administrateur ne permet pas de s'en séparer.

47 C'est la conclusion à laquelle sont parvenus deux juges de l'État du Delaware pour les États-Unis. W. Chandler and L. Strine, *The New Federalism of the American Corporate System: Preliminary Reflections of Two Residents of One Small State*, février 2002, SSRN

48 Chandler and Strine op cit, page 66

49 En juillet, la SEC a publié un rapport dans lequel ses experts recommandaient recommandant la modification de la procédure de procurations dans deux domaines : l'amélioration de la publicité et de la participation des actionnaires au processus de nomination des administrateurs. Ce rapport recommandait que la SEC publie des propositions de règles à des fins de commentaires, ces règles imposant aux sociétés de publier dans leurs formulaires de procuration des informations sur la procédure utilisée pour sélectionner les administrateurs et des procédures permettant aux actionnaires de communiquer avec le conseil d'administration. . Le 6 août, la SEC a proposé des règles imposant ces obligations supplémentaires. Le rapport de juillet a aussi recommandé que la SEC propose de nouvelles règles en

52. La possibilité pour les actionnaires de formuler des propositions et de poser des questions aux administrateurs (donc de leur demander des comptes) semble en réalité très limitée dans un certain nombre de pays, notamment en Italie et en Espagne.⁵⁰ Mais surtout, dans un certain nombre de cas, le vote est strictement consultatif et n'engage nullement le conseil d'administration. Cette situation amène à s'interroger sur la raison d'être du vote. Comme l'a noté Bebchuk, les restrictions de forme au pouvoir de la direction/des administrateurs ne correspondent pas à une distinction entre « common law » et droit civil.⁵¹ Ainsi, le pouvoir des actionnaires aux États-Unis de contrer les décisions du conseil d'administration et d'interroger les administrateurs est très limité, alors que ce n'est pas le cas au Royaume-Uni, en Australie, en Nouvelle-Zélande ou au Canada. Au Royaume-Uni, par exemple, les actionnaires ont le droit, d'après la « common law », de proposer des résolutions lors de l'assemblée générale annuelle.⁵² Ils sont simplement tenus d'en donner notification aux actionnaires et d'en supporter le coût. Les propositions des actionnaires aux États-Unis sont d'abord transmises à l'entreprise. Si cette dernière refuse de faire figurer la proposition dans ses formules de procuration, la société doit solliciter une lettre de non-recours de la SEC qui examine l'ensemble des propositions rejetées.⁵³ Cette procédure fait actuellement l'objet d'un examen approfondi par la SEC elle-même.

53. La diffusion convenable d'informations est déterminante pour l'utilisation effective par les actionnaires de leurs droits et les Principes préconisent que les informations diffusées donnent des précisions sur les rémunérations des administrateurs et des dirigeants (voir plus loin). Ces informations sont essentielles aux actionnaires pour juger de la compétence et de l'indépendance des membres du conseil d'administration. Mais au-delà de ces aspects, il y a la question de savoir s'il convient d'attribuer aux actionnaires plus de droits de décision sur la rémunération des administrateurs et dirigeants de façon à régler les conflits d'intérêts des membres du conseil d'administration. C'est une question qui fait actuellement l'objet de controverses en Suède à la suite de propositions aux termes desquelles les actionnaires devraient approuver le projet de rémunération globale des administrateurs. En général, la rémunération totale du conseil d'administration est approuvée par l'assemblée des actionnaires au Japon, bien que dans les sociétés adoptant le système du conseil unique, la rémunération semble être déterminée par le comité compétent sans approbation par l'assemblée générale annuelle. Les actionnaires votent désormais sur la rémunération des administrateurs au Royaume-Uni (mais non sur celle des dirigeants en tant que tels lorsque l'on considère qu'il n'y a pas de conflit d'intérêts), bien que le vote soit non pas à titre

matière de procuration et sollicite des commentaires à cet égard, ces règles devant permettre aux actionnaires de faire figurer leurs candidats à des postes d'administrateurs dans un document de procuration de la société moyennant certaines conditions, comme des signes objectifs de déficiences potentielles dans le processus de procuration indiquant que le point de vue de l'actionnaire majoritaire risque sinon de ne pas être convenablement pris en compte.

50 E. Tedesco, *Shareholder rights to file items on the agenda of a general meeting: Comparative study of Western European countries*, Hermes Discussion Paper, octobre 2002

51 L.A. Bebchuk, *The case for empowering shareholders*, mars 2003, SSRN

52 Mais surtout, en Australie et au Royaume-Uni, les actionnaires ont le droit de modifier les statuts ou de une quelconque décision du conseil d'administration en réunissant une majorité de 75 % des suffrages lors d'une réunion. De plus, ils peuvent être à l'initiative de grandes décisions comme la dissolution de la société. Aux États-Unis (loi du Delaware) les actionnaires votent également sur la modification des statuts, mais le vote ne peut intervenir que sur des propositions formulées par le conseil d'administration et une situation analogue prévaut pour les autres grandes décisions. Voir Bebchuk, *op cit*

53 Sur le plan formel, la société refusant une proposition demande une lettre de classement sans suite d'un agent de la SEC confirmant qu'il ne sera pas demandé que la SEC prenne des mesures contre la société pour avoir rejeté une proposition des actionnaires.

délibératif, mais uniquement consultatif.⁵⁴ Certains observateurs ont critiqué cette formule en la qualifiant de système hybride qui ne peut que susciter des difficultés. Néanmoins, elle s'est avérée récemment efficace en permettant de revenir sur certaines décisions de rémunération des membres du conseil d'administration lorsqu'il est apparu clairement aux sociétés concernées qu'elles risquaient d'être battues sur ce vote consultatif. Plus généralement, il y a tout lieu de préconiser une approbation par les actionnaires, notamment si le pouvoir de remplacer des administrateurs est effectivement restreint. Toutefois, l'approbation doit être clairement limitée à la définition de principes généraux et ne pas affecter les différents contrats d'emploi et les prétentions des membres du conseil et des dirigeants en matière de rémunération car, dans des marchés dynamiques, il importe en l'espèce de disposer d'une marge d'appréciation. Lors d'une réunion récente, le Groupe d'experts sur le droit européen des sociétés a recommandé d'adopter cette dernière voie.⁵⁵ Néanmoins; il convient de songer à l'expérience des États-Unis où le caractère général de l'approbation par les actionnaires des plans d'options d'achat d'actions a souvent été poussé à l'extrême, au point de devenir probablement inefficace.⁵⁶ En juin 2003, la SEC a approuvé les nouvelles règles adoptées par le NYSE qui imposent l'approbation par les actionnaires des plans de rémunération en actions ainsi que de toutes les révisions importantes de ces plans.

54. Un autre domaine dans lequel il peut être nécessaire de prévoir un plus grand pouvoir de décision des actionnaires concerne la confiscation des décisions en matière d'OPA par le conseil d'administration d'une société cible. La question porte moins sur la structure du contrôle de la société comme les limitations des droits de vote et les actions assorties de droits de vote multiples qui doivent être prévues dans les statuts de la société – et qui doivent être divulgués – que sur leur introduction dans le cadre d'un dispositif anti-OPA. Dans ce domaine, on observe d'amples disparités selon les pays ou territoires, notamment dans le cadre de l'UE. Les actions spécifiques dans certaines sociétés privatisées peuvent ménager également aux gouvernements de l'UE une très grande marge de manœuvre.

55. Un domaine déterminant concerne la diffusion d'informations sur les structures actionnariales, notamment les structures pyramidales qui aboutissent à des droits de contrôle plus importants que les droits sur les flux de trésorerie. Malgré un certain nombre d'initiatives comme la surveillance des pactes de vote par les autorités de la concurrence en Italie, les informations semblent maigres. Avec le souci grandissant d'identifier les ayants droit économiques en raison des problèmes liés à la criminalité et à la fraude fiscale, il est sans doute grand temps de renforcer les règles d'information du point de vue de la gouvernance.⁵⁷ L'identité des actionnaires pose un problème dans plusieurs pays. Au Canada, les entreprises ne sont pas

54 La nouvelle réglementation en place depuis août 2002 impose aux sociétés d'établir un rapport annuel sur la rémunération des administrateurs qui doit comprendre : un rapport prospectif sur la politique de rémunération comportant des précisions sur les critères de résultats ; des précisions sur la rémunération de chaque administrateur, notamment sur les principes d'établissement des contrats des administrateurs et une explication sur le versement de toutes les rémunérations effectués l'année précédente, les normes d'information relatives au comité de rémunération et un graphique présentant les résultats de la société.

55 *Rapport du Groupe de haut niveau d'experts en Droit des sociétés : Un encadrement réglementaire moderne pour le Droit des sociétés en Europe*, Bruxelles, 2002

56 Voir Bebchuk *op cit* pour des éléments montrant que les plans de rémunération effectifs diffèrent sur des plans importants de ceux que l'on pourrait attendre d'une négociation normale devant faire coïncider les incitations des dirigeants avec les intérêts des actionnaires. L'accent mis par la Blue Ribbon Commission, *op cit*, sur les questions de rémunération tend aussi à montrer que le contrôle exercé par les actionnaires n'a pas été très efficace jusqu'ici.

57 À propos des travaux de l'OCDE dans le domaine de la diffusion d'informations, voir *Au-delà des apparences : L'utilisation des entités juridiques à des fins illicites*, 2000. Un modèle a été élaboré pour servir d'instrument pratique d'évaluation des systèmes actuels permettant d'obtenir des renseignements sur les propriétaires réels et le contrôle des entités juridiques. Voir *Options pour obtenir des informations sur la propriété effective et le contrôle*, OCDE, 2002.

soumises, depuis juillet 2002, à l'obligation d'envoyer des formules de procuration aux actionnaires qui ne révèlent pas leur identité et, en France, la nouvelle réglementation est allée jusqu'à conférer aux conseils d'administration le pouvoir de retirer leur droit de vote et leur droit au dividende aux investisseurs anonymes.

56. Renforcer les normes de diffusion de l'information même dans le contexte des codes et principes risque de nécessiter des mesures pour faire valoir les droits des actionnaires qui iraient au-delà de ce que les sanctions du marché apporteraient : la communication d'informations risquerait en fin de compte de n'être ni complète ni sincère. Aux États-Unis, il existe la possibilité d'engager des recours subrogatoires ou collectifs. Au sein de l'UE, il existe une procédure spéciale d'enquête en Allemagne, en France, au Royaume-Uni, aux Pays-Bas, en Belgique et au Danemark et, en dehors de l'UE, en Suisse. Cet instrument peut revêtir une importance considérable pour les actionnaires minoritaires bien que, dans certains pays, il n'y ait eu que peu d'affaires. Une enquête spéciale couronnée de succès peut fonder un recours devant les tribunaux et, dans certains cas, les deux démarches sont étroitement liées. Ce qui est en jeu en l'occurrence, c'est la responsabilité des administrateurs (et des vérificateurs), mais une responsabilité qui ne compromette pas pour autant l'importante règle de l'appréciation commerciale. Les sanctions peuvent prévoir l'interdiction d'occuper des fonctions d'administrateur ou la confiscation des primes, etc. Il existe un certain malaise dans plusieurs pays (par exemple, l'Australie) devant le fait que, si elle n'est pas soigneusement définie, la responsabilité personnelle des dirigeants risque d'agir comme une désincitation à devenir administrateur et aboutisse à réduire l'activité de prise de risque entrepreneuriale mais responsable. Pour les États-Unis, une étude montre que la possibilité de tenir les administrateurs extérieurs personnellement responsables a rarement été envisagée, au moins jusqu'au récent durcissement de l'application de la réglementation.⁵⁸

57. L'utilisation très variable des mécanismes d'application des règles semble s'expliquer par les disparités de statut des actionnaires individuels et minoritaires et d'autres règles du droit procédural.⁵⁹ Dans certains pays de droit civil, comme la Suède ou l'Allemagne, on est en train de réexaminer la question pour voir si l'expérience américaine ou canadienne peut induire des réformes. C'est ainsi que l'Allemagne a promis des réformes pour 2004-05, notamment l'introduction de recours collectifs devant les tribunaux. La Corée est en voie d'introduire cette possibilité, en la limitant cependant à l'habillage des comptes, aux informations mensongères et aux opérations d'initiés. Néanmoins, comme l'observe Hopt, la pratique actuelle en Europe consistant à sanctionner les administrateurs et à améliorer la possibilité d'intenter des recours contre les administrateurs et les vérificateurs va sans doute présenter des disparités considérables. Les pays pourraient bien en effet aborder la question de façon très différente, « que ce soit par un recours subrogatoire de chaque actionnaire ou d'une petite majorité d'actionnaires, l'ouverture de la possibilité de joindre les recours des actionnaires, l'introduction d'une sorte de recours collectif au niveau de la société et du marché financier et surtout, en donnant aux tribunaux ou à une autorité de contrôle le droit d'interdire à une personne d'exercer les fonctions d'administrateur de société (dans toute l'UE) et d'engager des poursuites en restitution à l'encontre d'un administrateur. »⁶⁰ Aux États-Unis, la loi Sarbanes-Oxley a durci les mesures d'application du droit civil et pénal et a donné à la SEC de nouveaux pouvoirs lui permettant d'interdire à des particuliers d'occuper des fonctions de cadres dirigeants et d'administrateurs de sociétés

58 L'étude conclut que les administrateurs extérieurs qui ne satisfont pas à leurs « devoirs de vigilance » ne voient presque jamais leur responsabilité personnelle engagée. Un renforcement de la responsabilité aux termes du droit des sociétés ou des valeurs mobilières ne devrait pas changer beaucoup la situation compte tenu de l'effet de médiation de l'assurance, l'indemnisation et les incitations à un règlement. B. Black, B. Cheffins and M. Klausner, "The vigilance duties and liability of outside directors", *John M. Ohlin Program in Law and Economics Working Paper*, 250.

59 K. Hopt, "Modern company and capital market problems: Improving European Corporate Governance after Enron", *ECGI Working Paper*, 05/2002

60 Hopt *op cit*, page 22

cotées. En outre, la SEC a reçu pour mandat d'étudier les mesures qu'elle a prises par le passé pour faire appliquer la loi et de mettre en évidence les domaines dans lesquels ces procédures peuvent servir à dédommager efficacement les investisseurs lésés. La Commission est aussi chargée d'étudier d'autres méthodes de restitution au profit des investisseurs lésés qui pourraient être plus efficaces et de rendre compte de ses conclusions au Congrès.

Assurer l'intégrité des prestataires de services financiers

58. Dans l'exercice de leurs droits de propriété, les actionnaires doivent s'en remettre à des agents, comme les courtiers, les conseillers en placement, les analystes, les organismes d'étude et de notation pour obtenir des informations et, dans ce domaine, l'expérience récente met en lumière un certain nombre de problèmes. Dans le meilleur des cas, la question de la compétence est confiée au contrôle du marché, mais le caractère inadapté des incitations et les conflits d'intérêts semblent constituer un problème plus grave. Par exemple, les analystes travaillant pour les banques d'investissement ont subi des pressions pour présenter des recommandations favorables sur des entreprises avec lesquelles lesdites banques entretenaient des relations commerciales, notamment à l'occasion d'une introduction en bourse lucrative. Les agences de notation qui sont rémunérées par une société pour lui attribuer une note risquent aussi d'être en proie à un conflit d'intérêts, avec en fin de compte une propension à publier une meilleure note.

59. Dans les cas où il y a une relation contractuelle entre l'investisseur et l'agent, il existe un recours juridique, même s'il n'est pas très économique ; en revanche, dans d'autres cas comme celui des analystes ou des agences de notation, c'est loin d'être évident. Il est sans doute nécessaire de prévoir des règles plus concrètes sur la déontologie professionnelle des analystes et sur la façon de traiter les conflits d'intérêts et ces règles pourraient soit être énoncées par les bourses de valeurs, soit figurer dans des codes de conduite professionnels.⁶¹ C'est la voie suivie dans certains pays. La divulgation intégrale des conflits d'intérêts potentiels est aussi importante, car elle peut amplifier les effets de réputation sur le marché. Les autres solutions potentielles sont plus structurelles et s'attaquent au cœur des mécanismes d'incitations. Parmi les mesures proposées, on trouve les pare-feu permettant de découpler les primes des analystes des bénéfices au sens large de la société. Le temps dira à quel point elles sont efficaces, notamment lorsque les marchés d'actions et d'obligations se seront redressés et que les incitations à présenter des recommandations d'achat optimistes augmenteront de nouveau.

Amélioration et facilitation de l'exercice des droits de vote

60. L'exercice des droits de vote semble présenter de grandes différences selon les pays. D'après une récente étude menée par Institutional Analysis, l'Université de Melbourne et Corporate Governance International, les investisseurs ne représentaient que 33 % de l'ensemble des votes en Australie contre 83 % aux États-Unis, 71-80 % au Japon et 50 % au Royaume-Uni. Ces différences de participation ont des explications distinctes. La forte participation au Japon, par exemple, reflète la nécessité de respecter les règles en matière de quorum et comme la plupart des assemblées générales d'actionnaires se déroulent le même jour, la direction veille à recueillir tous les votes par procuration de leurs actionnaires favorables.⁶² Il existe aussi une règle de quorum aux États-Unis qui incite les entreprises à identifier leurs actionnaires et leur transmettre les dossiers de vote par procuration ; aux États-Unis, les sociétés cotées sont tenues

61 En septembre 2003, l'OICV a proposé à ses adhérents des normes couvrant à la fois les analystes et les agences de notation, normes intitulées : IOSCO Statement of Principles Regarding the Activities of Credit rating Agencies et IOSCO Statement of Principles for Addressing Sell-side Analyst Conflicts of Interest.

62 OCDE, *Étude économique du Japon*, 2002.

d'envoyer des formules de procuration à leurs propres frais à tous les actionnaires, que leurs titres soient ou non enregistrés au nom d'une firme de courtage.

61. En Australie et dans l'Union européenne, des efforts sont entrepris pour augmenter la participation aux votes en optimisant, par exemple, les communications électroniques. Mais il faut abaisser les coûts et améliorer les mécanismes, surtout pour les votes transnationaux. Selon un rapport de haut niveau effectué pour l'UE et qui se penche sur la question du vote transnational, aspect important eu égard aux participations internationales détenues par les institutions et les petits investisseurs, les assemblées générales nécessitant une présence physique ne représentent plus pour les actionnaires une instance centrale satisfaisant à leur information, leur communication et leur prise de décisions. Le rapport met en évidence les problèmes d'ordre pratique et juridique liés au vote transnational au sein de l'UE qui découlent : (i) de l'identification des actionnaires autorisés à voter dans les cas où les actions sont détenues à travers des séries d'intermédiaires à cheval sur plusieurs pays ; (ii) des formalités actuelles d'exercice des droits de vote ; (iii) des différences entre les heures de règlement des transferts d'actions transnationaux et (iv) des pratiques en matière de prêt d'actions. Le problème du vote transnational est cependant courant dans la zone de l'OCDE. Une étude a suivi les opérations concrètes entre cinq émetteurs (aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Allemagne, au Japon et en Italie) et six gestionnaires de placement des États-Unis comme du Royaume-Uni. Il en est ressorti que les gestionnaires de placement de certains pays avaient du mal à vérifier si leur dépositaire mondial ou agent exerçant les droits de vote avaient bien reçu leurs instructions de vote et agi en conséquence et, même lorsqu'ils pouvaient le vérifier, ils étaient rarement en mesure de contrôler la retransmission des instructions aux dépositaires secondaires et aux agents comptables des registres des sociétés.⁶³ Nombre de ces problèmes doivent être traités par des modifications des textes législatifs et réglementaires qui pourraient devoir recourir à un allongement du délai minimum de notification accordé aux entreprises afin de mieux répondre aux besoins des investisseurs étrangers. Dans certains pays, il est déjà possible d'allonger le délai de notification, mais les sociétés préfèrent s'en tenir au délai minimum. L'OCDE va probablement devoir examiner plus en détail cet aspect afin de favoriser des mouvements efficaces de capitaux.

