

METHODOLOGIE D'EVALUATION DE LA MISE EN OEUVRE DES PRINCIPES DE L'OCDE
SUR LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

1er décembre 2006

Ce document a été préparé par la division des affaires d'entreprise au sein de la direction des affaires financières et d'entreprise (DAF) sous l'autorité du Groupe de Réflexion sur le Gouvernement d'Entreprise. N'hésitez pas à faire part à l'OCDE de votre expérience de l'utilisation de la Méthodologie d'évaluation sur le site <http://www.oecd.org/daf/corporate-affairs>.

TABLE OF CONTENTS

PARTIE A. PROBLÈMES MÉTHODOLOGIQUES ET PROCÉDURES	4
1. INTRODUCTION ET CONTEXTE	4
1.1. Utilisation et champ d’application de cette méthodologie	4
1.2 Mode d’évaluation des résultats	5
Parvenir à un jugement éclairé	5
Un mécanisme d’évaluation qualitative	7
1.3 L’évaluateur et le processus d’évaluation	9
1.4 Structure de cette Méthodologie	10
PARTIE B. VUE D’ENSEMBLE DE LA SITUATION EN MATIÈRE DE GOUVERNEMENT D’ENTREPRISE – INFORMATIONS INSTITUTIONNELLES NÉCESSAIRES	12
1.1 Structure actionnariale et contrôle.....	12
1.2 Le dispositif législatif et réglementaire.....	13
1.3 Influences historiques sur l’actuel régime de gouvernement d’entreprise	14
PARTIE C. LES CHAPITRES DES PRINCIPES	15
CHAPITRE I. MISE EN PLACE DES FONDEMENTS D’UN RÉGIME DE GOUVERNEMENT D’ENTREPRISE EFFICACE	15
1.1 Introduction.....	15
1.3 Problèmes et critères d’évaluation	15
1.3.1 Principe I.A.....	15
1.3.2 Principe I.B.....	17
1.3.3 Principe I.C.....	18
1.3.4 Principe I.D.....	19
CHAPITRE II. DROITS DES ACTIONNAIRES ET PRINCIPALES FONCTIONS DES DÉTENTEURS DU CAPITAL.....	21
2.1 Introduction.....	21
2.3 Problèmes et critères d’évaluation	21
2.3.1 Principe II.A	21
2.3.2 Principe II.B	26
2.3.3 Principe II.C	27
2.3.4 Principe II.D :	32
2.3.5 Principe II.E.....	34
2.3.6 Principe II.F.....	37
2.3.7 Principe II.G	39
CHAPITRE III : TRAITEMENT ÉQUITABLE DES ACTIONNAIRES.....	41
3.1 Introduction.....	41
3.3 Problèmes et critères d’évaluation	41
3.3.1 Principe III.A.....	41

3.3.2 Principe III.B	47
3.3.3 Principe III.C	49
CHAPITRE IV : RÔLE DES DIFFÉRENTES PARTIES PRENANTES DANS LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE	50
4.1 Introduction	50
4.3 Problèmes et critères d'évaluation	50
4.3.1 Principe IV.A	50
4.3.2 Principe IV.B	51
4.3.3 Principe IV.C	51
4.3.4 Principe IV.D	52
4.3.5 Principe IV.E	53
4.3.6 Principe IV.F	53
CHAPITRE V : TRANSPARENCE ET DIFFUSION DE L'INFORMATION	55
5.1 Introduction	55
5.3 Problèmes et critères d'évaluation	55
5.3.1 Principe V.A	55
5.3.2 Principe V.B	64
5.3.3 Principe V.C	66
5.3.4 Principe V.D	68
5.3.5 Principe V.E	69
5.3.5 Principe V.F	70
.....	72
CHAPITRE VI : LES RESPONSABILITÉS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	73
6.1 Introduction	73
6.3 Problèmes et critères d'évaluation	74
6.3.1 Principe VI.A	74
6.3.2 Principe VI.B	76
6.3.3 Principe VI.C	77
6.3.4 Principe VI.D	78
6.3.5 Principe VI.E	87
6.3.6 Principe VI.F	92
PARTIE D. FORMULATION DE POSSIBILITÉS D'ACTION ET DE RECOMMANDATIONS SUR LES POLITIQUES À SUIVRE	94
1.1 Formulation d'une évaluation des possibilités d'action et des priorités	94

Tables

Table 1. Summary of Assessment Scheme	8
---	---

PARTIE A. PROBLÈMES MÉTHODOLOGIQUES ET PROCÉDURES

1. INTRODUCTION ET CONTEXTE

1. Après la révision des Principes de l'OCDE en 2004, le Groupe de direction sur le gouvernement d'entreprise de l'OCDE a décidé d'instaurer un dialogue permanent pour faciliter leur mise en œuvre. Ce dialogue serait à la fois thématique et spécifique aux différents pays. À cette fin, il a été jugé nécessaire de mettre au point un cadre analytique cohérent.