62. Comme l'illustre le tableau 1.B et comme le confirment plus en détail d'autres études, les investisseurs institutionnels sont devenus des actionnaires de premier plan dans la zone de l'OCDE de sorte que leur rôle dans le gouvernement d'entreprise fait l'objet de discussions dans de nombreux pays. Le Plan d'action de l'UE les appelle à faire publicité de leur politique de vote et des règlements à cet effet ont fait l'objet d'un durcissement aux États-Unis. Les droits et devoirs des actionnaires institutionnels constituent un thème de premier plan pour les pouvoirs publics au Royaume-Uni, ainsi qu'en Australie et en France,⁶⁴ la question ayant été placée sous les feux des projecteurs dans le premier pays à la suite d'une commission d'enquête. Au Japon, l'association des fonds de pension a introduit un code de conduite préconisant une politique de vote plus active.⁶⁵ Ces dossiers sont complexes, car ils sont porteurs de conflits potentiels d'intérêts et ils concernent la publicité, le calcul des coûts et des avantages de l'adoption d'une politique de vote plus active, le risque que les codes, les lois, etc. ne deviennent trop prescriptifs. À tout le moins, il semblerait nécessaire de distinguer entre les investisseurs institutionnels agissant à titre fiduciaire et les

63 Parmi les problèmes spécifiques qui ont été relevés, il y a le vote à main levée au Royaume-Uni, les blocs d'actions en Italie, la concentration des réunions au Japon et la remise sous forme papier des documents de vote par procuration aux agents comptables des registres. Voir *Cross border proxy voting*, rapport commandé par l'International Corporate Governance Network, 2003. D'autres institutions ont mis en évidence le gel d'actions, les mandats et l'absence de diffusion en temps utile des documents mentionné à l'ordre du jour comme des obstacles. Voir par exemple, www.hermes.co.uk/corporate-governance/intro.htm

64 *Mieux gouverner l'entreprise*, mars 2003, www.institutmontaigne.org

65 M. Hashimoto, "The pension fund association's recently released proxy voting principles", *Capital Research Journal*, Vol 6, 2, 2003

institutions plus générales qui peuvent néanmoins fournir d'importants services en créant de la liquidité et en favorisant la formation des prix des actions.

63. Bien que pour certains fonds de placement ou investisseurs institutionnels, l'exercice des droits de vote ne soit pas important (autrement dit ils ne sont pas présents), dans d'autres cas concernant les institutions intervenant à titre d'agent fiduciaire, les investisseurs peuvent avoir envie de savoir si le fonds a exercé ses droits de vote et comment. On affirme aussi que ce type d'information est important pour les investisseurs afin de savoir s'il existe un conflit d'intérêts lorsque la direction cherche par ailleurs à développer ses activités avec l'entreprise dans laquelle elle détient des actions. À l'inverse, on peut dire que les frais de mise à jour et de diffusion de ces informations pourraient entraîner des pressions politiques visant à soutenir certaines sociétés. Cependant, la première objection devrait être surmontable si les fonds ne votent pas selon les souhaits des investisseurs particuliers. La SEC a adopté ce point de vue et, en février 2003, elle a décidé que les fonds communs de placement américains (qui comptent environ 100 millions d'investisseurs et gèrent 6 500 milliards de dollars d'actifs) doivent révéler leurs décisions de vote chaque année au plus tard à partir d'août 2004 (pour la période de 12 mois du 1^{er} juillet 2003 au 30 juin 2004). L'autorité de tutelle concernée se demande également si cette décision ne doit pas s'appliquer aux services de gestion financière des banques qui contrôlent au moins 5 % des votes par procuration dans les entreprises américaines. Mais surtout, ils détiennent également leurs propres actions en fiducie, ce qui renforce leur contrôle du conseil d'administration.⁶⁶

64. La formation de gros investisseurs institutionnels pourrait néanmoins renforcer le gouvernement d'entreprise, car ces fonds ont à la fois la volonté et la capacité de surveiller les performances d'une entreprise et un pouvoir non négligeable pour prendre des mesures à cet égard. Toutefois, le mode d'organisation des investisseurs institutionnels et leurs propres dispositifs de gouvernement d'entreprise semblent très importants. Selon une étude sur les fonds de pension publics et privés aux États-Unis, il n'existe d'intérêt commun avec d'autres actionnaires que dans le cas des fonds de pension privés et cet intérêt va de pair avec de meilleures performances de l'entreprise une fois que tout le réseau d'influence de la société est pris en compte.⁶⁷ Ce résultat semble s'expliquer par une responsabilité fiduciaire clairement définie et une rémunération fondée sur les performances de la part des fonds. Les fonds publics pris en compte dans l'étude n'avaient pas d'obligation fiduciaire aussi rigoureuse et ils ne se voyaient que rarement imposer de fortes restrictions budgétaires sachant que le contribuable interviendrait pour le cas où ils seraient dans l'incapacité d'assurer les prestations définies. Comme bien des responsables de fonds sont élus, on ne s'étonnera pas que les préoccupations des fonds soient différentes et que cela se reflète aussi dans le manque de mesures incitatives pour les dirigeants. Ces fonds se sont révélés, néanmoins, très dynamiques pour avancer des propositions en faveur des actionnaires, bien que celles-ci ne semblent pas avoir été très efficaces.⁶⁸ Mais surtout, même si elles sont efficaces, reste à savoir si ces fonds ont les mêmes intérêts que d'autres actionnaires.

66 Selon une étude, les actions détenues pour compte propre par les banques peuvent aboutir aux mêmes conséquences en terme de contrôle aux États-Unis que les phénomènes de pyramides ou de participations croisées dans d'autres pays (autrement dit, à un moment donné, les résultats se détériorent). R. Adams et J. Santos, « Votes without dividends: Managerial control through bank trust departments », document interne, *Federal Reserve Bank of New York*, mars 2002.

67. T. Woidtke, *op cit*. L'auteur utilise les méthodes qui envisagent l'éventualité d'obtenir de faux résultats en prenant en compte le fait que la relation positive entre une participation dans le capital d'une société et ses performances peut aussi évoluer dans l'autre sens.

68 Selon une étude de Romano, le militantisme en faveur des actionnaires n'a, semble-t-il, pas abouti à grand chose et n'a eu aucun effet sur les résultats des entreprises ciblées. Toutefois, l'étude ne porte que sur une forme de militantisme auprès de fonds de pensions publics et syndicaux qui étaient peut-être motivés par d'autres intérêts que l'amélioration des performances. En ce sens, ces recherches sont compatibles avec les

65. Le niveau de la communication voulu par les divers organismes nationaux et par les principes des investisseurs institutionnels peut aller très loin et porter sur le niveau des ressources consacrées au suivi. Ce dernier est mis en avant par un certain nombre d'observateurs qui pensent que malgré les grandes déclarations, l'expert du gouvernement d'entreprise dans une équipe d'investissement conserve un rôle de second plan et que les changements d'orientation annoncés sont superficiels. Par exemple, se référant aux fonds de pension, une série de principes nationaux recommandés stipule que « les dirigeants doivent avoir une stratégie explicite précisant notamment les situations dans lesquelles cette stratégie interviendra dans une société, la démarche qu'ils appliqueront à cette occasion et la façon dont ils mesureront l'efficacité de la stratégie ». Ces recommandations préconisent en outre la publication d'une déclaration sur les principes d'investissement. D'autres approches ont été élaborées par des groupes d'investisseurs comme le Institutional Shareholders Committee qui appelle les institutions et leurs agents à « énoncer leur politique concernant la façon dont ils assument leurs responsabilités, en précisant les priorités accordées à des certaines questions, ainsi que le moment où ils prennent des mesures, à effectuer un suivi des résultats de leur dialogue régulier avec les sociétés ou à instaurer un tel dialogue, à intervenir en tant que de besoin et à évaluer l'impact de leurs interventions et à rendre compte à leurs clients/actionnaires effectifs ».

66. En réaction au souci général de protéger les régimes de retraite privés en améliorant leur gouvernement d'entreprise, l'OCDE a établi en 2002 les *Principes directeurs sur le gouvernement des fonds de pension*. Les 12 points que comportent ces principes formulent des propositions spécifiques :

- les structures convenables de droit et de gouvernance permettant d'assurer que les fonds sont gérés au mieux des intérêts des adhérents et des bénéficiaires de ces régimes
- la responsabilité, l'intégrité et le professionnalisme des personnes siégeant dans les instances dirigeantes des fonds
- la transparence et les règles de communication entre les gestionnaires des fonds et les adhérents des régimes de retraites
- la certification actuarielle, les vérifications indépendantes et le rôle des actuaires comme des vérificateurs dans la dénonciation des malversations.

Changements de contrôle et traitement équitable

67. Un des aspects les plus controversés dans les pays de l'OCDE porte sur le marché du contrôle des sociétés et sa contestabilité. Le contrôle change plus souvent qu'on ne le pense généralement dans plusieurs pays, mais cela n'a pas empêché que l'attention se focalise sur les OPA, en particulier sur les OPA inamicales, qu'un certain nombre de pays ne connaissent pratiquement pas. La concentration de l'actionnariat explique en partie cette situation, mais il existe également des obstacles formels et informels dans la plupart des pays. Une des raisons de la présence d'obstacles formels est que bien des gouvernements demeurent sceptiques quant aux avantages d'OPA inamicales et peuvent être fortement incités, par l'association puissante d'une direction bien établie et des salariés, à négliger les autres parties prenantes et des considérations à plus long terme.⁶⁹ Bien qu'elles ne soient pas toujours destinées à

conclusions de Woidtke *op cit*. Comme la plupart des propositions n'ont pas été acceptées, on peut aussi difficilement savoir si les résultats auraient été modifiés. R. Romano, « Less is more: Making shareholder activism a valuable mechanism of corporate governance », *Yale International Center for Finance Working Paper*, 00-10.

69 Pour un exposé sur les différents types de coalitions que peuvent constituer les dirigeants et les différentes parties prenantes, voir M. Pagano et P. Volpin, « Managers, workers and corporate control », *ECGI Finance Working Paper*, 01/2002. Par exemple, si les avantages privés du contrôle sont importants et que la direction possède une petite participation dans le capital, les dirigeants et les salariés peuvent constituer

améliorer les performances de la nouvelle entité, les OPA ou la menace d'une OPA peuvent au moins avoir le mérite de définir un plancher pour les performances du conseil d'administration et de limiter les coûts lorsque d'autres mécanismes de gouvernement d'entreprise se sont avérés inefficaces. Cette politique dédouane la direction de toute responsabilité et porte préjudice au fonctionnement efficace et transparent du marché du contrôle des sociétés, deux aspects fondamentaux des Principes. Or, plus la direction est bien établie, plus les résultats des entreprises concernées tendent à être médiocres (encadré 3).

68. Pour évaluer la contestabilité du contrôle des sociétés, il faut examiner le système de gouvernement d'entreprise dans son ensemble plutôt que des mesures et des instruments spécifiques qui peuvent induire en erreur. Aux États-Unis, par exemple, les entreprises peuvent prendre des dispositions défensives même une fois qu'une offre a été soumise et les dispositifs anti-OPA sont légions. Au Royaume-Uni, en revanche, les systèmes de défense mis en place après une offre ne sont pas autorisés, sauf s'ils sont approuvés par les actionnaires et, en Allemagne, on ne peut prévoir de pilules empoisonnées car les actionnaires existants ont des droits de préemption importants. Pour parvenir à une conclusion sur la contestabilité et l'efficacité du marché du contrôle des sociétés et sur la responsabilité des administrateurs et de la direction, il convient donc de prendre un certain recul. Ainsi, aux États-Unis, les pilules empoisonnées et les dispositifs anti-OPA doivent être appréciés au regard de la négociation sur le prix proposé. Des études empiriques montrent que les mesures de défense anti-OPA posent tout particulièrement un problème lorsque le conseil d'administration est dominé par des membres exerçant une activité dans l'entreprise (et par conséquent servant les intérêts d'une direction bien établie), mais que c'est moins le cas lorsque le conseil d'administration est plus dominé par des administrateurs extérieurs et en outre motivé en partie par la détention de participations (encadré 3). Au Royaume-Uni, l'absence de dispositifs de défense réclamée par les investisseurs institutionnels s'accompagne d'un système d'enchères qui a pour conséquence de faire monter le prix.⁷⁰ En Allemagne, en revanche, l'absence de pilules empoisonnées, de plafonnement des droits de vote et d'actions assorties de droits de vote multiples ne veut pas dire qu'il existe un marché contestable en matière de contrôle des sociétés. Les mandats pluriannuels et échelonnés des membres du conseil de surveillance rendent difficile pour quiconque d'obtenir le contrôle, sans parler de la structure des participations, en particulier celles dont la garde est confiée aux banques qui, sauf instructions explicites, peuvent exercer les droits de vote comme bon leur semble, en pratique en faveur de la direction en place.

69. Depuis l'adoption des Principes, de récents événements ont montré à quel point il est difficile d'instaurer un marché efficace et contestable du contrôle des sociétés, étant donné qu'il est intrinsèquement difficile de négocier sur une harmonisation des règles lorsque des différences institutionnelles les rendent difficiles à définir et lorsque la stratégie de négociation a aussi son importance. La treizième directive de l'Union européenne concernant les offres publiques d'acquisition laissait espérer une certaine avancée, mais elle n'a pas été approuvée par le parlement européen qui craignait de ne pouvoir aboutir à une harmonisation des règles. L'Allemagne a ensuite adopté une nouvelle législation sur les OPA qui conférerait au conseil de surveillance, après approbation par les actionnaires, valable pour une durée de 18 mois, le pouvoir d'approuver des mesures défensives prises par le directoire, même si ses moyens d'action peuvent ne pas être clairs. Les problèmes portent sur le manque d'instruments de défense disponibles dans certains pays, tels que les actions spécifiques. Dans les pays de l'UE comme la Suède et la France, les structures de participation à deux niveaux qui prévoient des droits de vote multiples ou doubles sont fréquentes, et aux Pays-Bas, les actions sont souvent détenues par un dépositaire qui n'exerce généralement pas de

tout naturellement des alliés vis-à-vis des actionnaires et de la contestabilité du contrôle. Les salariés peuvent aussi intervenir comme chevaliers blancs pour la direction en place.

70 Pour des explications sur le système d'enchères au Royaume-Uni, voir G. Ferrarini, « Share ownership, takeover law and the contestability of corporate law », *Company Law reform in OECD countries: A comparative outlook of current trends*, disponible à l'adresse www.oecd.org/daf/corporate-governance

responsabilité fiduciaire vis-à-vis des droits de vote attachés aux actions dont il a la garde.⁷¹ Dans d'autres pays, de telles structures sont interdites, mais d'autres dispositions existent comme l'assentiment pour le transfert d'actions, les limites concernant les droits de nommer ou de révoquer les membres du conseil d'administration. Cette dernière disposition peut constituer un obstacle particulièrement pernicieux aux OPA, ce qui a amené le Groupe d'experts sur le droit européen des sociétés à proposer une règle de contournement pour le soumissionnaire s'il a obtenu un nombre suffisant d'actions permettant une modification des statuts de l'entreprise. En Suisse et aux Pays-Bas, un certain nombre de grandes entreprises ont désormais renoncé volontairement aux moyens de défense comme le plafonnement des droits de vote et les certificats représentatifs de dépôt d'actions de façon à améliorer leur image sur les marchés mondiaux de capitaux et à abaisser leur coût du capital.

70. Un des aspects essentiels de la réflexion sur le marché du contrôle des sociétés réside dans le traitement équitable de tous les actionnaires, notamment la distribution équitable de la prime de contrôle proposée par le soumissionnaire. On peut cependant parvenir à un compromis entre un traitement équitable et des mesures favorisant la contestabilité du marché du contrôle des sociétés. Pour protéger les actionnaires, le Royaume-Uni, la plupart des autres pays de l'UE et l'Australie ont adopté des règles contraignantes sur la formulation des offres. Ces règles n'existent pas aux États-Unis, bien qu'en pratique, il semble que les soumissionnaires finissent par proposer leur offre à tous les actionnaires. En Australie, une procédure d'offre obligatoire est requise lorsque la participation au capital d'un soumissionnaire atteint 25 %, seuil considéré si bas qu'il pourrait être dissuasif en cas d'OPA. Dans d'autres pays, ce seuil est généralement bien plus élevé. L'Espagne, par exemple, a désormais modifié son code des OPA pour protéger les actionnaires ; les soumissionnaires doivent à présent lancer une OPA sur la totalité du capital dans les deux ans suivant l'acquisition de 50 % des actions ou du contrôle du conseil d'administration. Auparavant, la proportion d'actions était de 75 % et il n'était pas question de délai. La logique de cette réglementation des OPA est de donner aux actionnaires la possibilité de se désengager tôt s'ils craignent de se retrouver à l'avenir face à une majorité d'actionnaires détenant le contrôle et exerçant leurs droits à leur détriment. Dans la pratique, néanmoins, une telle mesure n'est pas d'un grand secours aux actionnaires minoritaires lorsque le soumissionnaire détient le contrôle effectif de la société, ce qui a amené le Groupe d'experts sur le droit européen des sociétés à proposer une règle de cession pour les actionnaires minoritaires qui ne présupposerait pas d'OPA préalable.

La protection des actionnaires minoritaires

71. Une question importante abordée dans la partie I, mais que ne couvrent pas nettement les Principes porte sur les droits des actionnaires minoritaires. La question apparaît le plus clairement dans les pays de l'OCDE dans le contexte de groupes de sociétés, problème que ne traitent pas directement les Principes. En Italie, en France, en Belgique, au Japon, en Corée et en République tchèque, entre autres, les intérêts des actionnaires minoritaires pourraient être en contradiction avec ceux des gros actionnaires, de la direction et d'autres parties prenantes lorsqu'une société détenant le contrôle effectue un transfert d'actifs au détriment de la société dominée par le biais, entre autres, de garanties de crédit, de prix de transferts et d'augmentations de capital auxquelles la filiale doit souscrire. De telles initiatives ont souvent été considérées légales tant que les dirigeants peuvent justifier leur absence de loyauté envers les actionnaires minoritaires de la filiale par les intérêts supérieurs du groupe d'entreprises (devoir de diligence) sachant

71 Dans la plupart des cas, le dépositaire (agent comptable des registres ou *Stichting Administratiekantoor*) ne délivre des procurations pour l'exercice des droits de vote aux détenteurs d'un récépissé de dépôt qu'à concurrence de 1 % du capital social par personne. Ces procurations sont parfois réservées aux personnes physiques. Aux termes du projet de loi soumis au parlement, le détenteur d'un certificat de dépôt d'actions peut demander une procuration au dépositaire en vue d'exercer son droit de vote. À l'heure de la rédaction de ce document, on ne savait pas si ce droit sera assorti de conditions.

que les charges de la preuve ne sont pas exigeantes en la matière. En France, en Belgique et en Italie, les tribunaux ont eu tendance à accorder un plus grand poids au devoir de diligence au détriment du principe concurrent, le devoir de loyauté, ce qui fait perdre aux actionnaires minoritaires leurs procès étant donné que leurs pertes ne sont même pas prises en compte.