2. Les Principes de l'OCDE (les Principes) constituent l'une des Douze normes essentielles pour la solidité des systèmes financiers adoptées par le Forum de stabilité financière. La plupart des organismes qui définissent les normes ont conçu une méthodologie associée qui, avec les normes, compose la base des évaluations facultatives effectuées par le FMI/la Banque mondiale, soit sous la forme de l'établissement de Rapports sur l'observation des normes et codes (RONC), soit dans le cadre du Programme d'évaluation du secteur financier (PESF). Le Groupe de direction sur le gouvernement d'entreprise de l'OCDE constitue une exception à ce phénomène. En effet, il n'a jamais élaboré de méthodologie d'évaluation pour les Principes, la Banque mondiale ayant mis au point ses propres procédures à des fins d'évaluation. Lors de sa réunion d'octobre 2004, le Groupe de direction a décidé que la grille d'analyse (dorénavant appelée Méthodologie), sur laquelle s'appuierait son dialogue sur la mise en œuvre des Principes, devrait être conçue de manière à servir également de méthodologie pour les RONC qui utilisent les Principes comme norme de référence.

1.1. Utilisation et champ d'application de cette méthodologie

3. Cette Méthodologie doit servir de support à une évaluation de la mise en œuvre des Principes dans une juridiction et fournir un cadre pour des discussions sur l'action à mener. Le but à terme d'une évaluation est de déceler la nature et l'ampleur des points forts et des carences spécifiques dans le gouvernement d'entreprise et, ainsi, de constituer une base pour le dialogue sur les politiques à suivre qui permettra de définir les priorités en matière de réformes, amenant ainsi une amélioration du gouvernement d'entreprise et des performances économiques. Comme les Principes concernent en partie le droit des sociétés, la réglementation des valeurs mobilières, de même que le régime juridique et/ou d'application des textes, le terme « juridiction », plutôt que pays, a été retenu ici. Les examinateurs doivent savoir que, certains pays étant dotés de plusieurs juridictions géographiquement différentes avec des réglementations distinctes, une évaluation à l'échelle d'un pays exigerait, si elle était jugée pertinente, que ce facteur soit pleinement pris en compte.

4. Reflétant les Principes, la Méthodologie met l'accent sur les « résultats » et par conséquent sur l'équivalence fonctionnelle. On entend par cette dernière expression qu'il existe une grande diversité de moyens, d'institutions, de lois, etc. pour parvenir aux « résultats » préconisés dans les Principes. Ainsi, le préambule aux Principes reconnaît la nécessité d'adapter les modalités de leur mise en œuvre aux circonstances nationales. Par exemple, la protection et la mise en œuvre des droits des actionnaires

minoritaires peuvent être réalisés à travers des accords privés, notamment l'accord des actionnaires majoritaires pour restreindre l'utilisation de leurs pouvoirs de nommer l'ensemble du conseil d'administration, des procédures spéciales d'enquêtes et/ou des procédures collectives de mise en œuvre du droit. Nombre de ces solutions sans doute imparfaites sont profondément ancrées dans nos traditions juridiques et sociales.

5. Par conséquent, les critères permettant de juger si un principe a été mis en œuvre doivent être choisis de façon à ne pas sous-entendre de jugement de valeur sur les « moyens » en tant que tels, mais plutôt sur l'efficacité et l'efficience des dispositions prises pour parvenir aux résultats. La Méthodologie reconnaît cependant le fait que les coûts et les avantages relatifs des différents « moyens » de mise en œuvre peuvent varier au fil du temps, entre autres en raison de l'évolution de la composition des sociétés cotées et de la structure de propriété et de contrôle dans la juridiction concernée. Il est par conséquent jugé nécessaire d'adopter une perspective dynamique en ce qui concerne le dialogue sur la politique à suivre. Pour constituer la base du dialogue, la Méthodologie, comme les Principes, est conçue pour que les pays soient traités de façon cohérente, malgré leurs structures institutionnelles et leurs traditions extrêmement différentes. Cela vise à faciliter une discussion sur les divers remèdes à des problèmes similaires et la transposition des pratiques entre les juridictions.

6. La Méthodologie n'encourage pas, cependant, le classement des pays les uns par rapport aux autres ou l'élaboration d'une seule note globale. Elle a en revanche pour but d'évaluer les pays qualitativement par rapport à ce qu'ils peuvent et doivent faire en ce qui concerne les Principes et pour tracer un cadre permettant de définir les options en termes d'action des pouvoirs publics, afin d'améliorer le gouvernement d'entreprise.