72. D'autres systèmes économiques et juridiques abordent le problème d'une toute autre manière. Les pays de « common law » tendent à mettre l'accent sur l'équité lorsqu'il examine des situations qui n'ont pas été prévues ou catégorisées. Dans le cas des devoirs fiduciaires, « ... le fait même que les intérêts d'un administrateur sont en contradiction avec ceux de l'entreprise elle-même est fondamental pour la détermination de la responsabilité, et si les intérêts d'une entreprise subissent un préjudice par suite d'un tel conflit, la responsabilité pour manquement à ses devoirs fiduciaires est engagée »,⁷² En Allemagne, où les intérêts des actionnaires sont bien définis, la question fait l'objet d'une loi explicite sur les groupes d'entreprises. Étant donné la séparation très stricte des pouvoirs entre la direction et le conseil de surveillance, même un actionnaire détenant 70 % des actions peut difficilement contrôler une société. Une société peut néanmoins passer un accord avec le directoire d'une autre qui lui accorde un contrôle total et illimité, ce qui revient à priver les actionnaires de leurs droits de représentation. En contrepartie, ces actionnaires peuvent cependant avoir droit à une garantie de dividende ou à un versement en espèces. En vertu de cette loi sur les groupes, de nombreux cas d'oppression des actionnaires minoritaires sont portés devant les tribunaux. Cette mesure de protection n'a cependant qu'un effet rétroactif et a provoqué de longues controverses judiciaires dont certaines ont mis dix ans à se résoudre. Contrairement à ce qui se passe pour la protection des actionnaires, le droit allemand prévoit des conditions strictes pour protéger les créanciers de la filiale.

73. Les pays concernés sont parfaitement conscients du problème et de ses conséquences et en Belgique et en Italie, il y a eu des initiatives visant à améliorer la situation. Le manque de protection des actionnaires minoritaires dans des entreprises de groupes a favorisé l'apparition de structures pyramidales pour contrôler les sociétés et pourrait expliquer la prime importante pour les actions de contrôle constatée dans un certain nombre de ces pays.⁷³ Comme le souligne l'encadré 3, l'absence de protection des actionnaires minoritaires est associée à de moindres performances. En conséquence, certaines initiatives ont été prises dans ce domaine. En Belgique, la nouvelle loi sur le gouvernement d'entreprise soumet à des procédures spécifiques les opérations importantes où pourrait survenir un conflit d'intérêts entre les composantes d'un groupe d'entreprises. Dans la mesure où les intérêts de l'entreprise dominée et le préjudice potentiel qu'elle risque de subir sont désormais transparents, la situation s'est nettement améliorée. Néanmoins, le transfert d'actifs ne donne pas nécessairement lieu à une opération importante, mais porte souvent sur des décisions au jour le jour en matière de détermination des prix et de commercialisation. La nouvelle loi italienne sur les sociétés concerne également les structures pyramidales dans le contexte du droit applicable aux groupes d'entreprises. Les administrateurs d'une filiale doivent justifier convenablement toute décision qui subit l'influence de la société détenant le contrôle et mentionner ces éventuelles relations inter-groupe dans leur communication financière. La Loi prévoit que les actionnaires et créanciers peuvent engager des poursuites contre la société détenant le contrôle au titre de pertes imputables à ses « conseils », sauf si elles sont compensées par des gains que la filiale perçoit en raison de son appartenance au groupe. Les actionnaires bénéficient aussi d'une protection *a priori* au sens

72 Johnson *et al*, *op cit*

73 Une étude qui traite des opérations portant sur des blocs de contrôle fait état de primes de contrôle supérieures à 30 % en Autriche, en Italie, au Mexique, en République tchèque et en Turquie. La Belgique n'est pas incluse dans l'étude. Voir A. Dyke et L. Zingales, « Private benefits of control: an international comparison », *NBER Working Paper*, 8711, 2002. D'autres études s'intéressent surtout aux différences de valeurs entre les différentes catégories d'actions.

où ils peuvent se retirer dès lors que leur société entre ou sort d'un groupe.⁷⁴ Le plan d'action de l'UE pour la modernisation du droit des sociétés et le renforcement du gouvernement d'entreprise⁷⁵ accorde aussi une grande priorité à la nécessité de traiter des pyramides et des groupes de sociétés. Cependant, les possibilités de recours des actionnaires devant les tribunaux restent entravées par la lenteur et le coût des procédures. Enfin, c'est la crainte qu'une protection insuffisante n'ait des conséquences réelles liées à la présence des actionnaires dominants qui a amené le Neuer Markt en Allemagne et le Nouveau Marché en France à mieux protéger les actionnaires minoritaires.

Les parties prenantes

74. Les parties prenantes (comme les créanciers et les salariés) contribuent pour une part importante dans un certain nombre de pays à influencer les modalités pratiques de fonctionnement des régimes de gouvernement d'entreprise. Leurs intérêts sont souvent protégés par une législation spéciale. Les parties prenantes interviennent aussi activement dans la détermination des performances d'une société et dans le suivi de la mise en œuvre du gouvernement d'entreprise. Ce double rôle est pris en compte dans les Principes. Les sections correspondantes des Principes stipulent que les règles régissant le gouvernement d'entreprise devraient « *encourager une coopération active entre la société et les différentes parties prenantes pour créer de la richesse et des emplois et assurer la pérennité d'entreprises financièrement saines* ». En dehors de la nécessité pour l'entreprise de respecter la législation, la section III.C mentionne que « *les règles régissant le gouvernement d'entreprise devraient autoriser la participation des parties prenantes à la vie de l'entreprise* », et la III.D recommande que « *lorsque les parties prenantes à la vie d'une entreprise interviennent dans le gouvernement d'entreprise, elles devraient avoir accès aux informations qui leur sont nécessaires* ». Le chapitre consacré à la diffusion de l'information (IV.A.6) demande aussi que les informations sur « *les questions importantes concernant les salariés et les autres parties prenantes à la vie de l'entreprise* » soient diffusées et l'on traitera dans la prochaine section des évolutions dans ce domaine.

75. Les travaux d'analyse sur la question des parties prenantes restent limités, même s'ils concluent pour la plupart qu'une composante essentielle de ce concept est de savoir dans quelle mesure le capital (humain et physique) et d'autres droits sont liés à une entreprise donnée et, par conséquent, susceptibles de pertes résultant de l'action menée, entre autres, par la direction. Pour les sociétés, les droits des créanciers exercent une influence importante sur l'accès au financement comme sur les conditions de ce financement et ils résultent normalement du droit des faillites et d'autres lois ainsi que des relations contractuelles établies aux termes de ces textes. Les travaux empiriques soulignent l'importance des droits établis des créanciers pour les performances économiques générales de l'entreprise. Les droits des salariés peuvent résulter tout autant de conventions collectives et d'engagements internationaux pris par un gouvernement (par exemple, vis-à-vis de l'OIT) que de dispositions juridiques. Les mécanismes d'amélioration des performances vont des incitations économiques explicites comme la distribution d'actions et des formes de rémunération liée aux résultats jusqu'à l'instauration d'une culture d'entreprise destinée à motiver les salariés, la consultation des salariés et leur représentation au conseil d'administration. Ces mécanismes, ce qui peut aussi être intéressant pour les créanciers, peuvent aussi comprendre des engagements publics par lesquels l'entreprise déclare vouloir appliquer volontairement des normes plus rigoureuses que ne l'exige le droit en vigueur. Bien que les différentes caractéristiques des droits des créanciers et des salariés aient été bien décrites dans les publications, les travaux analytiques et empiriques sur les effets de l'adhésion à

74 Pour plus de précisions sur les réformes qui entreront en vigueur au début de 2004, voir S. Capiello et G. Marano, « The reform of the legal framework for Italian enterprises and the 2003 Company Law », *International Company and Commercial Law Review*, 6, 2003.

75 *Plan d'action pour la modernisation du droit des sociétés et le renforcement du gouvernement d'entreprise*, Commission des Communautés européennes, mai 2003.

des principes relatifs aux parties prenantes sont moins développés que d'autres domaines du gouvernement d'entreprise, en partie en raison des difficultés pour s'accorder sur des indicateurs normalisés et rendant bien compte de la réalité.⁷⁶

76. En ce qui concerne les créanciers, il y a des questions dans certains pays sur le respect des contrats et sur le fonctionnement des régimes de faillite et de cessation de paiements, notamment le compromis entre redressement et liquidation.⁷⁷ La Corée est en train de réformer son régime de faillite et a décidé d'en consolider les diverses branches. L'Allemagne, le Japon et l'Italie ont tous connu une réforme de leur système ces dernières années et dans d'autres pays, ce processus de remise à plat se poursuit. Le règlement des créances irrécouvrables dans le contexte des difficultés du secteur bancaire a déterminé l'importance accordée à ce dossier par les pouvoirs publics au Japon, au Mexique et en Corée. Dans un certain nombre de pays de l'OCDE, des actions informelles de renflouement par des banques ou autres dispositifs semblent importants comme l'indiquent les différences notables dans la survenance de faillites.⁷⁸ Dans certains cas, ces opérations de renflouement sont un complément important du droit des faillites qui permet de recourir à des instruments de marché plus souples. Toutefois, dans certains pays comme la France ou l'Italie, le droit des faillites entrave ce processus. La forte incidence des renflouements dans certains pays peut aussi traduire la médiocrité du droit des faillites et des retards de l'action judiciaire. Dans ce cas, les renflouements peuvent aussi se caractériser par un manque de transparence et peuvent être source d'aléa moral. Ces préoccupations sont en partie à l'origine de l'introduction de principes directeurs pour le renflouement (inspirés du code de l'INSOL) au Japon, bien qu'ils n'aient pas été largement appliqués. Du point de vue de la connaissance des régimes de gouvernement d'entreprise pour définir l'action des pouvoirs publics, on notera que l'on sait en fait très peu de choses sur les droits des créanciers sur un plan comparatif. C'est parce que les régimes de faillites et leur mise en œuvre sont complexes de sorte qu'en s'attachant simplement à quelques aspects à travers des indicateurs agrégés comme le faisaient les premiers travaux, on risque de donner une impression trompeuse sur les performances relatives.⁷⁹ Alors que l'on connaît plus de choses sur les structures d'incitation des

76 Tout en continuant d'espérer que des progrès sont en cours, une étude a souligné les problèmes posés par l'évaluation des engagements affichés et effectifs vis-à-vis des principes relatifs aux parties prenantes. Voir J. Cook and S. Deakin, "Stakeholding and corporate governance: theory and evidence on economic performance", in *Background Papers Prepared for the Corporate Law Review*, DTI, Londres, 2000

77 Évoquant les obstacles à la sortie et à l'entrée qui affectent la diffusion des nouvelles technologies, une étude de l'OCDE (voir *La nouvelle économie : mythe ou réalité ?*, op cit, OCDE, 2001.) soulignait le rôle de la faillite personnelle. Dans un certain nombre de pays européens, les créanciers ont des droits sur les actifs d'un failli pendant 6-10 ans, ce qui empêche les entrepreneurs de relancer leur activité. Ils peuvent aussi se voir interdire d'occuper une fonction d'administrateur ou de bénéficiaire de financements bancaires. Au Japon, en dehors de la stigmatisation sociale liée à la faillite personnelle, stigmatisation que l'on retrouve en Europe continentale, il n'existe pas de protection du logement du failli comme c'est le cas aux États-Unis et dans d'autres pays. Tout cela peut limiter les incitations à entreprendre des projets risqués, ce qui freine l'innovation et la croissance. Cette étude a aussi noté que l'absence de protection automatique vis-à-vis des créanciers au Japon et en Corée n'incite guère les sociétés à se déclarer en faillite, de sorte que des sociétés en déconfiture peuvent poursuivre leurs opérations. Parallèlement, on a assisté à des modifications considérables de la loi en Corée afin de remédier au problème. Au Japon, le sous-développement du financement *du débiteur exploitant* constitue un problème de même que le fait que les sociétés ont tendance à ne déposer le bilan qu'une fois en cessation de paiements. Aux termes de la nouvelle Loi sur le redressement judiciaire, il faut désormais obtenir l'accord de la moitié des créanciers et non plus des deux tiers pour engager un plan de redressement et il est aussi possible de protéger des actifs vitaux vis-à-vis des créanciers. On y a désormais de plus en plus recours pour traiter des problèmes d'endettement. Voir *Étude économique du Japon*, OCDE, 2002.

78 Voir, par exemple, S. Claessens and L. Klapper, *Bankruptcy around the world*, document interne, 2002

79 Pour une grande étude faisant appel à un indicateur agrégé des droits des créanciers, voir R. LaPorta et al, "Law and finance", *Journal of Political Economy*, 106, 1998. Leur indicateur comprend cinq variables,

différents régimes de faillite, on sait très peu de choses sur les opérations informelles de renflouement par les banques.

77. Les clients et les fournisseurs sont parfois qualifiés de parties prenantes si ils peuvent prendre des engagements onéreux et spécifiques vis-à-vis de la société et s'ils sont étroitement associés aux efforts en vue de sa réussite. Toutefois, leurs intérêts sont souvent traités en dehors du cadre du gouvernement d'entreprise par le biais de dispositions contractuelles privées et autres mécanismes de marché. En ce qui concerne les fournisseurs, des travaux empiriques portant sur la théorie des coûts de transaction ont montré que les contrats et le financement privés s'adaptent dans toutes les économies pour traiter des investissements spécifiques pour un client.⁸⁰ De plus, on peut retrouver une situation analogue entre un client et un fournisseur. En outre, lorsque les contrats sont incomplets faute de pouvoir déterminer d'avance l'état exact de l'économie, des mécanismes privés comme la conciliation, formelle ou informelle, ont évolué pour répondre à la nécessité de renégocier les contrats. Pour résumer, dans toutes les économies de marché avancées, les transactions relationnelles sont plus souvent la norme que l'exception, mais en fin de compte, les dispositions vont toujours dépendre de la confiance et de l'efficacité des méthodes de mise en œuvre, notamment le régime de conciliation et d'arbitrage. Même dans la zone de l'OCDE, ces conditions préalables sont très variables. Les *Principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales* – code de conduite énonçant des recommandations soutenues par les gouvernements à l'attention de ces entreprises – définit des normes et des principes pour traiter, entre autres, des problèmes complexes des parties prenantes qui se manifestent au sein de la chaîne de l'offre.

78. Les problèmes posés par les salariés en tant que parties prenantes sont encore plus difficiles à étudier sous l'angle du gouvernement d'entreprise, en partie en raison de la complexité des dispositifs correspondants. Le tableau 4 indique que même si sept pays imposent la présence de représentants des salariés au conseil d'administration, seuls dix-sept sont dotés de dispositions législatives ou réglementaires couvrant les comités d'entreprise, en dehors des dispositions de l'UE couvrant les sociétés paneuropéennes. Ces conseils varient considérablement quant à leurs pouvoirs d'obtenir des informations et quant à la nature de leur rôle dans les processus de décision (tableau 4.B). Dans certains pays, c'est une question de consultation (qui peut être obligatoire dans tous les cas indépendamment de l'existence de comités d'entreprise) mais dans d'autres, il faut un accord dans des domaines comme les pratiques de travail. Dans d'autres pays comme les États-Unis, il peut ne pas y avoir d'obligation formelle de mise en place de conseils, etc. mais les salariés participent à la vie de l'entreprise à travers des mécanismes de distribution d'actions, un cinquième des salariés détenant des actions de l'entreprise dans laquelle ils travaillent. La question de savoir dans quelle mesure ils « participent » au lieu de se contenter de percevoir des dividendes et des plus-values va dépendre des droits effectifs des actionnaires en général et des dispositions précises du mécanisme de distribution d'actions (par exemple, dans certains cas, les droits de vote peuvent être exercés par la direction). Il est difficile de dire ce que représentent ces mécanismes de participation pour le gouvernement d'entreprise, pour une part parce qu'on a du mal à connaître le niveau de cette participation. De plus, dans des pays prévoyant une participation obligatoire, on ne dispose pas

mais le travail de Claessens et Klapper (*op cit*) indique qu'il y a une substitution entre les éléments, ce qui tend à montrer qu'une agrégation simple ne convient pas. Mais surtout, R. Broggi and P. Santella, *Two new measures of bankruptcy efficiency*, document interne, 2003, adopte une approche plus générale pour cinq pays en examinant un plus grand nombre de caractéristiques. Cela modifie très sensiblement le classement des pays par rapport à ceux de La Porta. Plus précisément, le régime suédois apparaît beaucoup plus efficient qu'on ne le pense généralement.

80 Par exemple, un fournisseur qui installe une usine pour servir un seul client conclura généralement des contrats avec l'acheteur qui couvre le risque de pertes, et les accords de financement pour le projet seront généralement le reflet de ce problème. Voir O.E. Williamson, « Corporate finance and corporate governance », *Journal of Finance*, 1988 et également O.E. Williamson, « The theory of the firm as governance structure: from choice to contract », *Journal of Economic Perspectives*, 16, 2002.

d'étalon naturel pour en mesurer les effets. Ce n'est pas le cas des plans d'actionnariat des salariés (Employee Stock Ownership Plans ou ESOP). On trouvera dans l'encadré 5 les principales conclusions de 31 études réalisées aux États-Unis. Dans l'ensemble, les effets sont positifs pour la motivation et les performances, bien que ce ne soit pas toujours de la façon que l'on attendait.

Table 4.A Quelques formes de participation des salariés dans les pays de l'OCDE

Pays	Les salariés désignent certains administrateurs	Comités d'entreprise obligatoires aux termes de la loi	Référence constitutionnelle à la participation des salariés à la gestion de la société
Australie	Non	Non	Non
Autriche	Oui	Oui	Non
Belgique	Non	Oui	Non
Canada	Non	Non	Non
République tchèque	Oui	Non	Non
Danemark	Oui	Oui	Non
Finlande	Non	Oui	Non
France	Non	Oui	Droit constitutionnel
Allemagne	Oui	Oui	Non
Grèce	Non	Oui	Non
Hongrie	Non	Oui	Non
Irlande	Non	Non	Non
Italie	Non	Non	Droit constitutionnel
Japon	Non	Non	Non
Corée	Non	Oui	Non
Mexique	Non	Non	Non
Pays-Bas	No ¹ .	Oui	Non
Nouvelle-Zélande	Non	Non	Non
Norvège	Oui	Non	Droit constitutionnel
Pologne	Non	Oui Non ² .	Non
Portugal	Non	Oui	Non
République slovaque	Non	Non	Non
Espagne	Non	Oui	Non
Suède	Oui	Non	Non
Suisse	Non	Non	Non
Turquie	Non	Non	Non
Royaume-Uni	Non	Non	Non
États-Unis	Non	Non	Non

Source : D'après Lopez-de-Silanes et al (2003) et corrections par l'OCDE. 1. Aux Pays-Bas, le comité d'entreprise pourra désigner un tiers des membres du conseil de surveillance si une nouvelle loi est adoptée par la chambre haute du parlement. 2. Les salariés ont le droit de désigner des membres du conseil d'administration dans les sociétés dans lesquelles l'État est actionnaire. Un comité d'entreprise est obligatoire pour les entreprises publiques.