1.2 Mode d'évaluation des résultats

Parvenir à un jugement éclairé

7. Compte tenu du fait que les Principes sont axés sur les résultats et vu leur champ d'application, un certain nombre de principes pris isolément sont impossibles à observer pour un examinateur et l'évaluation concerne à la fois le dispositif juridique et d'autres mesures d'application, la mise en œuvre, les pratiques des entreprises et le fonctionnement des marchés. Ainsi, l'évaluation de la diligence des conseils d'administration découlera vraisemblablement du jugement porté sur la mise en œuvre d'autres principes concernant par exemple les droits des actionnaires, la transparence et l'efficacité des mesures d'exécution. Pour évaluer si les Principes sont mis en œuvre dans une juridiction, il faut donc se former un jugement éclairé sur la base de diverses sources d'information. La méthodologie étant axée sur les juridictions et non sur les entreprises individuelles, des problèmes spécifiques se posent. Comme les entreprises d'une juridiction n'ont habituellement pas les mêmes pratiques de gouvernance, la question se pose de savoir quelle doit être l'ampleur d'une pratique ou d'un manquement pour que l'on considère qu'une juridiction dans son ensemble applique ou n'applique pas les Principes. Il est difficile de définir des orientations claires et des listes de questions à examiner pour couvrir une situation aussi générale. Peut-être la meilleure approche pour évaluer la mise en œuvre consiste-t-elle par conséquent à recourir à une procédure du type de « l'évaluateur raisonnable » ou de « l'observateur raisonnable », dont les aspects pratiques sont traités plus en détail dans la section 1.3.

8. Le fait que les Principes aient pour champ d'application des aspects nombreux et variés du régime de gouvernement d'entreprise signifie que les différents principes sont souvent interdépendants, le résultat obtenu pouvant être similaire bien que le point de vue soit différent. Cela implique qu'il faut au moins vérifier si un jugement éclairé sur un principe donné concorde avec celui qui a été porté sur des principes similaires. Pour aider l'examineur et pour limiter les risques de jugements spécifiques à une affaire

particulière, la Méthodologie renvoie par conséquent souvent à des principes similaires, ce qui constitue la base de la vérification de la cohérence du jugement porté.

9. L'évaluation doit être suffisamment approfondie pour permettre de décider si un principe est respecté dans la pratique, et non pas simplement en tant que concept. Cela nécessite l'examen tant des questions touchant à la mise en œuvre que du respect des principes. En ce qui concerne la mise en œuvre, certains aspects des Principes sont définis dans la législation et la réglementation, mais d'autres dispositions sont aussi courantes, comme les orientations, l'autorégulation, les instructions et autres documents, ainsi que les politiques des entreprises. Un droit des sociétés contraignant peut paraître faciliter la tâche de l'examineur, dans la mesure où toutes les entreprises sont tenues d'adopter les mêmes dispositions, mais l'examineur doit tout de même juger si les sociétés respectent ces dispositions et si elles sont compatibles avec les Principes. Dans des systèmes de droit des sociétés laissant plus de marge de manœuvre, l'examineur devra se faire une idée de l'équilibre entre les pratiques effectives et essayer de déterminer si elles peuvent entraîner une non-application des Principes.

10. On entend ici par mesures d'exécution celles que prennent des organismes publics comme l'autorité de tutelle des marchés des valeurs mobilières, le procureur public, le greffe d'un tribunal de commerce, et les institutions habilitées à exercer un pouvoir, comme les organismes d'autorégulation, de même que les procédures prévues pour permettre aux actionnaires/parties prenantes d'obtenir réparation. Leur efficacité suppose l'existence de sanctions efficaces, proportionnées et dissuasives en cas de non-respect. Les mesures d'exécution peuvent ne pas s'avérer efficaces si, par exemple, le droit de prendre de telles mesures ne relève que d'une autorité de tutelle ou du greffe d'un tribunal de commerce qui ne dispose peut-être pas des incitations ou des ressources suffisantes pour faire appliquer la loi. Les mesures d'exécution peuvent aussi se manifester à travers des moyens efficaces de réparation pour les actionnaires ou les parties prenantes. Dans certains pays, les actionnaires individuels ont des droits considérables à réparation, mais dans d'autres, ces droits peuvent relever de l'assemblée générale des actionnaires. L'examineur doit parvenir à une conclusion sur l'exercice effectif de ces droits. Pour déterminer l'efficacité ou l'insuffisance des mesures d'exécution, il lui faut examiner les antécédents en matière de répression, les amendes et les réparations effectivement imposées, de même que le nombre de cas rejetés pour des motifs de procédures dans des tribunaux d'instances inférieures, mais aussi bien comprendre le point de vue des investisseurs. Les investisseurs étrangers ayant l'expérience d'autres systèmes peuvent être particulièrement importants car ils sont probablement sensibles aux difficultés de procédures et aux coûts des mécanismes de répression. Pour parvenir à une conclusion générale, l'examineur peut aussi avoir recours à des indicateurs du degré de répression, qui sont de plus en plus nombreux.