Table 4.B Les compétences des comités d'entreprise obligatoires

Pays	Seuil réglementaire	Droit à l'information	Questions donnant lieu à consultation	Pouvoirs de décision
Autriche	5 salariés (sur demande)	Mesures sociales, économiques, techniques et mesures concernant le personnel	Questions sociales, économiques, techniques et questions de personnel	Questions de personnel
Belgique	100 salariés	Mesures sociales, financières et économiques	Questions économiques et sociales	Réglementation du travail, recrutement, licenciements, protection sociale et congés
Danemark	35 salariés	Production, affaires financières, perspectives d'emploi et projets de réorganisation	Production, nouvelles technologies et tous les grands projets	Conditions de travail, politique du personnel et formation
Finlande	30 salariés	Toutes les informations concernant des questions devant faire l'objet de consultations	Projets susceptibles d'avoir un effet sur l'emploi ; licenciements, fermeture d'établissements, réorganisations, politique du personnel et conditions de travail, horaires, santé et sécurité, politique d'emploi, programmes de formation, information interne et questions sociales.	Néant
France	50 salariés	Bilan social et rapports sur les projets de la société, compte de résultats et autres documents	Conditions de travail, formation, participation aux bénéfices et licenciements	Gestion de tous les mécanismes de protection sociale de la société
Allemagne	5 salariés (sur demande)	Projets de nouveaux bâtiments/équipements et organisation des installations, plus information sur les mesures économiques et la politique du personnel	Règles de sécurité, production, recrutement, licenciements et organisation des usines	Protection sociale, politique du personnel et affaires économiques
Grèce	50 salariés (sur demande)	Large éventail de décisions et progrès de l'entreprise	Licenciements collectifs dans des entreprises sans organisation syndicale	Règlement intérieur, santé et sécurité, nouvelles technologies, formation et activités sociales
Hongrie	50 salariés	Politique	Réorganisation,	Droit à la

		économique et sociale	privatisation, rationalisation, règlement intérieur des conditions de travail	codécision, questions de protection sociale et questions financières, immobilier
Italie	15 salariés	Investissement, planification prévisions de production, mutations technologiques, etc.	Règlement intérieur et environnement de travail	Néant
Corée	30 salariés	questions économiques, politique d'emploi, questions de sécurité et de santé	questions de production, de nouvelles technologies, de personnel, conditions de travail et protection sociale	Mécanismes de protection sociale de la société, formation, réclamations
Luxembourg	150 salariés	Tendances de l'emploi et progrès généraux de la société	Usines et équipements, production et conditions de travail	Mesure des résultats, santé et sécurité, recrutements et licenciements
Pays-Bas	50 salariés	Population salariée, affaires financières, mesures sociales et projets à long terme	Décisions économiques, recrutements et licenciements	Règles concernant les avantages sociaux, horaires, congés, santé et sécurité, recrutement, politique concernant les licenciements et la formation
Portugal	100 salariés ou 10 % des salariés permanents sur demande	Règlement intérieur, politique du personnel, production, utilisation de la main-d'œuvre et des équipements, affaires financières, comptables et fiscales, projets généraux et organisation générale	Congés, horaires, promotions, réduction de la main-d'œuvre, recrutement, procédure de faillite, fermeture de bureaux ou de chaînes de production, changement de siège de la société, production et affaires financières	Néant
Espagne	50 salariés	Affaires financières, contrats d'emploi, mesures disciplinaires, production, santé et sécurité et projets généraux	Horaires, licenciements, productivité, santé et sécurité et activités sociales	Conventions collectives

Source : Mercer et OCDE

Box 5. Les effets positifs des plans d'actionnariat des salariés

Aux États-Unis, on compte désormais de nombreuses études sur les effets des plans d'actionnariat des salariés. Une enquête s'est attachée à 31 de ces études qui reposaient sur les meilleures pratiques d'échantillonnage. Nombre de ces études, mais pas toutes, faisaient appel à l'analyse à plusieurs variables aléatoires pour maintenir constante l'effet des autres grandes variables sur l'attitude ou le comportement des salariés. Ces analyses sont particulièrement importantes pour ces études qui cherchent à examiner les effets des plans d'actionnariat sur les performances. Les principales conclusions de cette enquête sont les suivantes :

La plupart des études observent un engagement plus fort vis-à-vis de l'organisation et une identification à cette organisation dans le cadre de l'actionnariat des salariés, alors qu'elles sont partagées entre conclusions favorables et neutres sur la satisfaction dans le travail, la motivation et autres indicateurs comportementaux ;

À l'évidence, il n'y a pas d'amélioration automatique des attitudes ou comportements associés au simple fait d'être salarié-actionnaire ;

Lorsque des études constatent une amélioration des attitudes dans le cadre de l'actionnariat des salariés, c'est presque toujours dû au statut de salarié-actionnaire plutôt qu'à l'importance de la participation au capital ;

L'accroissement de la participation et de l'influence des salariés dans les décisions peut contribuer à instaurer un sentiment de propriété, mais les études sont partagées sur la question de savoir si les salariés-proprétaires sont plus susceptibles de ressentir le besoin et l'envie de participer plus activement aux décisions ;

Les salariés aiment généralement l'idée de l'actionnariat des salariés ;

Les études sont partagées entre des conclusions favorables ou neutres sur la relation entre actionnariat des salariés et performances de l'entreprise ;

La productivité s'améliore à concurrence de deux fois la croissance annuelle de la productivité au cours de l'année d'introduction du plan d'actionnariat et se niveau plus élevé de productivité se maintient les années suivantes ;

L'actionnariat des salariés va de pair avec une plus grande stabilité de l'emploi qui ne s'exerce pas au prix d'une moindre efficience.

On observe un taux plus élevé de survie des entreprises.

Source : Douglas Kruse, *Research evidence on prevalence and effects of employee ownership*, Déposition devant la Chambre des Représentants des États-Unis, février 2002

79. Même s'il faut conserver à l'esprit le rapport de causalité inverse (par exemple, les entreprises ayant de bonnes performances introduisent un plan d'actionnariat) et le contrôle inadéquat des effets sectoriels,⁸¹ ces résultats paraissent à première vue curieux : un effet de productivité semble être lié non pas au niveau de l'incitation, mais à son existence. Il semble y avoir là une sorte d'effet de réputation ou d'identification. De plus en plus de publications sur ce sujet affirment que la culture d'entreprise telle qu'elle est observée par le salarié est importante pour son comportement. Lorsqu'il y a identification avec cette culture, la rémunération en fonction des performances ne produit pas la relation négative que l'on observe avec le comportement qui va au-delà de l'appel aux devoirs de chacun et qui ne fait pas partie du système de récompense.⁸² Ce comportement est peut-être plus important dans le cas d'emplois spécialisés ou créatifs, notamment ceux qui sont assortis à de fortes contributions du capital humain, dans lesquels les

81 Plus précisément, il est important que les estimations de la productivité contrôlent les effets sectoriels lorsque des secteurs de la haute technologie affichent une forte productivité et proposent des plans d'actionnariat. Toutefois, les estimations aboutissent à un effet sur le niveau plutôt que sur le taux de croissance de sorte que cet éventuel problème est sans doute moins grave que ce ne serait le cas si les estimations s'attachaient à des taux de croissance.

82 Pour l'approche générale, voir E. Schlicht, "Social evolution, corporate culture and exploitation", *IZA Bonn Discussion Paper*, 651, 2002 et pour le travail préliminaire empirique, voir J. Deckop et al, "Getting more than you pay for: organisational citizenship behaviour and pay for performance plans", *Academy of Management Journal*, 42, 1999.

options d'achat d'actions ou les rémunérations en actions, ou autres formes de participation sont désormais assez courantes, mais s'accompagnent souvent d'une mise en relief de la culture de l'entreprise. La question de savoir si la participation par le biais des comités d'entreprise, etc. a un effet analogue à celui d'un plan d'actionnariat qui débouche sur des niveaux plus élevés de productivité est encore sans réponse.⁸³

80. L'expérience récente montre que lorsque le système de freins et de contrepoids échoue, les dénonciateurs ont un rôle important à jouer pour assurer le bon fonctionnement du régime de gouvernement d'entreprise. Le rôle des salariés dans les récents scandales ayant touché des sociétés – leur décision de participer aux malversations ou de s'exprimer sur ces pratiques – a été déterminant dans la façon dont ces scandales ont été mis au jour. Leurs décisions sont indubitablement influencées par le système de droits législatifs dans lequel ils vivent : l'existence d'une production des dénonciateurs ou les droits concrets d'engager des poursuites pour licenciement abusif. La nécessité de protection est manifeste : aux États-Unis, la Commission on Public Trust and Private Enterprise a signalé qu'environ 70 % des dénonciateurs perdent leur emploi ou sont acculés à prendre leur retraite et dans certains pays, la divulgation de tels faits peut même être illégale. Aux termes de la loi Sarbanes-Oxley, la SEC exige désormais des comités d'audit de mettre en place des procédures pour enregistrer les plaintes des dénonciateurs et, au Royaume-Uni, la FSA a instauré une ligne téléphonique et une adresse de messagerie électronique pour que les salariés puissent contacter l'autorité de tutelle en cas d'éventuels malversations qui n'ont pas été réglées en interne. La Loi Sarbanes-Oxley protège les dénonciateurs contre les représailles et leur ouvre la possibilité de recours au civil pour obtenir une réintégration, un règlement des arriérés de salaires et des dommages-intérêts. En Australie, une proposition envisage d'accorder aux dénonciateurs une protection, dans le cas de salariés d'une entreprise qui signalent à l'autorité de tutelle dont dépend l'entreprise des atteintes à la bonne foi. La nécessité de cette protection est de plus en plus admise dans les efforts de lutte contre la corruption qui mettent désormais en évidence le rôle des droits des salariés dans la lutte contre la corruption aussi bien publique que privée.

81. Un aspect de plus en plus important est l'état des créances au titre des retraites sur une entreprise dans le cadre d'un régime à prestations définies, bien qu'une créance existe aussi lorsque les régimes à cotisations définies comportent un taux de rendement minimum garant. Comme il n'y a souvent pas de transparence, les négociations se déroulent entre la direction et les salariés sans indication claire de ce qu'elles impliquent en termes d'engagements (en valeur actualisée) pour l'entreprise. Les normes comptables et actuarielles dans ce domaine sont insuffisantes et nécessitent d'être renforcées d'urgence. Toutefois, pour la plupart des pays, le problème immédiat est, semble-t-il, de savoir comment protéger les créances existantes et renégocier les régimes à prestations définies avec les nouveaux propriétaires. En Australie, par exemple, la protection des droits des salariés en cas de cessation de paiements a été renforcée : les administrateurs n'ont pas le droit de conclure des accords ou d'effectuer des transactions dans le but d'éviter le paiement des droits des salariés et les tribunaux peuvent imposer des indemnités aux administrateurs. Reste à savoir si une telle disposition ne risque pas d'amener des entreprises à déposer le bilan prématurément pour protéger les droits en question. Aux États-Unis, le problème est légèrement différent étant donné la question du risque subjectif car les régimes à prestations définies peuvent être assurés auprès d'un organisme fédéral moyennant des cotisations lorsque les taux de prime varient avec

83 On dispose aujourd'hui d'un riche corpus de publications, qui ne va cependant pas sans problèmes, sur les effets des conseils d'entreprise en Allemagne. Une partie du problème méthodologique consiste à séparer la décision de se doter d'un conseil de ses effets ultérieurs. De plus, il semble nécessaire de prendre également en compte le caractère qualitatif des conseils d'entreprise. Naturellement, les résultats sont assez contradictoires bien que l'effet sur le niveau de la productivité semble positif. Pour un tour d'horizon de ces études, voir B. Frick and E. Lehmann, *Corporate governance in Germany: Ownership, codetermination and firm performance in a stakeholder economy*, document interne, 2002.

l'ampleur du déficit de financement, mais pas avec le risque effectif de cessation de paiements. Le problème de la renégociation des droits acquis au titre de la retraite après une OPA se pose également.

82. Une meilleure prise en compte des droits des parties prenantes au niveau de la direction ou du conseil d'administration peut présenter de grandes difficultés dans le sens où les intérêts des parties prenantes doivent être plus clairement définis, si nécessaire dans la législation.⁸⁴ La structure de gouvernement d'entreprise aux Pays-Bas, par exemple, passe depuis longtemps à l'échelle internationale comme un bon compromis pour équilibrer les différents intérêts au sein d'une entreprise, au moyen d'un « régime structuré » qui prévoit que le conseil de surveillance reprend de nombreux pouvoirs aux actionnaires. La question est de savoir si un conseil peut trouver un compromis entre ces différents intérêts tout en étant responsable devant les actionnaires. Se faisant l'écho de ces inquiétudes, les partenaires sociaux ont à présent recommandé au gouvernement d'entreprendre une réforme en profondeur du système. Le nouveau système donnera aux actionnaires le droit d'élire les membres du conseil de surveillance et même le droit de révoquer l'ensemble du conseil avec une majorité renforcée. La nouvelle proposition de loi accorde aussi aux salariés le pouvoir de recommander, par le biais des comités d'entreprise, un tiers des candidats du conseil de surveillance par nomination spéciale. Les groupes d'intérêts seront ainsi plus clairement définis, ce qui les incitera à mieux surveiller la direction et les rendra responsables.

83. Ces dernières années, on a manifesté un intérêt accru pour les questions de responsabilité sociale des entreprises. Ce concept est largement distinct des questions relatives aux parties prenantes traitées dans les Principes et fait généralement référence à des décisions commerciales prises de façon responsable qui prennent en compte l'impact général des initiatives d'une société sur les personnes, les collectivités, les droits de l'homme, l'environnement et la santé. Dans la pratique, il existe néanmoins une interaction entre les deux concepts. Ainsi, certains investisseurs mettent en œuvre des stratégies de « placements socialement responsables » qui ont amené les autorités de certains pays à élargir leurs prescriptions en matière de communication aussi bien pour les investisseurs que pour les entreprises d'exploitation (voir plus loin à propos de la transparence). La question de la viabilité, au sens de rentabilité, de ces « placements socialement responsables » dans une économie de marché est controversée. Même si certaines études affirment mettre en évidence des rendements excédentaires de ces investissements, elles ne sont pas méthodologiquement aussi solides que les études sur le gouvernement d'entreprise évoquées dans l'encadré 3. Cela s'explique notamment par la grande difficulté pour mesurer la responsabilité sociale de l'entreprise.⁸⁵ Il existe aussi des campagnes de militants sociaux contre certaines sociétés qui ont certainement abouti à des pertes de réputation considérables pour les sociétés visées. Plus récemment, des questions ont été posées aux États-Unis quant à la capacité pour les sociétés de réfuter les accusations formulées à leur encontre lors de ces campagnes. De nombreuses sociétés ont réagi à cette évolution de la confiance en se dotant de codes de conduite et dans certains cas en soumettant leur chaîne d'approvisionnement à l'étranger à des audits. Les codes éthiques des entreprises jouent aussi pour contribuer à éliminer les comportements dans les sociétés qui se situent trop près des limites de la légalité. La question plus importante du respect des textes législatifs et réglementaires sera abordée dans la dernière section consacrée aux devoirs du conseil d'administration. Comme on le verra plus loin, on assiste aussi à un mouvement consistant de la part des entreprises à communiquer plus d'informations sur la façon dont leurs activités affectent directement l'environnement.

84 C'est l'idée maîtresse de J. Tirole, « Corporate governance », *Econometrica*, 69, 2001.

85 Un certain nombre d'études s'appuient sur les enquêtes de réputation du magazine *Fortune*'s, mais ces indices sont liés à des performances financières préalables et souffrent d'un « effet de halo ». Pour un tour d'horizon qui conclut par une mise en garde non prouvée pour la santé, voir J. Cook and S. Deakin, op cit.

Amélioration de la diffusion et de la transparence

84. Une bonne partie des initiatives dans les pays Membres et des inquiétudes du côté des observateurs a porté sur la diffusion et la transparence. Les aspects liés à la rémunération sont traités dans la section suivante sur les activités du conseil d'administration. La diffusion devrait couvrir les questions importantes concernant l'entreprise, notamment « *les principaux détenteurs de participation au capital et les droits de vote, les facteurs de risque importants prévisibles, les questions importantes concernant les salariés et autres parties prenantes et les structures d'organisation de l'entreprise et ses stratégies*. Mais surtout, la section IV.B précise que « *les informations devraient être recueillies, vérifiées et diffusées conformément à des normes de qualité reconnues au niveau international en matière de publication et de vérification des données comptables et des données à caractère financier et non financier* ». En outre, on lit dans la section IV.C, « *une vérification des comptes devrait être effectuée chaque année par un commissaire aux comptes indépendant afin de conférer une certification externe et objective à l'établissement et à la présentation des états financiers* ».

85. La diffusion n'est pas simplement liée à la fréquence des rapports financiers de l'entreprise, sur laquelle les opinions sont des plus diverses,⁸⁶ mais, comme le soulignent les Principes, c'est une question de délai de diffusion. Les pays ont des pratiques très diverses quant aux délais dans lesquels les informations concernant le marché doivent être diffusées. L'Australie est dotée d'un système obligatoire de diffusion continue pour que les investisseurs disposent d'un accès égal aux informations ayant un impact sensible sur les cours des valeurs négociées. La diffusion continue est également destinée à faire en sorte que les prix des titres reflètent le plus étroitement possible leur valeur intrinsèque. Néanmoins, eu égard à la tendance à une amélioration de l'application des textes dans d'autres pays, les autorités proposent désormais de renforcer les sanctions et de clarifier les droits d'indemnisation en cas de non-respect des obligations de diffusion continue.

Vers une amélioration des normes financières et comptables

86. Un des problèmes majeurs pour respecter le contenu des Principes a été la nécessité d'améliorer les normes comptables dans la plupart des pays (encadré 6), en particulier sur le plan du passif éventuel, des montages hors bilan, notamment la consolidation d'entités qui facilitent ces montages. Dans les années 90, la véritable ampleur des engagements au titre des retraites ne ressortait pas clairement des états financiers des entreprises, entre autres aux Pays-Bas, en Allemagne et au Japon, même si on a assisté à des progrès sensibles vers le traitement de ce problème depuis 2000. Les régimes nationaux continuent cependant de différer quant au choix du taux d'actualisation et de la période d'amortissement pour un déficit de financement donné (encadré 5). Pour donner une idée des montants en question, un analyste a estimé que, sur les 100 plus grandes sociétés au Royaume-Uni, 80 présentent des déficits de leur fonds de pension s'élevant à £ 50 milliards, ce qui correspond à peu près à leurs bénéfices annuels.⁸⁷ Aux États-Unis, des hypothèses optimistes sur le taux de rendement des actifs des fonds de pension formulées durant la période de performances exceptionnellement positives du marché ont conduit les entreprises à inscrire des revenus substantiels au titre de leurs bénéfices d'exploitation ordinaires. L'évaluation des implications financières des régimes de pension va largement dépendre des règles applicables au travail de l'actuaire.

86 Par exemple, on affirme en Europe que les rapports trimestriels risquent de mettre trop l'accent sur le court terme. Peut-être est-ce le cas, mais lorsque le débat se réfère aux États-Unis pour appuyer cet argument, cela va trop loin. Aux États-Unis, ce sont les curieux programmes d'options avec lesquels étaient rémunérés un certain nombre de dirigeants – et non la publication trimestrielle de rapports en soi – ainsi que l'éventualité de fluctuations importantes des prix des actions qui ont fortement motivé certains dirigeants à s'efforcer de faire monter les prix en présentant des rapports trimestriels optimistes.

87 Shroder Saloman Smith Barney « UK defined benefit pensions: the trustees' nightmare », octobre 2002..

Au Royaume-Uni, l'indépendance des actuaires a été remise en question.⁸⁸ Autre aspect tout aussi important, l'incapacité de comptabiliser correctement le coût des options d'achat d'actions. La conséquence directe de ces points faibles est que la position des membres du conseil d'administration exerçant une activité dans l'entreprise et des parties prenantes vis-à-vis des actionnaires, des salariés et des créanciers n'a pas été transparente et que le système de freins et de contrepoids était donc peut-être perturbé.

Box 6. Principaux problèmes liés aux Principes comptables

Qu'un système comptable soit fondé sur des principes ou des règles et dans quelles limites, un certain nombre de problèmes doivent être examinés qui portent à la fois sur le bilan et le compte de résultats. Certains de ces problèmes viennent du fait que des instruments financiers complexes arrivent sur le marché. Trois domaines spécifiques ont été à l'origine de problèmes récents et potentiels : la comptabilité des retraites dans le cadre des régimes à prestations définies comme des régimes à cotisations définies, le traitement des options d'achat d'actions et les problèmes de bilan et de constatation des revenus qui découlent d'une comptabilisation reposant pleinement sur la juste valeur.¹

Dans les pays dotés de régimes à prestations définies (ou de régimes à contributions définies qui sont cependant soumis à un taux minimum de rendement garanti), le problème se pose de savoir comment évaluer les actifs et les passifs liés aux retraites. Par exemple, les actifs des fonds de pension au Royaume-Uni doivent être comptabilisés au prix du marché (cela vaut aussi pour bien d'autres pays), tandis que les rendements des obligations de sociétés notées AA sont utilisés comme taux d'actualisation sur les engagements au titre des fonds de pension. Le faible niveau actuel des taux d'intérêt aggrave l'écart de financement. Dans certains pays, les entreprises se voient accorder plus de souplesse en ce qui concerne la communication des engagements au titre des retraites ; elles peuvent faire varier les hypothèses actuarielles, le taux d'actualisation ou le taux des hypothèses de rendement dans leurs calculs. En outre, les conséquences des changements d'hypothèses sont souvent exprimés en moyenne et la période prévue pour financer ou amortir totalement un quelconque déficit varie énormément jusqu'à 15 ans environ. Les incertitudes à propos de la véritable valeur des engagements « latents » au titre des retraites ont amené les agences de notation à proposer des révisions à la baisse des notes de sociétés dans certains pays, ce qui a suscité des controverses.

Les principes économiques requièrent de passer en charges les options d'achat d'actions, car une émission est associée à un coût de la même manière qu'une distribution gratuite d'actions, coût qui est cependant conditionné à l'exercice de l'option : une fois exercée, elle constitue un transfert de richesse réelle au profit du bénéficiaire et aux dépens des autres actionnaires.² Certes, une option en particulier peut ne pas être exercée, mais à la fin des années 90, il s'avère que la plupart d'entre elles ont fini par être exercées et compte tenu de la détérioration de la situation sur les marchés ces dernières années, nombre d'entre elles ont vu leur prix réévalué de sorte qu'elles pourraient bien être exercées à un moment ou à un autre à l'avenir. Quoi qu'il en soit, de nombreux autres coûts sont également incertains ou éventuels tout en étant pris en compte dans le calcul de la rentabilité courante. La question de savoir comment déterminer le prix des options reste un problème qui a contribué à retarder la décision sur l'utilité de les inscrire en charges, sans parler de la forte opposition de certains secteurs. Trois méthodes sont disponibles qui donnent des résultats très différents.³ Selon une étude portant sur 325 grandes sociétés américaines en 2000, la réduction des bénéfices va de 5 à 22 % en fonction de la méthode utilisée pour valoriser les options. Il convient de noter que des dépenses bien plus importantes comme l'amortissement font aussi l'objet de grandes incertitudes.

Au delà de la détermination d'un coût estimé, cependant, c'est l'absence de comptabilisation en charges qui a sans doute abouti à une situation dans laquelle les options « n'ont jamais été mesurées et donc jamais administrées ». À cela s'ajoute un traitement fiscal favorable, en particulier pour ce qui est de la rémunération des dirigeants aux États-Unis, qui a contribué à la popularité des options, même si la pratique montre que les effets incitatifs sont souvent faussés. La détention directe d'actions pourrait constituer une forme plus transparente et plus puissante d'incitation pour concilier durablement les intérêts de la direction et ceux des actionnaires.⁴ De grandes entités aux États-Unis ont annoncé simultanément des pertes fiscales importantes, étant donné que les options entrent dans le cadre d'un allègement d'impôt, tout en affichant des bénéfices comptables élevés, car les options ne sont pas inscrites en charges. En dehors des États-Unis, certaines juridictions n'ont pas même de norme de diffusion.

La comptabilité fondée sur la juste valeur ou l'évaluation à la valeur du marché est un concept économique

88 Dans plusieurs pays (par exemple, aux États-Unis) le vérificateur est tenu d'évaluer la relation entretenue par un spécialiste (en l'occurrence l'actuaire) avec le client, y compris les circonstances susceptibles de nuire à l'objectivité du spécialiste. La question de l'efficacité de telles dispositions reste posée, notamment compte tenu des appels en faveur d'un durcissement des normes de vérification des comptes dans le monde entier.

relativement standard, mais elle constitue aussi un domaine propice aux abus. Bien des normalisateurs reconnaissent que l'estimation à la valeur du marché à travers tout le bilan incite à bien plus de manipulations qu'elle n'en écarte et le problème devra être examiné. Certaines entreprises peuvent actualiser des flux de revenus estimés à très long terme en utilisant des modèles exclusifs et ajouter le résultat obtenu au bénéfice de l'exercice en cours. La constatation de revenus est donc appliquée jusqu'à ses dernières limites et c'est d'autant plus vrai si les prix sont recueillis sur des marchés peu profonds et illiquides comme le marché des capacités de fibres optiques. Avec le recul des taux d'intérêt ces dernières années et les progrès des techniques de titrisation, une partie de plus en plus importante de la future marge bénéficiaire a pu être actualisée. Certaines techniques de valorisation largement répandues appliquent un coefficient à des bénéfices qui sont en fait déjà actualisés.

Une actualisation excessive a aussi un impact sur le bilan, de même qu'une mauvaise comptabilité des engagements au titre des retraits. D'autres problèmes comptables sont également apparus, notamment la pratique de louer des équipements pour ne pas les inscrire au bilan. Cet aspect est important pour les compagnies aériennes et le secteur des télécommunications. Certains spécialistes ont proposé une règle simple : tous les engagements contractuels et tous les contrats de location qui ne peuvent être annulés doivent être inscrits à l'actif. Enfin, la norme de consolidation des bilans a constitué un gros problème, mis en évidence par l'affaire Enron, même si l'entreprise a en fait enfreint la réglementation existante. La définition de seuils numériques semble avoir entraîné des pratiques comptables agressives, ce que l'on pourrait peut-être éviter en recourant à des principes comme un contrôle effectif.

1. Pour une argumentation plus approfondie, voir J. Caruana et al, Enron et al: Market forces in disarray , Groupe des Trente, Washington, 2002.
2. Pour des exemples du coût économique, voir R. Bliss, " Common sense about executive stock options", *Chicago Fed Letter*, 188, avril 2003
3. Les trois différentes méthodes d'évaluation du coût total des options sont les suivantes : la valeur des options émises durant un exercice comptable donné calculée par le modèle de détermination du prix des options de Black-Sholes ; le coût de l'ensemble des options en circulation si elles étaient « immunisées » par l'achat par la société d'options identiques sur le marché et le coût complet qui correspond au changement de la valeur de l'ensemble des options en circulation majoré du coût des options exercées durant l'année.
4. Pour une étude précise des spécificités des options qui peuvent inciter les dirigeants à ne pas agir dans l'intérêt à long terme des actionnaires et autres caractéristiques, voir Bebchuk, *et al, op cit*, et Graef Crystal, *The Perfect Stock Option Plan*, document préparé pour le Californian State Teachers' Retirement System (Régime de retraite des enseignants de l'État de Californie, février, 2003

87. Dans ce contexte, la décision de l'UE et de l'Australie d'adopter les Normes comptables internationales sera importante car les IAS reposent sur des principes qui, de l'avis des autorités, devraient assurer une meilleure couverture de ces trois domaines mal définis. Toutefois, tout dépend si les principes essentiels ne vont pas perdre de leur force dans le cadre des négociations internationales, surtout dans le domaine de la comptabilisation des options et des instruments dérivés, et si l'on appliquera ces principes de façon cohérente et si on pourra les faire respecter. De l'avis de certains observateurs de la profession,⁸⁹ le système américain devrait rétablir l'équilibre au profit des principes plutôt que des règles et un processus est en place pour encourager la convergence des normes l'International Accounting Standards Board (IASB) et des normes en vigueur aux États-Unis. Mais, là encore, tout dépendra si les avantages des principes se trouveront ou non dilués par l'adoption de règles sur l'interprétation des dispositions, surtout pour ce qui est de minimiser les risques de conflits juridiques par la mise en place de régimes de protection et de lignes de démarcation.

88. Un problème important concerne les modalités de mise en œuvre de la communication sur les facteurs de risque importants. Les Principes indiquent qu'il convient de divulguer les informations importantes sur les facteurs de risque prévisibles (y compris les problèmes concernant les salariés et les parties prenantes, voir plus loin) et que ce raisonnement se retrouve dans de nombreux principes ou codes nationaux. Toutefois, la mise en œuvre appelle la question de la définition de ce qui est « important » et les normes dans ce domaine sont beaucoup moins développées que dans le cas de la communication financière

89 Voir, par exemple, les diverses contributions au *Rapport du Groupe des Trente*, op cit.

classique. Par exemple, comme dans de nombreux pays, le code combiné au Royaume-Uni recommande au conseil d'administration de présenter une évaluation équilibrée et compréhensible de la situation et des perspectives de la société tandis que la révision du droit britannique des sociétés a défini des éléments qui devaient être divulgués si les administrateurs les considéraient importants. Pour donner un contenu à ces recommandations, un groupe de travail a été constitué pour élaborer des grands principes et des conseils pratiques sur la façon dont les administrateurs peuvent juger si un élément est important. Les efforts consentis au Royaume-Uni pour améliorer la communication d'informations, efforts qui vont impliquer des prescriptions supplémentaires en matière de communication financière, ont été accompagnés par un Regulatory Impact Assessment (évaluation de l'impact de la réglementation) qui prend en compte le coût des diverses options et les avantages qu'elles peuvent apporter.⁹⁰

... avec des conséquences importantes sur les incitations auxquelles sont confrontés les comptables et les vérificateurs

89. Bien que les problèmes aux États-Unis liés aux vérificateurs extérieurs aient fait la une des médias, un certain nombre d'autres pays membres sont en train de renforcer leurs normes au regard de leur propre expérience nationale. En Irlande, par exemple, un groupe d'examen des pratiques de vérification comptable, le Review Group on Auditing (juillet 2000), a constaté plusieurs problèmes relatifs à la réglementation et à l'exercice du métier de vérificateur et de comptable dès juillet 2000. Un nouveau projet de loi devrait être présenté au parlement en 2003 qui améliore l'auto-réglementation par la création d'une instance de surveillance spécialisée et accroît l'indépendance des vérificateurs. Les membres de l'UE doivent aussi adapter leurs systèmes conformément à la Recommandation de la Commission publiée en mai 2002 qui interdit aux vérificateurs d'effectuer un contrôle requis aux termes de la loi s'ils ont une quelconque relation avec le client susceptible de compromettre leur indépendance, notamment tout lien financier, professionnel ou autre, ou toute situation où les vérificateurs fourniraient au même client d'autres services que ceux d'audit. Depuis le début de 2002, les cabinets d'audit et les personnes physiques en Autriche doivent faire l'objet d'une rotation tous les six ans. Les vérificateurs sont réputés avoir perdu leur indépendance lorsque plus de 30 % de leurs revenus des cinq années précédentes proviennent de services de conseil ou d'audit fournis à l'entreprise et à ses filiales. La mise en œuvre de la Recommandation de la Commission semble variable selon les membres de l'UE de sorte que, même s'ils vont tous dans le même sens, ils n'harmonisent pas nécessairement leurs approches.⁹¹ Le Japon renforce également le contrôle et l'indépendance des vérificateurs comptables avec l'adoption par la Diète d'un projet de loi en mai 2003. La Commission de contrôle des comptables agréés et de la vérification comptable doit être créée pour surveiller la qualité du processus de vérification qui, jusqu'ici relevait d'un organisme professionnel, l'Institut japonais des comptables agréés.

90. Le processus d'élaboration de nouvelles normes internationales couvrant l'indépendance des vérificateurs et la qualité des vérifications est désormais lancé, les milieux concernés ayant, pour ce qui est de la qualité des vérifications, pris conscience que les quatre grands cabinets comptables internationaux n'apportent pas en fait la garantie d'une application uniforme de normes de qualité dans tous les pays. L'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) a publié des principes concernant

90. Le Canada aussi dispose d'une méthodologie très élaborée en matière d'impact de la réglementation. Pour l'exemple du Royaume-Uni, voir *Regulatory Impact Assessment: Operating and financial review*, <http://www.dti.gov.uk/companiesbill/financialreview.pdf>

91. En mai 2003, la Commission européenne a proposé au Parlement européen une modernisation de la 8e Directive afin de définir une base juridique complète pour les vérifications comptables obligatoires réalisées dans le cadre de l'UE.

l'indépendance et le contrôle des vérificateurs comptables.⁹² Ces principes reposent sur ce qui semble correspondre à l'affirmation d'un consensus parmi les autorités de tutelle des valeurs mobilières quant à la nature des menaces pesant sur l'indépendance des vérificateurs comptables et les limites auxquelles on se heurte pour atténuer ces menaces au moyen de diverses mesures facultatives de sauvegarde. De plus, il y a un accord général chez les membres de l'OICV sur le fait que la simple mise en place de normes régissant l'indépendance des vérificateurs comptables ne suffit pas en soi à assurer leur indépendance réelle. Les éventuelles normes doivent s'appuyer sur des obligations rigoureuses faites aux cabinets d'audit de mettre en place et d'entretenir des systèmes et processus internes de surveillance, d'identification et d'élimination des menaces pesant sur leur indépendance. Ces systèmes internes doivent faire l'objet d'une évaluation par des organismes de contrôle externes qui sont au nombre de deux : un comité d'audit ou un organe équivalent de l'entreprise soumise à la vérification (voir plus loin) et un organisme de contrôle professionnel agissant dans l'intérêt général et considéré comme tel. Les principes de l'OICV sont résumés dans l'encadré 7. Enfin, les normes concernant le processus de vérification lui-même sont en cours de révision par l'International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB). Comme l'IAASB est un organisme sectoriel, des appels ont été lancés par l'OICV, le Forum de stabilité financière et d'autres organismes pour soumettre ce processus de normalisation à une certaine forme de contrôle international d'intérêt général.

92 Les documents correspondants sont les suivants : *Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring an Auditor's Independence*, et *Principles of Auditor Oversight*. Ces deux documents ont été publiés en octobre 2002.

Box 7. Les principes de l'OICV couvrant les normes nationales sur l'indépendance des vérificateurs comptables et le contrôle externe

Selon l'OICV, les normes nationales relatives à l'indépendance des vérificateurs comptables doivent :

- définir un ensemble de principes s'appuyant sur une combinaison d'interdictions, de restrictions et d'autres mesures et procédures ainsi que sur la communication d'informations qui traitent à tout le moins des menaces sur l'indépendance résultant d'intérêts propres, d'auto-vérifications, de plaidoyers, d'habitudes et d'intimidations.
- définir les mesures convenables de précaution que les vérificateurs doivent appliquer pour atténuer les menaces sur leur indépendance résultant d'activités ou de relations permises.
- obliger le vérificateur à définir et évaluer toutes les menaces importantes pour son indépendance, notamment celles qui résultent de relations récentes avec l'entité faisant l'objet de la vérification et qui ont pu précéder sa désignation comme vérificateur et apporter des éléments montrant la façon dont le vérificateur a appliqué des mesures de précaution pour atténuer ces menaces.
- les autorités de tutelle des marchés de valeurs mobilières doivent s'assurer qu'un dispositif est prévu pour imposer la communication rapide d'informations sur le remplacement d'un vérificateur d'une entité cotée.

À titre de complément à ces normes relatives à l'indépendance des vérificateurs, l'OICV appelle les pays et territoires membres à prévoir les dispositions suivantes :

- un mécanisme doit permettre de s'assurer qu'un organisme d'intérêt public procédera à un contrôle de la qualité et de la mise en œuvre des vérifications, de l'indépendance du vérificateur et des normes éthiques ainsi que des conditions de contrôle de la qualité des vérifications ;
- un mécanisme doit imposer aux vérificateurs de se soumettre à un organisme de contrôle indépendant de la profession de vérificateur ou, si c'est un organisme professionnel qui intervient en tant qu'organisme de contrôle, lui imposer un contrôle par un organisme indépendant. Ledit organisme de contrôle doit agir dans l'intérêt général et présenter une composition convenable, d'une charte appropriée de ses responsabilités et prérogatives et d'un financement adéquat qui ne soit pas sous le contrôle de la profession de vérificateur, en vue d'exercer ses responsabilités ;
- un organisme indépendant de contrôle des vérificateurs doit mettre en place un processus de mise en œuvre d'examens réguliers des procédures et pratiques de vérification des cabinets qui vérifient les états financiers des sociétés cotées ;
- l'organisme de contrôle doit aussi traiter de questions comme la compétence professionnelle, la rotation du personnel de vérification, des services de conseil et autres services ne relevant pas de la vérification comptable ;
- cet organisme doit avoir le pouvoir de prescrire des mesures visant à remédier aux problèmes détectés et à engager ou à mettre en œuvre des recours disciplinaires en vue de sanctionner les vérificateurs et cabinets d'audit en tant que de besoin.