11. Il convient aussi de se faire une idée de la puissance et de l'efficacité des mécanismes de marché (disciplines du marché, notamment un marché de capitaux et un marché de produits concurrentiels et des médias actifs) en ce qui concerne la promotion de l'application des Principes. Les mécanismes de marché varient considérablement d'un pays à l'autre et ce, non seulement en raison des conditions juridiques et réglementaires, qui peuvent être plus ou moins favorables au marché. Par exemple, la publicité des dispositions en matière de gouvernement d'entreprise peut être efficacement appliquée par le marché lui-même dans des systèmes où les marchés financiers sont habitués à examiner les documents ainsi publiés et à évaluer le cours des actions de sociétés en conséquence. La mise en œuvre efficace des droits des actionnaires peut pousser les entreprises à adopter des principes et à se doter de statuts qui aboutissent à une amélioration des normes de gouvernement d'entreprise. Toutefois, s'en remettre aux mécanismes de marché peut être totalement inefficace dans des systèmes caractérisés par une concentration de l'actionnariat et un manque de profondeur des marchés financiers tels qu'il faut recourir à d'autres mesures d'exécution, comme la surveillance par l'autorité de tutelle des marchés financiers des rapports et des pratiques de gouvernement d'entreprise.

Un mécanisme d'évaluation qualitative

12. L'approche de l'évaluation définie par la Méthodologie est principalement qualitative : bien que la Méthodologie puisse tenir compte de certains indicateurs quantitatifs (par exemple, la structure de pyramides de sociétés), l'évaluation ne peut pas être ramenée à une note quantitative ou à une échelle de notations quantitatives. On n'a pas recours à des indicateurs fondés sur le nombre de réponses de type « oui » ou « non », car l'importance de certaines réponses sera tout à fait différente d'un pays à l'autre en fonction de variables comme le droit des sociétés, la concentration de l'actionariat et les groupes de sociétés. En outre, faire un décompte des « oui » et des « non » dépend d'un accord sur le nombre d'éléments considérés comme importants (même si l'indicateur est exprimé en pourcentage) et de la relation entre les différentes questions. Cela n'exclut pas l'élaboration ultérieure d'indicateurs statistiques une fois qu'un consensus se sera établi sur ce qu'il s'agit de mesurer et la façon de le faire, et cela dans un contexte d'équivalence fonctionnelle.

13. Pour faciliter le processus d'évaluation, la Méthodologie suit un barème d'évaluation utilisé par les autres organismes définissant les normes du Forum de stabilité financière et par la Banque mondiale et qui classe l'application des normes entre les catégories observée/appliquée, largement observé/appliqué, partiellement observée/appliquée et non observée/non appliquée. Cette classification reflète en outre un jugement quant à l'efficacité des mesures d'exécution et au fonctionnement des marchés. Pour chaque principe, des « critères essentiels » sont spécifiés qui cherchent à définir le résultat du principe de façon plus spécifique et relativement facile à vérifier par un examinateur afin d'en juger efficacement l'application, tout en préservant l'équivalence fonctionnelle. Ces « critères essentiels » donnent en outre des indications précieuses pour des questions visant à réunir des faits précis et pour la façon dont les réponses peuvent servir à formuler un jugement. Toutefois, les critères essentiels aident à formuler un jugement et ne se substituent pas à un jugement prudent sur les résultats réels.

14. Aux fins du dialogue sur les politiques à suivre, l'évaluation revêt souvent moins d'importance que les raisons fournies par l'examineur. C'est particulièrement le cas de la catégorie « partiellement appliquée ». Plus précisément, il importe que l'examineur indique si l'application partielle reflète surtout le caractère inadapté du dispositif juridique, la médiocrité des mesures d'exécution prises par les autorités, l'absence de mécanismes de recours privés, la faiblesse des mécanismes du marché, un respect limité du secteur privé ou encore un mélange de tous ces facteurs. Dans certains cas, le cadre légal et réglementaire peut être trop récent pour permettre l'évaluation adéquate de son influence sur les pratiques des sociétés. Dans d'autres cas, le critère essentiel associé à un principe implique l'évaluation de sujets complexes et spécifiques (par exemple, les opérations des dépositaires centraux des titres, les droits des créanciers) qui peuvent requérir un accroissement des ressources de l'examineur. Néanmoins, on attend toujours d'un examinateur qu'il forme un jugement raisonné après consultation avec les spécialistes concernés bien que l'incertitude relative à l'évaluation doive être notée. Pour mieux utiliser cet instrument d'analyse, il importe également que l'examineur prenne note de toute tendance ou évolution en cours ou proposée eu égard à chaque principe, bien que ces éléments ne doivent pas entrer en ligne de compte dans l'évaluation. Ce type d'information est indispensable à la hiérarchisation des recommandations sur les politiques à suivre et à la réflexion sur la nécessité d'envisager des politiques complémentaires.

15. Pour éviter les répétitions excessives, dans la Méthodologie, il sera souvent fait référence, dans la description des « critères essentiels », au régime de gouvernement d'entreprise. Le régime de gouvernement d'entreprise comprend la législation, la réglementation, les normes, qui comprennent la jurisprudence et les décisions judiciaires, les codes et principes et les pratiques des entreprises. Ceux-ci sont le produit des circonstances, de l'histoire et de traditions propres à chaque pays, de sorte que l'équilibre souhaitable varie d'un pays à l'autre. Pour préserver l'équivalence fonctionnelle entre les régimes contraignants et ceux qui le sont moins, les critères essentiels sont habituellement présentés suivant la formulation « le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise... » suivie d'une

description d'une série d'actions, de comportements et de restrictions vérifiables. Le principal, pour l'examineur, est de savoir s'ils permettent d'atteindre, de la même manière, le résultat prescrit par le principe (application du principe). En écho à cette évaluation de la mise en œuvre et du fonctionnement des mécanismes de marché, la description des critères essentiels se termine habituellement par une déclaration à caractère général : Lorsque la pratique est requise, il existe des mécanismes efficaces pour faire respecter l'obligation et des mécanismes de réparation efficaces pour ceux qui ont été victimes d'une pratique inappropriée. Qu'elle soit requise ou préconisée, la pratique est générale. Le sens de mise en œuvre « effective » a déjà été abordé ici. Dans la pratique, l'examineur doit évaluer rigoureusement si une méthode de mise en œuvre donnée l'emporte sur les faiblesses d'une autre approche et, bien sûr, si les mécanismes du marché sont suffisamment forts pour que des mesures de soutien soient moins nécessaires. Par exemple, il y aurait peut-être lieu de se demander si, dans une juridiction ayant des tribunaux peu performants, les mécanismes de répression d'un régulateur représentent un substitut efficace.

16. Même si une juridiction peut appliquer les différents principes ou les Principes dans leur ensemble, il peut y avoir une marge considérable d'amélioration de sa situation. En effet, le préambule des Principes note qu'« ils n'ont pas pour vocation à se substituer aux initiatives des pouvoirs publics, des organismes parapublics ou du secteur privé visant à définir des « pratiques exemplaires » plus détaillées dans le domaine du gouvernement d'entreprise ». Cette action peut être particulièrement importante dans les juridictions où le régime de gouvernement d'entreprise adopté par les sociétés varie fortement et où une réduction de ces disparités pourrait améliorer les performances économiques d'ensemble. Ces points ne sont pas couverts expressément par la Méthodologie mais devraient constituer une composante importante du dialogue sur les politiques à suivre.

Tableau 1. Synthèse du mécanisme d'évaluation

Entièrement appliqué	Le principe prescrit par l'OCDE est pleinement observé à tous égards en ce qui concerne l'ensemble des critères essentiels applicables. Lorsque les critères essentiels renvoient à des normes (c'est-à-dire à des pratiques qui devraient être requises, encouragées ou, au contraire, interdites ou découragées), tous les aspects pertinents de la norme sont présents. Lorsqu'ils renvoient à des pratiques de gouvernement d'entreprise, ces pratiques sont générales. Lorsqu'ils renvoient à des mesures d'exécution, il existe des mesures d'exécution appropriés et efficaces. Lorsqu'ils renvoient à des réparations, il existe des réparations appropriées, efficaces et accessibles.
Largement appliqué	<p>Cette appréciation est vraisemblablement indiquée dans les cas où un ou plusieurs critères essentiels applicables ne sont pas entièrement respectés à tous égards, la condition minimale étant que :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Tous les critères essentiels applicables sont mis en œuvre dans une certaine mesure ; • les éléments centraux des normes sont présents (par exemple, les normes générales sont en place mais certains détails spécifiques sont absents) ; et • des incitations et/ou des moyens disciplinaires contribuent dans une certaine mesure à encourager tout au moins une majorité d'acteurs du marché, notamment des entreprises importantes, à adopter les pratiques recommandées.
Partiellement appliqué	<p>Cette appréciation est vraisemblablement indiquée dans les cas suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> • un ou plusieurs des éléments centraux des normes décrites dans une minorité de critères essentiels sont absents mais les autres critères essentiels applicables sont pleinement ou largement mis en œuvre à tous égards (notamment en ce qui concerne les aspects des critères essentiels qui se rapportent aux pratiques de

gouvernement d'entreprise, aux mesures d'exécution et aux réparations) ;

- Les éléments centraux des normes décrites dans l'ensemble des critères essentiels sont présents, mais les incitations ou les moyens disciplinaires ne contribuent pas efficacement à encourager tout au moins une minorité significative d'acteurs du marché à adopter les pratiques recommandées ; ou :
- Les éléments centraux des normes décrites dans l'ensemble des critères essentiels sont présents, mais les niveaux de mise en œuvre sont faibles parce qu'une partie ou la totalité des normes sont récentes et qu'il est trop tôt pour s'attendre à des niveaux élevés de mise en œuvre ; il semble par ailleurs que les faibles niveaux de mise en œuvre soient imputables au fait que les normes sont récentes (plutôt qu'à d'autres facteurs, comme le manque d'incitations à adopter les normes).