91. Des changements dans le fonctionnement des cabinets de comptabilité et d'audit aux États-Unis ont été introduits assez rapidement et sont d'une grande portée (encadré 8). Ils posent cependant des problèmes fondamentaux pour les autres pays, notamment en ce qui concerne l'enregistrement des vérificateurs étrangers qui procèdent à la vérification des comptes de sociétés dont les titres sont négociés aux États-Unis, avec la nouvelle Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB). Des préoccupations se sont exprimées à propos de la prescription imposant que l'autorité américaine puisse avoir accès aux documents d'audit de l'entreprise étrangère. Le PCAOB, ainsi que la SEC, examinent actuellement ces questions et des discussions ont lieu avec les pays concernés. Comme les conditions requises par la PCAOB concernent la relation entre le vérificateur extérieur et l'entreprise, ces points sont abordés plus loin dans la section sur les fonctions du conseil d'administration et sur les comités d'audit.

Box 8. Application de la loi Sarbanes-Oxley : décisions de la SEC

Règles renforçant l'indépendance du vérificateur

Services hors vérification des comptes qui sont interdits

- La tenue des livres de comptes ou d'autres services liés à l'enregistrement des opérations comptables ou aux états financiers
- La conception et la mise en œuvre du système de communication financière
- Les services d'expertise ou d'évaluation, les attestations de fidélité des comptes ou les rapports sur les contributions en nature
- Les services d'actuaire
- Les services d'externalisation de l'audit interne
- Les fonctions de gestion ou les services de ressources humaines
- Les services de courtage et de négociation, de conseil en placement ou de banque d'investissement
- Les services juridiques
- Les services d'expert sans relation avec la vérification des comptes

Approbation préalable par le Comité d'audit des services fournis par le vérificateur des comptes

Le Comité d'audit doit approuver préalablement les services permis de vérification comptable ou hors vérification comptable que doit fournir le vérificateur des états financiers communiqués par l'entreprise.

Diffusion aux investisseurs d'informations sur les prestations du vérificateur des comptes

La diffusion d'informations sur les prestations (notamment le pourcentage des commissions versées pour chacune d'elle) approuvées par le Comité d'audit sera obligatoire dans le rapport annuel en précisant le montant des commissions et honoraires pour les différentes catégories de services :

- Services de vérification comptable
- Services liés à la vérification comptable
- Services fiscaux
- Autres services

Services hors vérification comptable permis : services fiscaux

Les services fiscaux ne sont pas expressément interdits sous réserve de l'approbation préalable du comité d'audit

En conséquence, les comptables pourront prodiguer des conseils dans les domaines de la conformité à la réglementation fiscale, de la planification fiscale et de la fiscalité à leurs clients dans le cadre d'audits lorsque ces services auront été approuvés par le comité d'audit de la société publiant ses états financiers

Certains services fiscaux pourraient nuire à l'indépendance, comme la représentation d'un client devant un tribunal fiscal et, dans ce cas, ils seraient interdits

Rotation des vérificateurs

Le vérificateur principal et le vérificateur intervenant parallèlement doivent faire l'objet d'une rotation au bout de cinq ans, avec une interruption de cinq ans

Les autres associés sont soumis à une rotation au bout de sept ans, avec une interruption de deux ans.

Délai de réserve

Délai de réserve d'un an avant qu'un membre de l'équipe de la mission d'audit puisse accepter un poste chez le client.

Communication du vérificateur des comptes avec le Comité d'audit

Le cabinet comptable sera tenu de rendre compte de toutes les politiques et pratiques comptables essentielles qu'applique l'entreprise publiant ses comptes

Le cabinet comptable sera tenu de rendre compte de tous les autres traitements comptables importants des informations financières dans le cadre des Principes comptables généralement admis (PCGA) qui ont été discutés avec la direction.

Le cabinet comptable est tenu d'échanger des communications écrites sur des questions importantes avec la direction.

Petites entreprises/petits cabinets d'audit

Les sociétés d'audit qui ont moins de cinq clients pour les audits et comportent moins de dix associés seront exemptées des dispositions concernant la rotation des associés et leur rémunération sous réserve que chaque mission fasse l'objet d'un examen spécial par le Public Company Accounting Oversight Board au moins tous les trois ans.

Sociétés étrangères

Un délai supplémentaire sera accordé aux cabinets comptables étrangers en ce qui concerne le respect des conditions de rotation

Règles sur la diffusion d'informations concernant les opérations hors bilan et les engagements contractuels cumulés

Chaque rapport financier annuel déposé auprès de la Commission doit communiquer des informations sur " tout ce qui concerne les transactions hors bilan, les accords, les engagements (y compris les engagements conditionnels) et autres relations importantes de l'entreprise publiant ses comptes avec les entités non consolidées ou d'autres personnes, susceptibles d'avoir un effet important dans l'immédiat ou dans l'avenir sur les conditions financières, l'évolution des conditions financières, les résultats de l'exploitation, la liquidité, les dépenses d'investissement, les ressources en capital ou des composantes significatives des recettes ou des dépenses. Cela porterait notamment sur :

Les contrats de garantie

Les intérêts conservés ou conditionnels sur des actifs transférés à une entité non consolidée

Les instruments dérivés assimilables à des actions

Un intérêt variable important dans des entités non consolidées qui exercent certaines activités

La diffusion d'informations sera fondée sur des principes imposant aux déclarants qu'ils fournissent toute autre information qu'ils jugent nécessaire pour la compréhension des opérations hors bilan et leurs conséquences importantes spécifiées.

Règles de conservation des documents internes sur les audits et les examens

Les vérificateurs devront conserver les documents pendant une durée de 7 ans. Par documents, on entend :

la correspondance et les documents internes

les communications

l'analyse

toute autre donnée financière liée à l'audit ou à l'examen

Améliorer la communication d'informations non financières

92. Les Principes préconisent la diffusion d'informations sur les facteurs de risque important prévisibles et sur les questions concernant les salariés et les parties prenantes. Cette réflexion se retrouve désormais dans de nombreux principes ou codes nationaux. Toutefois, la mise en œuvre appelle la question de la définition de ce qui est « important » et les normes dans ce domaine sont beaucoup moins

développées que dans le cas de la communication financière classique. Bien que certains pays imposent la communication d'informations concernant la politique des ressources humaines, les normes restent sous-développées en la matière. Cette situation a amené le Royaume-Uni à mettre en place une commission pour étudier les moyens d'améliorer la diffusion d'informations sur la gestion des ressources humaines et d'encourager au mieux l'amélioration progressive des normes de communication.⁹³ Tout en prenant en compte ce débat plus général, la commission va aussi enquêter sur la façon dont on peut vérifier la diffusion de ces informations.

93. Dans un certain nombre de pays, la question de la diffusion d'informations sociales et environnementales plus générales et de la meilleure façon d'assurer cette diffusion, reste inscrite à un ordre du jour. De fait, en mai 2001, le droit français des sociétés a été amendé pour imposer aux sociétés cotées la diffusion dans leurs rapports annuels d'informations sur la façon dont elles tiennent compte des conséquences sociales et environnementales de leurs activités.⁹⁴ Quelques normes et codes à caractère international ont apporté des recommandations de nature facultative et non contraignante⁹⁵ Les *Principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales* affirment dans leur chapitre consacré à la communication financière que les entreprises sont encouragées à communiquer des informations supplémentaires, notamment « Des déclarations à l'intention du public énonçant des principes ou règles de conduite, y compris des informations sur les politiques sociale, éthique et environnementale de l'entreprise et les autres codes de conduite auxquels l'entreprise souscrit ». La formulation des *Principes directeurs* de l'OCDE préserve un large choix et une grande latitude aux entreprises quant à la façon de communiquer sur les questions sociales et environnementales. Dans une étude portant sur 100 entreprises multinationales réalisée par l'OCDE en 2003, quelque 95 avaient fait des déclarations d'orientation sur l'environnement ainsi que sur la santé et la sécurité, 80 sur les relations du travail et 45 sur la lutte contre la corruption, l'intégrité et la transparence.⁹⁶ Phénomène important, la demande d'élargissement des informations diffusées s'est accompagnée de propositions sur la façon dont les informations communiquées par les sociétés pouvaient être vérifiées.⁹⁷

94. Les Principes appellent à la diffusion d'informations importantes sur les structures et politiques de gouvernement d'entreprise. Un certain nombre de principes nationaux comprennent désormais une telle disposition imposant la publication de telles informations avec les rapports annuels. Même si l'expérience de la diffusion de ces informations est encore limitée, une étude des entreprises canadiennes a observé que la qualité des informations communiquées était médiocre.

93 Dans son document de discussion, la commission a admis l'existence d'une « tension entre la définition de normes minimales de communication suffisamment exigeantes pour permettre des comparaisons entre organisations, y compris à l'aide des mêmes instruments de mesure, et le souci d'éviter une approche trop prescriptive susceptible d'étouffer l'innovation, de porter préjudice au secret commercial ou d'imposer une charge inutilement lourde ». *Accounting for People*, Task Force on Human Capital Management, Londres, mai 2003. www.accountingforpeople.gov.uk.

94 Les nouvelles prescriptions réglementaires au Royaume-Uni, en France, en Allemagne et en Australie imposent aux investisseurs (généralement les fonds de pension uniquement) de divulguer leur politique de placement sous les angles environnemental, social et éthique.

95 Notamment la *Global Reporting Initiative*, www.globalreporting.org

96 Voir *Business Approaches to Combating Bribery*, étude de référence préparée pour la Table ronde de l'OCDE sur la responsabilité des sociétés, juin 2003., <http://www.oecd.org/dataoecd/63/57/2638716.pdf>

97 Pour un exemple de principes de vérification, voir www.globalreporting.org et www.accountability.org.uk

Faire en sorte que les conseils d'administration améliorent leur contrôle de la direction

95. Dans les systèmes d'administration à organe unique, on constate parfois des tiraillements entre l'idée que le conseil devrait apporter des contacts, des ressources et des compétences pour contribuer au fonctionnement de l'entreprise et celle que le conseil est avant tout là pour exercer une fonction de surveillance de la direction. Ces deux opinions ont des conséquences différentes sur la structure du conseil d'administration, la première plaidant en faveur d'une plus grande proportion de membres exerçant une fonction dans l'entreprise que de membres extérieurs à l'activité de l'entreprise.⁹⁸ Les Principes présentent des arguments plus nuancés en précisant que le conseil d'administration est essentiellement chargé de contrôler les performances et d'obtenir un taux de rendement convenable pour les actionnaires, tout en évitant les conflits d'intérêts et en trouvant un juste équilibre entre les demandes contradictoires pesant sur l'entreprise. Mais surtout, le conseil d'administration est chargé d'orienter la stratégie de l'entreprise. Dans des systèmes d'administration comportant deux organes distincts, la question de la composition ne se pose pas (c'est-à-dire que le conseil de surveillance ne comporte, aux termes de la loi, aucun dirigeant de l'entreprise), même si le problème de savoir dans quelle mesure il peut ou il doit orienter la stratégie de l'entreprise et mettre en regard les différents intérêts fait souvent l'objet d'un débat. Un autre thème de discussion est de savoir si l'absence de dirigeants au sein du conseil limite son accès à l'information et l'empêche de débattre en toute connaissance de cause – au risque de rendre la surveillance inefficace. Ce point soulève une polémique en Allemagne, qui a incité les autorités à introduire un système d'autocontrôle (voir plus haut) pour les conseils de surveillance.⁹⁹ Cela étant, la structure pesante des conseils de surveillance appelle également une solution. Sachant que l'UE donne désormais le choix aux entreprises entre les systèmes à un ou à deux organes pour les sociétés de droit européen (*societas europaea*),¹⁰⁰ les avantages et les inconvénients des deux systèmes font une fois de plus l'objet d'un débat. La France est le premier pays à avoir accordé ce choix aux entreprises et l'Italie suit son exemple en proposant trois options.

96. Les Principes précisent que le conseil d'administration devrait remplir un certain nombre de fonctions essentielles (Section V.D), dont recruter et rémunérer les principaux dirigeants, suivre et gérer les conflits d'intérêts et veiller à la sincérité de la comptabilité et des systèmes de communication financière. L'expérience des deux dernières années a confirmé que cette liste est fondée et qu'elle est bel et bien reconnue par les législations nationales. Sa mise en œuvre effective au quotidien, cependant, laisse à désirer dans un certain nombre de pays, ce qui a suscité les propositions de mesures qui sont traitées ci-après. Les Principes exigent en outre que le conseil d'administration s'assure de l'efficacité des règles de gouvernement d'entreprise appliquées et y apporte les modifications nécessaires. Comme on l'a vu, l'Allemagne a désormais rendu obligatoire cette fonction de réexamen (elle est également recommandée dans le Code britannique) et plusieurs principes et codes à caractère facultatif recommandent que les sociétés présentent un compte rendu de leurs pratiques de gouvernement d'entreprise.

98 Pour un vigoureux plaidoyer en faveur du rôle des administrateurs internes, voir S. Bainbridge, « A critique of the NYSE's director independence listing standards », *Securities Regulation Law Journal*, vol 30, 2002.

99 On peut reconnaître l'existence de graves faiblesses sans aller toutefois aussi loin que P. Davies, qui conclut que « ... le conseil de surveillance allemand continue de constituer un système de contrôle plutôt inefficace, tandis que le conseil d'administration britannique a non seulement adopté formellement la fonction de surveillance, mais est aussi mieux placé pour s'en acquitter bel et bien en pratique ». P. Davies, « Board structure in the UK and Germany: Convergence or continuing divergence? », *International and Comparative Law Journal*, 2, 2000.

100 Comme le fait remarquer K. Hopt, la co-gestion obligatoire avec les syndicats ne cadre pas avec un tel choix. Les législateurs devront trouver une solution pour la co-gestion au sein du conseil d'administration constitué d'un seul organe des futures *societas europaea* allemandes qui ne fasse pas fuir les sociétés étrangères intéressées par la constitution d'une telle entité européenne avec un partenaire allemand. K. Hopt, « Modern company and capital market problems improving European corporate governance after Enron », *ECGI Law working Paper*, 5, 2002.

Vers des conseils d'administration plus « indépendants » et plus efficaces

97. Les Principes accordent une place importante aux responsabilités du conseil d'administration en terme de suivi des activités des dirigeants et d'obligations vis-à-vis de l'entreprise et des actionnaires. Cela a des conséquences notables sur la qualité des administrateurs : *Le conseil d'administration devrait être en mesure d'exercer un jugement objectif sur la conduite des affaires de la société en toute indépendance, notamment vis-à-vis de la direction.*

- 1. Le conseil devrait envisager de confier des tâches qui comportent un risque de conflit d'intérêts à un nombre suffisant de membres non dirigeants qui soient en mesure de formuler un avis indépendant. Figurent notamment au nombre de ces tâches : la publication des informations financières, la nomination et la détermination des rémunérations des cadres dirigeants et des administrateurs*
- 2. Les membres du conseil d'administration devraient consacrer suffisamment de temps à l'exercice des responsabilités qui leur incombent.*
- 3. Pour assumer les responsabilités qui leur incombent, les membres du conseil d'administration devraient avoir accès à des informations exactes, pertinentes et disponibles en temps opportun.*

98. Dans plusieurs pays, au vu des récentes propositions ou des changements effectifs, la tendance est à l'augmentation non seulement du nombre d'administrateurs non dirigeants (qui semblent introduire une réelle différence, voir encadré 9), mais aussi à la volonté de s'assurer qu'ils sont bel et bien « indépendants ». La Commission on Public Trust and Private Enterprise (États-Unis) recommande par exemple que les conseils d'administration soient constitués à une large majorité d'administrateurs indépendants et les critères d'admission à la cotation au NYSE envisagent de retenir la majorité. Le récent rapport Higgs (Royaume-Uni) propose qu'au moins la moitié du conseil d'administration de l'entreprise, en dehors du président, soit composé d'administrateurs non dirigeants « indépendants ». La loi Sarbanes-Oxley rend obligatoire les comités d'audit « indépendants » mais ne se réfère par au conseil d'administration dans son ensemble. Au Japon, le nouveau droit des entreprises autorise les sociétés à choisir entre deux modèles (le *kansayaku* et un modèle à organe unique avec des comités) pour leur conseil d'administration et renforce le rôle des « administrateurs extérieurs » qui sont mieux définis, au sens où ils ne doivent jamais avoir travaillé pour l'entreprise ou ses filiales.¹⁰¹

Box 9. Problèmes relatifs à la composition des conseils d'administration : quelques éléments empiriques

La question de savoir si la composition du conseil d'administration, et plus particulièrement la présence d'administrateurs non dirigeants, entraîne de meilleures performances de l'entreprise suscite des opinions très divergentes et les éléments économétriques dont on dispose sont contradictoires, voire défavorables.¹ Cela n'a rien d'étonnant étant donné que les performances résultent de nombreux facteurs indépendants du contrôle du conseil d'administration dont le rôle est, de toute façon, de surveiller et de nommer la direction plutôt que de prendre des décisions commerciales. Il faut aussi prendre en compte des considérations de dynamique dans l'évaluation du rôle

101 Les vérificateurs du système *kansayaku* sont des observateurs aux réunions du conseil d'administration et leur rôle a été redéfini en 1974 pour couvrir la surveillance et le contrôle des décisions de la direction. La révision du droit des sociétés en 1993 a précisé par ailleurs que, dans le cas des grandes sociétés, le conseil *kansayaku* devait comprendre trois personnes, dont au moins une extérieure à l'entreprise. En 2005, le nombre des participants extérieurs doit être porté à au moins la moitié. Ces personnes sont chargées de superviser les administrateurs, y compris le président du conseil d'administration qui a généralement été désigné par promotion interne à la société.

des conseils d'administration, mais c'est assez difficile avec les données dont on dispose. Par exemple, un conseil composé d'administrateurs extérieurs peut être plus porté à changer la direction, mais il peut falloir un certain temps pour constater les résultats de ces initiatives et les choses peuvent même s'aggraver dans un premier temps faute de mémoire des erreurs passées. En outre, le conseil d'administration est aussi chargé de surveiller les risques et d'éviter des catastrophes à l'entreprise. Un certain nombre d'études portent par conséquent sur les décisions ou les initiatives prises par le conseil d'administration et les plus intéressantes tentent d'expliquer dans quelle mesure le conseil d'administration influe sur les performances de l'entreprise. Ces études donnent en effet à penser que la composition du conseil a une grande importance.