Non appliqué

Cette appréciation est vraisemblablement indiquée lorsque l'on observe des lacunes majeures, par exemple :

- Les éléments centraux des normes décrites dans la majorité des critères essentiels ne sont pas présents ; et/ou
- Les incitations et/ou les moyens disciplinaires ne réussissent pas à encourager tout au moins une minorité significative d'acteurs du marché à adopter les pratiques recommandées.

Non applicable

Cette appréciation est indiquée lorsqu'un principe de l'OCDE (ou un critère essentiel) ne s'applique pas en raison de caractéristiques structurelles, juridiques ou institutionnelles (par exemple, l'absence d'investisseurs institutionnels agissant à titre fiduciaire).

17. De nombreux principes se décomposent en différents points ou en sous-principes, comme c'est le cas pour les principes II.A et le II.C. Par exemple, en ce qui concerne le principe V.A, il se peut que le sous-principe V.A.1 soit convenablement appliqué concernant la diffusion des informations financières ; mais si la communication n'est pas satisfaisante pour ce qui est des principales participations au capital et des droits de vote (sous-principe V.A.3), le principe ne doit pas être considéré comme étant appliqué. Une évaluation plus détaillée est plus utile qu'une évaluation globale, car elle permet de déceler clairement les lacunes. Enfin, l'examineur évite d'avoir recours à un modèle de pondération implicite au début de l'évaluation et a recours à un tel modèle de manière transparente au stade de la synthèse. 1.3 L'évaluateur et le processus d'évaluation Le processus d'évaluation de chacun des principes nécessite une pondération des décisions portant sur de nombreux éléments dont seuls des évaluateurs qualifiés dotés d'une expérience pratique peuvent se charger.

1.3 L'évaluateur et le processus d'évaluation

18. Le processus d'évaluation de chacun des principes nécessite une pondération des décisions portant sur de nombreux éléments dont seuls des évaluateurs qualifiés dotés d'une expérience pratique peuvent se charger. De nombreux examinateurs de normes cherchent à y parvenir et à assurer une cohérence entre les différentes juridictions en incluant dans leurs équipes des membres dotés d'une grande expérience internationale. Quelles que soient les circonstances, des consultations approfondies avec les personnes et les cercles qui ont une expérience de première main de la juridiction évaluée sont une nécessité absolue et peuvent, en plus des autorités compétentes, comprendre les professionnels, comme des comptables/commisaires aux comptes, des administrateurs, et des investisseurs, ainsi que des analystes, des

chercheurs et des agences de notation. En outre, compte tenu de la complexité des régimes de gouvernement d'entreprise, un processus itératif entre l'examineur et les autorités et les autres parties est nécessaire pour améliorer la base de l'évaluation et l'examen des priorités de l'action publique.

19. D'après l'expérience de l'OCDE, tant pour ce qui est des Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise que pour d'autres travaux comme l'examen des Principes effectué en 2004, il peut être utile d'enrichir le débat national et les compétences nationales par l'expérience d'autres juridictions. Ce processus peut prendre plusieurs formes, allant des examens complets par les pairs à un dialogue sur les politiques à suivre, sous l'égide d'instances internationales, comme le Groupe de direction de l'OCDE sur le gouvernement d'entreprise. Une évaluation ne doit pas être conçue comme un exercice statique, mais doit constituer la base d'un dialogue sur les politiques à suivre, qui peut définir les priorités en matière de réformes et soutenir le processus de réforme. Dans le cas des Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise, cet exercice revêt deux formes : un suivi des recommandations spécifiques des Livres blancs régionaux et un examen plus détaillé d'aspects spécifiques, qui sont traités dans des synthèses distinctes. Pour ses autres activités, l'OCDE a recours à d'autres techniques comme l'organisation de séminaires de suivi et de discussions dans les juridictions concernées. La Banque mondiale peut aussi intégrer une aide technique et une formation dans ses éventuelles actions de suivi d'un RONC.

1.4 Structure de cette Méthodologie

20. La partie B examine les divers types d'informations sur les institutions qui sont essentielles pour situer l'évaluation dans le contexte d'un pays ou d'une juridiction. En déterminant, par exemple, la structure actionnariale, les catégories dominantes d'actionnaires et la structure institutionnelle, l'examineur se fera également une idée du programme national concernant le gouvernement d'entreprise.

21. La partie C traite de chacun des six chapitres des Principes de l'OCDE. Le traitement de chaque chapitre des Principes suit un schéma commun et comprend deux parties principales :

- Introduction
- Problèmes et critères d'évaluation

22. **L'introduction** s'intéresse au sens général du principe dominant qui ouvre chaque chapitre des Principes. À partir des notes explicatives concernant les Principes, l'introduction traite aussi de préoccupations et d'aspects particuliers qui doivent être pris en compte lorsque l'on examine la mise en œuvre du principe. Dans la principale section de chaque chapitre dans la partie C, nommée **Problèmes et critères d'évaluation**, chaque principe est traité sous un intitulé distinct. Après une brève définition du principe ou du sous-principe, ainsi que de l'intention y ayant présidé, une section (*Pratiques probables à examiner*) évoque brièvement la situation et les pratiques que l'examineur est susceptible de devoir évaluer. Des instructions sont données pour permettre d'évaluer les situations effectives par rapport aux résultats recommandés dans le principe/sous-principe. Les principes connexes, qui peuvent servir à vérifier la cohérence, sont également notés. Conformément au contenu de cette section et à l'intention ayant présidé au principe, un ensemble associé de *critères essentiels* sont précisés. Un guide des questions spécifiques qu'un examineur pourrait souhaiter poser est fourni dans le questionnaire des RONC de la Banque mondiale.

23. La partie D traite de l'assemblage de tous les chapitres des Principes et des évaluations associées pour constituer une évaluation finale comportant des recommandations sur les priorités de l'action des pouvoirs publics et les mesures spécifiques qui pourraient être envisagées. Cette partie s'inspire largement du chapitre 1 des Principes, intitulé *Mise en place des fondements d'un régime de gouvernement d'entreprise efficace*. Pour chaque principe, l'évaluation couvrirait les points forts et les carences, mais préciserait aussi

comment ils déterminent le fonctionnement et l'efficacité de tout le régime de gouvernement d'entreprise. S'agissant des priorités de l'action des pouvoirs publics, l'évaluation doit également prendre en compte la présence de « complémentarités », certaines initiatives des pouvoirs publics pouvant s'avérer inefficaces tant qu'elles ne s'accompagnent pas d'autres initiatives, de la part soit des entreprises, soit des autorités.

PARTIE B. VUE D'ENSEMBLE DE LA SITUATION EN MATIÈRE DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE – INFORMATIONS INSTITUTIONNELLES NÉCESSAIRES

24. Cette partie décrit le type d'informations dont doit disposer l'examineur pour évaluer l'importance des différents principes pour évaluer le régime de gouvernement d'entreprise dans une juridiction et pour formuler les questions qui doivent être posées pour évaluer l'application des critères essentiels. Ces informations couvrent la structure de l'actionnariat et du contrôle dans une juridiction, les caractéristiques générales du système juridique et réglementaire, et les facteurs historiques et les expériences qui ont façonné le régime de gouvernement d'entreprise et qui jouent toujours un rôle important. Une analyse des crises passées et des faillites ou scandales ayant touché des sociétés sera aussi nécessaire pour permettre à l'examineur de comprendre la *realpolitik* de la juridiction.

1.1 Structure actionnariale et contrôle

25. Les travaux théoriques et appliqués sur les systèmes de gouvernement d'entreprise mettent en évidence l'importance d'une structure actionnariale pour définir le contexte dans lequel les problèmes de gouvernement d'entreprise peuvent survenir en réalité. Trois aspects doivent être pris en compte : i) la structure et la concentration de l'actionnariat ; ii) les instruments de contrôle ; et iii) l'exercice du contrôle.

26. En ce qui concerne l'aspect i), il importe de préciser la concentration et l'identité d'actionnaires tels que les étrangers, les autres sociétés nationales, les institutions financières et les investisseurs institutionnels. Les indicateurs agrégés de concentration et de dispersion de l'actionnariat, de même que de l'actionnariat, peuvent être disponibles. Des précisions techniques sur la construction d'indicateurs synthétiques utiles à l'examineur pour avoir une compréhension globale sont fournies à l'Annexe 1. La base statistique n'est toutefois pas toujours fiable et ce détail devrait être pris en compte par l'évaluateur (par exemple, les données provenant des principes de gouvernement d'entreprise ou des déclarations datées faites à des autorités comme l'autorité de tutelle des marchés des valeurs mobilières ou le greffe d'un tribunal de commerce). Dans certaines juridictions, les actions de sociétés cotées peuvent être détenues par le biais de sociétés ne faisant pas appel à l'épargne publique, de sorte qu'à défaut d'informations complémentaires, les indicateurs statistiques de concentration de l'actionnariat de même que l'identité des actionnaires peuvent être faussés.

27. Les instruments de contrôle des sociétés utilisés par les actionnaires comprennent la détention de blocs d'actions par des actionnaires isolés ou par le biais de pactes d'actionnaires. En ce qui concerne les indicateurs statistiques fournis en Annexe I, il conviendrait de vérifier le bien-fondé des seuils en matière de contrôle des sociétés dans la juridiction qui reflètent le large éventail de possibilités de contrôle qui sont souvent offertes, tant *de jure* que *de facto* (par exemple, des marques et des brevets essentiels transférant, de fait, le contrôle en dehors de la société). La détention de blocs assurant le contrôle est souvent facilitée par des instruments comme les actions à votes multiples, le plafonnement des droits de vote et par des actions assorties de pouvoirs spéciaux comme celui de désigner les administrateurs. Dans de nombreuses juridictions, il est possible d'obtenir auprès de différentes sources, notamment des agences de notation, des informations générales concernant le recours à ces instruments et, dans certains cas, sur la différence entre les flux de trésorerie et les droits de vote. Lorsque ces informations ne sont pas disponibles, du moins sous forme générale, il se peut, de prime abord, que certains aspects des Principes relatifs à la diffusion d'informations ne soient pas appliqués. Au nombre des autres instruments de contrôle courants couverts par l'Annexe I, citons les groupes d'entreprises, et notamment ceux qui sont organisés en pyramide, dans