Une enquête de Hermalin et Weisbach² reposant surtout sur des études américaines conclut qu'il n'existe aucune relation entre la composition du conseil d'administration (la proportion d'administrateurs non dirigeants ou d'administrateurs extérieurs) et les performances. Toutefois, la composition du conseil d'administration a des répercussions sur la qualité des décisions concernant le remplacement d'un directeur général, les réactions face à une OPA inamicale, l'adoption d'un dispositif anti-OPA ou encore la conception de mécanismes de rémunération du directeur général. Dans les conseils avec une prédominance d'administrateurs extérieurs, les changements de directeur général sont plus sensibles aux résultats de l'entreprise et le directeur général se fait plus souvent remplacer par une personne extérieure à l'entreprise, par rapport aux sociétés où les administrateurs internes dominent. La réaction des marchés de valeurs mobilières aux dispositifs anti-OPA est positive, ce qui indique sans doute qu'elles sont considérées comme des instruments de négociation pour obtenir un prix plus élevé plutôt qu'un signe de conservatisme. En outre, à l'aune de la baisse du prix de l'action des entreprises acquéreuses, il semblerait que le marché a le sentiment que les entreprises dotées d'un conseil composé d'administrateurs extérieurs procèdent à de meilleures acquisitions (ou du moins pas aussi mauvaises). Néanmoins, la question n'est pas simplement d'avoir à tout prix au conseil d'administration des administrateurs extérieurs. La relation entre les changements de directeur général et les résultats de l'entreprise se renforce lorsque les administrateurs extérieurs sont rémunérés à l'aide de mécanismes incitatifs. Toutefois, le concept d'administrateur extérieur est bancal. La rémunération d'un directeur général augmente selon le nombre d'administrateurs extérieurs qu'il désigne et le nombre d'administrateurs « occupés », ces derniers étant définis par le nombre de mandats supplémentaires d'administrateur qu'ils détiennent. La rémunération d'un directeur général augmente également lorsqu'un conseil est composé d'administrateurs qui ont des intérêts communs et qui, on peut le supposer, risquent davantage d'être influencés par le directeur général. La dynamique du conseil d'administration est elle aussi importante, ce qui porte à croire que l'indépendance du conseil (impossible à observer) vis-à-vis du directeur général est un facteur essentiel et qu'il existe un cadre de négociation entre les deux. Lorsque le directeur général joue un rôle primordial dans le processus de sélection du conseil d'administration ou qu'il siège au comité de nomination, le nombre d'administrateurs extérieurs est plus restreint. Après une période de bons résultats, le directeur général tend à compléter le conseil par des administrateurs internes.

Les conseils composés d'administrateurs indépendants vont-ils obtenir de meilleurs résultats que ceux qui réunissent des administrateurs extérieurs, il faudra un certain temps avant de le constater et il faudra le vérifier à l'aide d'information sur les membres des conseils qui sont actuellement rarement disponibles.

Une étude portant sur le Royaume-Uni (Dahya et al., 2002) examine l'expérience rencontrée dans le cadre de l'application du Cadbury Code of Best Practice de 1992 qui recommandait l'inclusion au sein des conseils d'administration d'au moins trois administrateurs extérieurs et la séparation entre la fonction de directeur général et de président. Selon une des écoles de pensée, cela n'a sans doute rien changé étant donné que les mécanismes du marché auront incité les conseils d'administration à adopter des structures efficaces. L'étude montre cependant que la relation négative entre les changements de directeur général et les résultats de l'entreprise s'est accentuée après la publication du Code et qu'elle a surtout concerné les entreprises ayant adopté le Code. Aucun lien n'a pu être constaté avec la rentabilité.

1. Pour une vue d'ensemble synthétique, voir M. Becht, P. Bolton, et A. Röell, "Corporate Governance and Control", *ECGI Working Paper*, 2002.
2. B. Hermalin and M. Weisbach, "Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature", *NBER Working Paper*, 8161, 2001

99. Deux questions fondamentales et imbriquées se posent : les administrateurs « indépendants » représentent-ils une réponse adaptée aux signes manifestes de coûts d'agence et de contrôle insatisfaisant mentionnés ci-dessus et, le cas échéant, comment peut-on rendre le concept opérationnel ? On dit des administrateurs indépendants qu'ils ont un rôle important dans le suivi et la gestion des conflits d'intérêts du côté des administrateurs dirigeants et de la direction. On les présente donc comme des administrateurs compétents pour se charger des questions de rémunération, d'audit et de nomination, en particulier aux États-Unis. De telles situations appellent normalement une indépendance vis-à-vis de la direction, ce qui

correspond à la définition figurant également dans les Principes. Cela étant, au moins douze principes nationaux se préoccupent également de l'indépendance vis-à-vis du principal actionnaire, mettant ainsi en relief le fait que dans de nombreux pays, il existe une forte relation entre la direction et un actionnaire majoritaire. Toutefois, même si, à l'origine certains sont « indépendants », peut-on s'attendre à ce qu'ils le restent (sauf formellement) une fois qu'ils seront devenus membres de « l'équipe » constituée par le conseil d'administration, ce qui du point de vue de l'efficacité passe pour un aspect important. De plus, comme leur rémunération va augmenter avec leurs nouvelles responsabilités et leur charge de travail, ne court-on pas le risque qu'ils deviennent « dépendants » de cette entreprise.

100. L'incitation de l'administrateur indépendant à conserver cette indépendance de jugement est considéré comme essentielle à cet égard et semble se résumer au mode de sélection ou de désignation initial, ainsi qu'à l'impact de sa réputation. On peut attendre d'un administrateur qui se voit confier sans ambiguïté un mandat par les actionnaires (ou les parties prenantes) qu'il reste plus indépendant d'esprit qu'un administrateur élu à partir d'une liste élargie de candidats proposés, par exemple, par le directeur général. D'autres effets incitatifs existent qui sont désormais largement connus et acceptés de certaines entreprises : un administrateur devrait pouvoir détenir les actions d'une société (ou être même en partie rémunéré en actions, et non en options), tout en s'engageant à ne pas les vendre pendant la période où il occupe ses fonctions. Une telle disposition semble au moins faire mieux concorder les mesures incitatives avec les intérêts des actionnaires. Mais est-il sage de définir l'indépendance en renvoyant notamment au nombre d'actions détenues, alors même que la définition fait avant tout référence à un régime de protection ?¹⁰² La question des administrateurs indépendants peut même être inversée : la présence d'un plus grand nombre d'administrateurs « dépendants » est-elle nécessaire, des administrateurs qui doivent leur élection à des catégories spécifiques d'actionnaires ou même de parties prenantes ? On peut aussi examiner le problème sous l'angle d'une meilleure représentation. Dans certains pays, il apparaît déjà clairement, par exemple, que certains administrateurs représentent en fait les actionnaires dominants. Dans de tels cas, la présence d'administrateurs « indépendants » peut avoir pour effet de protéger les actionnaires minoritaires. Par exemple, l'Association des gestionnaires de fonds en Italie a demandé une réforme du droit des entreprises pour permettre aux actionnaires minoritaires de désigner des administrateurs dans toutes les sociétés cotées. À mesure que les administrateurs en viennent à représenter certains groupes d'intérêts, on court cependant le risque d'une multiplication des inégalités de traitement et des opérations d'initiés. Dans ces conditions, il est d'autant plus important de prévoir des mesures de sauvegarde convenables et de les appliquer de façon appropriée.

101. La question de la représentation se pose aussitôt lorsqu'il s'agit d'appliquer le concept d'indépendance. Le rapport Higgs cherche à donner une définition opérationnelle (encadré 10) qui exclut les administrateurs « représentant » un actionnaire important, mais contrairement au NYSE et au Nasdaq, il ne fixe pas de limites à leurs propres participations au capital. Une telle disposition est justifiée dans le cadre d'un système de vote permettant à un actionnaire important de dominer, mais elle soulève des questions sur le système de vote lui-même. Il est intéressant de constater que le rapport Higgs recommande également la nomination d'un administrateur indépendant expérimenté pour s'occuper des actionnaires, s'ils ont des préoccupations qui n'ont pas été réglées par les voies normales d'accès au président ou au directeur

102 La SEC a récemment adopté un régime de protection faisant qu'une personne qui ne fait pas partie des cadres dirigeants et qui ne détient pas 10 % au moins des titres de capital d'une quelconque catégorie, sera réputée indépendante aux fins de sa participation au comité d'audit. Le communiqué correspondant de la SEC note cependant que 10 % ne constitue pas la limite supérieure pour établir l'indépendance (à savoir le statut de personne non apparentée). Néanmoins, Chandler and Strine *op cit*, craignent que de telles limites aboutissent à instaurer plus qu'un régime de protection et amènent les autorités chargées d'appliquer la réglementation à renoncer à la pratique en vigueur aux États-Unis consistant à examiner la transaction spécifique et la situation dans laquelle elle intervient pour juger si un administrateur était en mesure d'agir de façon indépendante.

général. De même la Commission on Public Trust and Private Enterprise, qui plaide en faveur d'administrateurs indépendants, recommande également la mise en place de dispositifs permettant aux « actionnaires importants à long terme de nommer les administrateurs ». La précision « à long terme » soulève, néanmoins, le problème du traitement équitable des actionnaires.

Box 10. Essai de définition de la notion d'administrateur indépendant

Selon le rapport Higgs, « un administrateur non dirigeant est considéré comme indépendant lorsque le conseil d'administration estime que l'administrateur est indépendant de par sa personnalité et son jugement et qu'il n'existe aucune relation ou circonstance influençant ou de nature à influencer son jugement ».

Par relation ou circonstance, on entend les cas où l'administrateur :

est un ancien salarié de l'entreprise ou du groupe sans que cinq années ne soient écoulées depuis que ses fonctions (ou toute autre connexion importante) ont pris fin ;

entretient, ou a entretenu durant les trois années précédentes, une relation commerciale importante avec l'entreprise soit directement, soit en tant que partenaire, actionnaire, administrateur ou cadre dirigeant dans une entité ayant entretenu ce type de relation avec l'entreprise ;

a perçu ou perçoit une rémunération supplémentaire de l'entreprise en dehors des jetons de présence, participe au programme d'options d'achat d'actions de l'entreprise ou à un programme de rémunération en fonction des performances, ou bien est adhérent au plan d'épargne retraite de l'entreprise ;

possède des liens familiaux étroits avec un quelconque conseiller, administrateur ou cadre dirigeant de l'entreprise ;

détient des mandats croisés d'administrateur ou possède des liens importants avec d'autres administrateurs par le biais d'une présence dans d'autres entreprises ou entités ;

représente un actionnaire important, ou

siège au conseil d'administration depuis plus de dix ans.

Le conseil d'administration devrait préciser dans son rapport annuel quels sont les administrateurs non dirigeants qu'il juge indépendants. Il devrait aussi indiquer ses raisons s'il considère qu'un administrateur est indépendant malgré l'existence de relations ou de circonstances qui pourraient sembler en rapport avec cet avis.

Source : *Review of the role and effectiveness of non-executive directors*, DTI Londres, 2003 (aussi connu sous le nom de rapport Higgs)

102. Des initiatives ont aussi été prises en vue d'améliorer à la fois la qualité du conseil d'administration et les informations qu'il reçoit. Au Royaume-Uni, le rapport Higgs témoigne d'un mécontentement à propos de la qualité des administrateurs non dirigeants et recommande aux entreprises de mettre de côté les ressources suffisantes et de consacrer suffisamment de temps pour qu'ils se familiarisent avec l'entreprise et leurs obligations. Assez curieusement, le rapport conclut, sur la base des recherches et des interviews effectuées à la demande des rapporteurs, que le rôle d'administrateur non dirigeant n'est pas clairement défini et que le code britannique n'apporte guère d'éclaircissement à cet égard.¹⁰³ En outre, le rapport souligne que les administrateurs sont souvent recrutés parmi un nombre extrêmement restreint de candidats acceptables (ce qui amène un journaliste à constater que les critères de sélection des administrateurs sont : pâle, mâle et fade !). Cela a incité le gouvernement à demander à un

103 Les études commandées pour le Rapport Higgs ont aussi montré que même s'il peut y avoir des tensions, il n'y a pas de contradiction fondamentale entre les fonctions de suivi et les aspects stratégiques du rôle de l'administrateur non dirigeant.

autre organisme de dresser une liste plus importante de candidats potentiels.¹⁰⁴ En Norvège, il est désormais fait obligation au conseil d'administration de parvenir à un équilibre spécifique entre les sexes et en Suède, dans les sociétés à participation publique, ce ratio est de près de 40 %.

103. Un autre problème abordé dans les notes explicatives concernant les Principes est le rôle du président du conseil d'administration, problème qui a fait l'objet d'une attention grandissante dans un certain nombre de pays où les systèmes d'administration sont constitués d'un seul organe. Les avis restent cependant très partagés. L'argument défendu avec le plus de force dans le contexte britannique est celui selon lequel la séparation (le président étant aussi indépendant) contribuerait à assurer un juste équilibre des pouvoirs, un plus grand sens de ses responsabilités et une plus grande capacité du conseil d'administration à prendre des décisions en toute indépendance.¹⁰⁵ Les détracteurs de cet argument sont nombreux aux États-Unis et en France (où le PDG est une véritable institution). Bien que la récente Commission on Public Trust ait proposé une séparation, il existe parallèlement une forte opposition et aucun autre principe ou code aux États-Unis n'a été jusqu'à recommander la séparation.¹⁰⁶ Un tel point de vue traduit le souci bien compréhensible d'éviter un surcroît de bureaucratie au niveau du conseil d'administration qui risquerait d'étouffer les talents d'entrepreneur.¹⁰⁷ Toujours est-il que même les détracteurs de la séparation admettent la nécessité de mieux organiser le conseil d'administration. À titre d'exemple, les administrateurs indépendants ou non dirigeants devraient pouvoir être réunis séparément par un administrateur en chef qui transmettrait alors les avis au président/directeur général. Le vote négatif au sein de la Commission a souligné que la pratique existait déjà dans les conseils d'administration américains bien gouvernés, les administrateurs non dirigeants se rencontrant entre eux sous la présidence d'un membre indépendant du conseil d'administration qui préside le comité de gouvernement d'entreprise ou de nomination. Dans les structures comportant deux organes, la question qui s'est posée dans certains pays (par exemple, l'Allemagne) est de savoir s'il convient pour le président du directoire de prendre la présidence du conseil de surveillance lorsqu'il se retire de la première instance.

Structure des conseils d'administration et exercice de ses fonctions essentielles

104. En ce qui concerne ses fonctions essentielles qui consistent à examiner la rémunération des dirigeants et des administrateurs, ainsi qu'à veiller à la sincérité de la comptabilité de la société et des informations financières publiées, on a pu observer une tendance dans certains pays à mieux structurer le conseil d'administration. Cela passe souvent par la création d'une sorte d'organe subsidiaire, bien qu'il y ait des différences fondamentales à cet égard selon qu'il assume simplement une fonction de conseil ou qu'on lui ait délégué des missions dont l'exercice engage le conseil. Que de telles structures existent ou non, de

104 Le rapport ne reprend pas en fait ce point de vue et affirme que les sociétés doivent améliorer leur processus de recrutement. Pour accélérer cette amélioration, il recommande des initiatives de groupes de la société civile pour contrôler et analyser les évolutions. Il préconise également un approfondissement de la formation des administrateurs. Voir *The Tyson Report on the Recruitment and Development of Non-executive Directors*, London Business School, 2003.

105 Il convient en outre de noter que chez Enron, Worldcom et Globalcrossing, les fonctions étaient séparées, même si le président n'était pas indépendant.

106 Toutefois, dans son rapport d'une portée considérable sur MCI/WorldCom, R. Breedon a proposé cette séparation pour une très grande société américaine. Voir R. Breedon, *Restoring Trust*, New York, août 2003.

107 On a ainsi pu entendre un avis opposé au sein de la Commission (en l'occurrence d'un grand fonds de pension) selon lequel « un bon gouvernement d'entreprise n'a jamais engendré d'excellente entreprise : les excellents dirigeants, les excellents directeurs généraux, en revanche, si ». Dans ce contexte, l'idée est qu'un bon gouvernement d'entreprise est une condition nécessaire mais pas suffisante.

nombreux pays soulignent l'importance de ces fonctions, même si c'est sans doute un domaine dans lequel l'application des Principes a été la plus médiocre.

Rémunération des dirigeants

105. L'une des questions les plus controversées de ces dernières années et que l'on a évoquée précédemment, porte sur le dossier de la rémunération des dirigeants. Les Principes abordent la question sous plusieurs têtes de chapitre : *Transparence et diffusion de l'information, IV.A.4 La diffusion des informations devrait porter sur les membres du conseil d'administration et les principaux dirigeants, et leur rémunération*, et; dans la section Responsabilités du conseil d'administration, V.E.1 il est recommandé de confier à « [des] administrateurs non dirigeants de la société qui soient en mesure de formuler un avis indépendant » la responsabilité de fixer la rémunération des dirigeants et du conseil d'administration. La note explicative préconise la divulgation d'informations portant sur les personnes et les détails des systèmes de rémunération en fonction des résultats : *Les entreprises sont généralement censées communiquer suffisamment d'informations sur les rémunérations des administrateurs et des principaux dirigeants de la société (informations globales ou individualisées) pour que les actionnaires puissent évaluer en connaissance de cause les coûts et les avantages des systèmes de rémunération, ainsi que la contribution aux résultats des mécanismes d'incitation en vigueur, parmi lesquels les mécanismes d'options de souscription d'actions.*

106. À la suite des récents scandales, un certain nombre de pays ont décidé de faire appliquer des normes plus strictes de divulgation de la rémunération des administrateurs et des dirigeants, tandis qu'un nombre restreint mais croissant de pays souhaite aussi que les mécanismes individuels de rémunération soient rendus publics. Les directeurs généraux et autres hauts dirigeants de même que les administrateurs sont souvent particulièrement bien placés pour abuser de leurs pouvoirs et, dans plusieurs pays, cela a constitué une surprise pour les pouvoirs publics, l'opinion et les actionnaires. Il importe donc non seulement de publier les rémunérations individuelles mais encore d'en prévoir une définition aussi large que possible pour éviter les structures de rémunération supérieure camouflées par des incitations sous-optimales. L'expérience tend à montrer que les détails des mécanismes de rémunération sont aussi importants que leur niveau global pour évaluer la structure des incitations et que la rémunération doit aussi prendre en compte les régimes de retraite, les indemnités de départ et les clauses de dédommagement en cas d'OPA. Les deux derniers aspects sont devenus d'actualité dans un certain nombre de pays (par exemple, l'Allemagne, la France ou le Royaume-Uni) surtout lorsque de fortes indemnités de départ ont été accordées par des sociétés présentant de mauvais résultats. Cette situation a suscité des appels à légiférer, bien qu'on ne sache pas clairement s'il s'agit de la meilleure solution compte tenu de la complexité des contrats des dirigeants et de la spécificité des besoins des entreprises.¹⁰⁸ En outre, les informations sur la structure des plans d'options d'achat d'actions sont également déterminantes pour évaluer la structure des incitations.¹⁰⁹

107. Par-delà la communication de renseignements en tant qu'instrument de gouvernance, un nombre croissant de pays cherchent aussi à trouver des solutions plus structurelles, le cas échéant adossées à des lignes directrices (Encadré 11). Les comités de rémunération sont établis ou renforcés grâce à l'introduction de membres indépendants. Par exemple, le New York Stock Exchange comme le Nasdaq ont proposé que l'existence de comités de rémunération indépendants figure parmi les critères d'admission à la cotation et

108 Ces questions sont traitées dans le document de consultation, *“Rewards for failure”*; *Directors remuneration, contracts, performance and severance*, Consultative Document, Department of Trade and Industry, Londres, 2003, www.dti.gov.uk/cld/published.htm, et le dossier sur la rémunération des administrateurs.

109 See L. Bebchuk, J. Fried and D. Walker *op cit*,

de nombreux autres pays s'orientent dans la même voie. Le risque de conflits d'intérêts dans le cadre du système actuel ressort clairement d'un rapport concernant les États-Unis qui indique que sur les 2 000 plus grandes sociétés, 420 étaient dotées de comités de rémunération en 2001 dont les membres entretenaient des liens commerciaux ou d'autres relations avec le principal dirigeant de la société.¹¹⁰ Toutefois, « l'indépendance » n'est pas en soi la panacée : selon une étude, la rémunération des directeurs généraux est supérieure lorsque les administrateurs extérieurs sont désignés par le directeur général, lorsque ces administrateurs sont plus âgés et lorsqu'ils siègent dans cinq conseils d'administration ou plus ou encore quand le conseil d'administration comporte des administrateurs ayant partie liée.¹¹¹ Les investisseurs institutionnels et les détenteurs de larges blocs d'actions ont aussi un rôle essentiel à jouer, même sur des marchés présentant une structure de propriété plus dispersée. De fait, un certain nombre d'organisations ont désormais rédigé des codes des pratiques exemplaires précisant la démarche qu'elles entendent suivre sur la question essentielle des rémunérations.¹¹² L'amélioration de la transparence va aussi permettre à ces actionnaires de faire un meilleur usage de leurs prérogatives, ce que l'on a récemment pu observer au Royaume-Uni.

Box 11. Lignes directrices relatives aux mécanismes de rémunération des dirigeants

Des lignes directrices relatives aux mécanismes de rémunération des dirigeants ont été énoncées par un certain nombre d'organisations de la zone de l'OCDE. A titre d'exemple qui illustre aussi la difficulté de formuler des lignes directrices trop détaillées dans le cadre d'un marché actif des talents managériaux, on retiendra la proposition de l'Investment and Financial Services Association d'Australie. Les principales lignes directrices sont les suivantes :

- la rémunération des dirigeants doit refléter de façon réaliste leurs responsabilités ;
- leur rémunération doit être raisonnable et comparable aux normes du marché ;
- les mécanismes d'incitation doivent être clairement liés à des normes de résultats ;
- les actionnaires doivent être informés de façon à pouvoir décider si les mécanismes sont raisonnables ;
- les conseils d'administration doivent élaborer des normes de résultats qui mettent l'accent sur les performances effectives de la société (par exemple, la croissance à long terme)

Le règlement des conflits d'intérêts...

108. Les Principes couvrent la question générale des conflits d'intérêts sous diverses têtes de chapitre : à propos du traitement équitable des actionnaires, au point II.B, les opérations d'initiés doivent être interdites, au point II. C, *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* ; enfin, au chapitre sur les responsabilités du conseil d'administration, il est question au point V.D.4 de *suivre et de gérer les conflits d'intérêts pouvant survenir entre la direction, les administrateurs et les actionnaires, y compris à propos d'abus de biens sociaux ou d'abus commis dans le cadre de relations avec des personnes apparentées.*

110 The New York Times, 18 décembre 2002

111 J. Core, R. Holthausen and D. Larcker, « Corporate governance, Chief executive compensation and firm performance », *Journal of Financial Economics*, 51, 1999. Voir aussi les références à d'autres travaux dans Bebchuk *et al.*

112 Voir par exemple, *Executive Compensation*, Report to the Investment Committee, 16 juin 2003, CALPERS and *Executive Remuneration*, A Report to the International Corporate Governance Network, juillet 2002.

109. En ce qui concerne le traitement des abus les plus manifestes, des textes législatifs relatifs au délit d'initié ont été mis en œuvre dans tous les pays de l'OCDE, notamment dans les années 90, mais les indicateurs tendent à montrer que l'application des lois a été assez limitée.¹¹³ Dans certains pays comme l'Allemagne, les codes facultatifs ont été appliqués dans un premier temps, mais se sont révélés inefficaces.

110. Dans bien des cas cependant, la question porte sur la conduite convenable et, même si plusieurs codes ont proposé qu'un membre du conseil d'administration en charge de l'éthique soit désigné (en Allemagne, le Code de l'Initiative de Berlin a proposé un commissaire responsable du respect de la réglementation qui devrait aussi faire partie du conseil de surveillance), la question de savoir ce que le Code doit couvrir reste ouverte. Ce code de Berlin constitue un exemple clairement structuré et formulé de façon précise compte tenu de la complexité des enjeux (Encadré 12).

Box 12. Exemple de code de conduite couvrant la question des conflits d'intérêts

Le Groupe de l'Initiative de Berlin a proposé dans son projet de code de gouvernement d'entreprise que :

les membres du directoire (instance exécutive d'un système à deux niveaux) restent toujours personnellement loyaux vis-à-vis de leur société.

les membres du directoire ne peuvent notamment, directement ou indirectement par l'intermédiaire de personnes qui leur sont liées, tirer parti des occasions commerciales qui se présentent à la société, aider des concurrents ou entreprendre des opérations commerciales avec la société qui ne correspondent pas à des conditions normales sur le marché.

la participation de membres du directoire à d'autres sociétés doit être révélée au président du Conseil de surveillance et elle doit donner lieu à une vérification des éventuels conflits d'intérêts.

le président du Conseil de surveillance doit approuver l'acceptation d'un siège au conseil de surveillance d'une autre société ainsi que la participation à des activités auxiliaires significatives.

le directoire désignera un représentant qui établit des lignes directrices pour la vente et l'achat d'actions de la société et qui supervise leur mise en œuvre. Tous les membres du directoire approuveront par écrit les règles applicables aux opérations d'initiés ainsi que ces lignes directrices.

...et veiller au respect de normes éthiques

111. En matière de comportement éthique, les Principes s'attachent surtout au respect de la législation en vigueur : dans la section III.A, ils stipulent que *le cadre régissant le gouvernement d'entreprise devrait assurer que les droits des différentes parties prenantes à la vie d'une société, protégés par des règles juridiques, soient respectés* ; dans la section III.B, *lorsque les intérêts des parties prenantes à la vie d'une société sont protégés par des règles juridiques, lesdites parties devraient avoir la possibilité d'obtenir la réparation effective de toute violation de leurs droits* ; dans la section V.C., *le conseil d'administration devrait veiller au respect des règles juridiques en vigueur et tenir compte des intérêts des actionnaires*. Les *Principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales* sont plus précis dans leurs recommandations et abordent parfois des questions non couvertes par le droit national. Les domaines traités par les *Principes directeurs* sont notamment les principes généraux, l'emploi et les relations

113 U. Bhattacharya and H. Daouk, « The world price of insider trading », *Journal of Finance*, à paraître. Les auteurs constatent que le coût du capital social ne change pas après l'introduction de lois sur les opérations d'initiés, mais décroît sensiblement après le premier procès. Il serait intéressant de savoir si l'intensité des mesures prises pour faire respecter les textes produit un effet analogue.

professionnelles, l'environnement, la lutte contre la corruption, la science et la technologie, la fiscalité, la publication d'informations, les intérêts des consommateurs et la concurrence.¹¹⁴

112. Le respect des textes législatifs et réglementaires en vigueur est devenu un grand dossier dans un certain nombre de pays au même titre que la promotion de comportements éthiques. Les principes nationaux préconisent souvent l'élaboration par les sociétés et sa diffusion par le conseil d'administration d'un code éthique qui prévoit le respect des textes (par exemple, les conditions d'admission à la cotation au NYSE). Dans un certain nombre de cas, ils préconisent aussi la mise en place d'un comité d'éthique du conseil d'administration ou l'attribution à un administrateur de la responsabilité de contrôler l'application du code. Il semble que de nombreuses sociétés considèrent les codes éthiques ou les codes de conduite comme un moyen de prévenir l'utilisation abusive d'une puissance sur le marché et comportements qui se rapprochent trop de l'illégalité et d'appliquer des principes éthiques au processus de décision. Comme le note une étude, les codes sont le reflet de diverses pressions légales, réglementaires et sociales.¹¹⁵ La plupart des codes de sociétés comportent des dispositions sur la politique environnementale, la gestion des ressources humaines, les interdictions à l'encontre des pots-de-vin et de la corruption, la protection des consommateurs, les progrès scientifiques et technologiques et la communication. De toute évidence, les normes internationales ont contribué pour une part importante dans la rédaction de ces codes, en particulier les *Principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales*, mais les changements apportés à la législation ont également joué un rôle en la matière. C'est pourquoi les codes éthiques couvrant les pots-de-vin et la corruption apparaissent aussi comme un moyen de mettre en œuvre la législation nationale qui applique parfois elle-même la *Convention de l'OCDE sur la lutte contre la corruption d'agents publics étrangers dans les transactions commerciales internationales*.

113. Certains principes nationaux précisent aussi ce que l'on doit considérer comme des pratiques exemplaires de mise en œuvre de l'éthique de l'entreprise. C'est ainsi que la Commission on Public Trust and Private Enterprise aux États-Unis préconise l'adoption de procédures de gestion adaptées pour donner une suite aux violations du code de conduite de l'entreprise. Ces procédures doivent comporter des programmes visant à s'assurer que les salariés comprennent, appliquent le code d'éthique de l'entreprise et y adhèrent, mais aussi des procédures qui encouragent les salariés à soulever des questions de non-respect des textes et d'éthiques en garantissant leur sécurité. Le déclenchement rapide d'enquêtes sur les plaintes et de mesures disciplinaires est également recommandé en plus de programmes de formation intensive.¹¹⁶ Certaines instructions sur les « pratiques exemplaires » plaident pour que les plans de mise en conformité avec les textes ne relèvent pas du comité d'éthique, mais constitue une composante essentielle du processus de contrôle interne qui donne généralement lieu à des rapports au comité d'audit du conseil d'administration.¹¹⁷

Nomination de nouveaux membres du conseil d'administration

114. On observe également une tendance au renforcement de l'efficacité du conseil d'administration (et parfois à une réduction du pouvoir du directeur général) par la création d'un comité de nomination, en recommandant souvent qu'il soit composé d'administrateurs indépendants. C'est sans doute l'aspect le moins développé par les conseils d'administration dans l'exercice de leurs fonctions. Par exemple, bien que

114 *Principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales*, <http://www.oecd.org//daf/investment/guidelines/>

115 Voir à ce sujet H. Gregory and J. Pollack, "Corporate social responsibility", *Global Counsel*, mars 2002.

116 La mise en œuvre des comportements éthiques a aussi été l'une des principales questions soulevées dans le rapport de R. Breedon sur MCI/WorldCom, *op. cit.*

117 Voir par exemple, The Conference Board, *Corporate Governance Best Practices*, New York, 2003.

presque toutes les sociétés de l'indice FTSE 100 soient dotées d'un comité de nomination, le ratio n'est plus que de 30 % pour le reste de l'indice FTSE 350. Près de la moitié des administrateurs non dirigeants dont la situation a été examinée aux fins du rapport ont été recrutés par des contacts dans le cadre de liens personnels d'amitiés et seuls 4 % d'entre eux avaient eu un entretien formel avec la société. En Italie et en Espagne, le nom et les qualifications des candidats désignés ne figurent même pas dans le dossier de vote par procuration, pratique qui suscite actuellement des plaintes de certains investisseurs institutionnels. On dispose de moins de renseignements sur les autres pays, même si des éléments anecdotiques mettent en évidence ce caractère informel. Toutefois, certains commentateurs ont remis en question le recours à des comités de nomination au motif que les nominations sont une véritable fonction des actionnaires (voir plus haut). Ces préoccupations posent la question du mandat et des fonctions des comités de nomination et de leur composition. Ailleurs, on observe un certain nombre d'approches de la question. En Suède, certaines sociétés ont créé des comités externes composés des gros actionnaires, y compris les principaux investisseurs institutionnels, placés sous la présidence du président du conseil d'administration. Ces comités externes coordonnent le processus de sélection et de nomination et lui confèrent un caractère transparent. On retrouve une situation analogue en Norvège. En Italie, un comité de nomination est recommandé par le code de Preda, mais le respect de cette recommandation est réduit au minimum.¹¹⁸

La fonction de vérification interne et externe

115. Le mode d'organisation des fonctions de vérification varie considérablement au sein de l'OCDE. Dans un certain nombre de pays, des vérificateurs extérieurs sont désignés (à tout le moins formellement) par l'assemblée générale des actionnaires – ou dans les systèmes à deux niveaux de responsabilité par le conseil de surveillance – et dans d'autres par le conseil d'administration lui-même. En ce qui concerne les vérifications externes, un certain nombre de recommandations plaident pour que les vérificateurs externes aussi bien qu'internes ne subissent pas d'intimidations des hauts dirigeants ou d'administrateurs non indépendants. Lorsqu'il existe des comités d'audit du conseil, un certain nombre de rapports recommandent qu'ils ne comprennent que des administrateurs indépendants ou une majorité d'administrateurs indépendants.¹¹⁹ Certains, comme le Rapport Blue Ribbon (1999), appellent le comité à se réunir au moins quatre fois par an, voire plus fréquemment si les circonstances l'exigent. De façon générale, les recommandations et codes (y compris l'ensemble de principes définis par l'OICV) demandent la mise en place d'un comité d'audit en tant qu'instrument important du conseil d'administration et que ce comité constitue un point d'attache pour le travail du vérificateur interne (encadré 13).

Box 13. Deux exemples pour préciser le rôle du comité d'audit

Dans le cadre de ses *Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring an Auditor's Independence*, l'OICV a défini une série de grands principes concernant le contrôle des vérificateurs.

Il doit y avoir un organe de gouvernance indépendant, dans la forme et dans les faits, de la direction de l'entité faisant l'objet de la vérification et agissant dans l'intérêt des investisseurs ; cet organe est chargé de contrôler le processus de sélection et de désignation du vérificateur externe et le déroulement des vérifications.

118 Sur un échantillon de 104 sociétés cotées (soit 68 % des sociétés cotées), seules 14 étaient dotées d'un comité des nominations, mais là encore, ce comité ne servait dans certains cas qu'à la nomination des administrateurs des filiales. Néanmoins, 10 % de l'ensemble des sociétés cotées sont dotées d'un système de cumul des droits de vote, de sorte que les actionnaires minoritaires peuvent élire au moins un administrateur. Voir *Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (Anno 2002)*, Assonime, Rome, février 2003.

119 En Italie, il existe une commission de vérification distincte, élue par l'Assemblée générale annuelle. Les actionnaires minoritaires doivent être représentés dans cette commission.

Ce comité ou cet organe (« comité d'audit ») au sein de la structure sociétaire de l'entité doit être le principal organe représentatif avec lequel le vérificateur se trouve en interaction.

Cet organisme doit rencontrer, de façon régulière et fréquente, le vérificateur en l'absence de la direction, et examiner avec lui toute question contentieuse ayant pu se poser avec la direction au cours des vérifications et voir si elles ont été réglées de façon satisfaisante.

L'organe doit s'assurer que le vérificateur est indépendant et il doit contrôler la mise en œuvre des principes de l'entité régissant la prestation de services autres que la vérification par le vérificateur. Il doit aussi contrôler les principes relatifs à l'emploi par l'entité de hauts cadres du cabinet d'audit.

Le comité doit rendre compte aux actionnaires des mesures qu'il a prises pour préserver l'indépendance du vérificateur, y compris en s'assurant que le vérificateur est indépendant conformément aux normes applicables.

Ces grands principes, qui ont aussi été publiés par la Commission européenne, sont souvent repris sous forme de principes plus détaillés au niveau national. Ils ont souvent été élaborés en réaction à une demande de plus grande clarté et pour traiter différents concepts. Par exemple, au Royaume-Uni, le rapport Smith précise et codifie le rôle des comités d'audit, en s'appuyant sur ce que l'on considère actuellement comme les pratiques exemplaires dans ce pays. Ce rapport vise à renforcer les prérogatives des comités d'audit sans rompre la structure unitaire du conseil d'administration.

Les principaux points, qui sont pris en compte dans le Code combiné du Royaume-Uni et dans les instructions détaillées sont les suivants :

Composition du comité d'audit

Le comité doit comprendre au moins trois membres, tous étant des administrateurs non dirigeants indépendants.

Au moins un membre doit disposer d'une expérience financière importante, récente et pertinente et tous doivent bénéficier d'une formation convenable.

Rôle du comité d'audit

Surveiller la sincérité des états financiers de la société, examiner les avis importants en matière de communication financière;

Examiner le système de contrôle financier interne de la société et, à moins que cet examen ne soit du ressort d'un comité distinct des risques ou du conseil d'administration lui-même, les systèmes de gestion des risques ;

Surveiller et vérifier l'efficacité de la fonction d'audit interne de la société ;

Formuler des recommandations au conseil d'administration quant à la désignation du vérificateur extérieur ; pour le cas où le conseil d'administration rejeterait la recommandation, le comité et le conseil doivent expliquer leurs positions respectives dans le rapport annuel ;

Surveiller et vérifier l'indépendance du vérificateur extérieur, son objectivité et son efficacité, en tenant compte des normes britanniques pertinentes de la profession et de la réglementation ;

Définir et mettre en œuvre la politique d'engagement du vérificateur extérieur en vue de la prestation de services hors audit, en tenant compte des recommandations éthiques concernant la prestation de tels services par le cabinet d'audit externe.

En outre, le Code britannique prévoit que le comité doit être doté de ressources suffisantes, qu'un compte rendu de ses activités doit figurer dans une section séparée du rapport des administrateurs (dans le cadre du rapport annuel) et que le président du comité doit être présent à l'assemblée générale annuelle pour répondre aux questions.

116. La question de la composition des comités d'audit s'est vue accorder la priorité par la Loi Sarbanes-Oxley. Cela étant, cette loi a aussi soulevé pendant un temps un certain nombre de questions internationales épineuses. Aux États-Unis, les comités d'audit doivent désormais être uniquement composés d'administrateurs indépendants et ils sont seuls habilités à recruter, contrôler et licencier le vérificateur extérieur) en ce qui concerne les comités d'audit indépendants lorsqu'il y a protection comparable des investisseurs.. Ces dispositions s'étendent aussi aux émetteurs étrangers de titres du secteur privé aux États-Unis, ce qui a impliqué dans un premier temps une éventuelle modification substantielle de leur régime de gouvernement d'entreprise. Le problème est désormais résolu dans une large mesure depuis que la SEC a prévu un certain nombre d'arrangements qui tiennent compte des régimes étrangers de gouvernement d'entreprise tout en veillant à ce que ceux qui ont la responsabilité de surveiller les vérificateurs extérieurs de la société soient indépendants de la direction. En Allemagne, les représentants

des salariés siégeant au conseil de surveillance participent souvent à des décisions sur les audits (mais ils n'appartiennent pas à la direction), tandis qu'au Japon et en Italie, les comités d'audit des sociétés (*kansayaku* au Japon) comprennent souvent des administrateurs non dirigeants. Toutefois, le système traditionnel au Japon (*kansayaku*) fait souvent intervenir des membres entretenant des relations étroites avec l'entreprise même s'il s'agissait d'administrateurs non dirigeants. Le récent amendement au droit des sociétés impose désormais qu'au moins la moitié des membres du conseil *Kansayaku* devront être des personnalités extérieures à compter de 2005 et a renforcé la définition de la notion de personnalité extérieure. Au Japon et en Italie, les sociétés peuvent désormais aussi choisir d'adopter un système d'administration à une seule instance qui impose l'existence d'un comité d'audit composé d'administrateurs indépendants. La SEC est également convenue d'admettre la désignation des vérificateurs par les assemblées d'actionnaires – comme c'est courant dans de nombreux pays – dès lors que la recommandation à l'assemblée générale a été formulée par le comité d'audit (ou un organe remplissant des fonctions analogues) comprenant des administrateurs indépendants.