lesquels la différence entre les flux de trésorerie et les droits de vote peut être extrêmement importante. L'examineur devrait rechercher des indicateurs identifiés en Annexe I comme le nombre habituel de strates d'un groupe et la différence entre les flux de trésorerie et les droits de vote pour les actionnaires de contrôle du groupe. Il importe de prendre également en compte les participations croisées des entreprises au sein du groupe, y compris l'existence de sociétés ne faisant pas appel à l'épargne publique, pour connaître le type de structure incitative mandataire/agent dont le régime de gouvernement d'entreprise doit tenir compte convenablement.

28. En ce qui concerne l'exercice du contrôle, l'Annexe I identifie plusieurs indicateurs tels que le nombre de sociétés contrôlées par le biais d'actions assorties de droits de vote spéciaux ou l'élection échelonnée des administrateurs qui peuvent être utilisés par l'examineur. Les agences de notation et les analystes ont également trouvé instructif l'examen du pourcentage de flottant moyen (en excluant les actionnaires de contrôle) qui participe à l'assemblée générale des actionnaires et ont construit des indicateurs relatifs aux droits des actionnaires. Ainsi qu'il est noté à l'Annexe A, ces indicateurs doivent être utilisés avec prudence. Il arrive souvent que le taux de vote/de participation soit régulièrement surveillé par les bourses des valeurs et les régulateurs de sorte qu'il devrait être possible de prendre connaissance de nombreux éléments d'information agrégés concernant le fonctionnement du régime de gouvernement d'entreprise. D'autres indicateurs sont plus révélateurs des conséquences des mécanismes de gouvernement d'entreprise mais, bien qu'ils soient beaucoup utilisés, ils reposent sur un certain nombre d'hypothèses fragiles et doivent donc être maniés avec discernement. Ces indicateurs sont brièvement examinés à l'Annexe 1.

29. En somme, selon les juridictions, les éléments d'information qualitatifs pourraient entre autres être complétés par les informations statistiques suivantes :

- la concentration et la dispersion de l'actionnariat
- la répartition de l'actionnariat entre les différentes catégories d'actionnaires, à savoir les institutions, le secteur privé, et les étrangers
- la proportion de sociétés comportant différentes catégories d'actions, de droits de vote et de plafonds de participation, etc.
- la proportion de détenteurs de blocs d'actions et d'actionnaires de contrôle, le ratio des droits de participation financière aux droits de contrôle, les différents types de mécanismes de contrôle comme les pactes d'actionnaires
- les indicateurs relatifs aux groupes d'entreprises et aux problèmes qui peuvent leur être associés : le ratio des droits de participation financière aux droits de contrôle, le nombre moyen de strates dans les pyramides de sociétés.
- le recours à différents types de composition des conseils d'administration, la proportion d'administrateurs non désignés à l'assemblée générale des actionnaires
- le flottant moyen, la liquidité du marché, le pourcentage de flottant moyen participant aux assemblées générales d'actionnaires.

1.2 Le dispositif législatif et réglementaire

30. Parmi les informations institutionnelles nécessaires à une évaluation, il importe aussi de présenter une vue d'ensemble du droit des sociétés et de la réglementation des valeurs mobilières (y compris de l'autorégulation) qui va au-delà de la distinction entre droit civil/common law, ainsi que des informations

sur les codes et les principes et leur observation par les sociétés. D'autres informations contextuelles sur le rôle et la fonction des institutions de contrôle et de réglementation sont aussi nécessaires dès le début d'un examen. Des informations plus détaillées seront obtenues à mesure que l'on se fera une idée des différents principes, mais il importe de garder à l'esprit cet élargissement de l'analyse. En ce qui concerne le droit des sociétés, il est nécessaire de connaître l'approche de la juridiction en matière de répartition des pouvoirs (c'est-à-dire le pouvoir de l'assemblée des actionnaires par rapport à celui du conseil d'administration) et l'incidence des règles générales qui par exemple interdisent à une société d'émettre différentes catégories d'actions, de plafonner les droits de vote, etc., précisent le fonctionnement et la composition des conseils d'administration et définissent précisément les devoirs des administrateurs. Il importe également de connaître l'approche retenue en matière de mécanismes de réparation. Dans certains systèmes, la réparation est souvent plus axée sur l'ouverture du dossier par une personne physique avec la nécessité d'un recours devant les tribunaux. Dans d'autres systèmes, la réparation prend souvent un tour plus collectif, comme l'autorisation accordée uniquement à l'assemblée des actionnaires d'engager une action en justice, ou suppose au préalable une enquête officielle, par exemple, par une instance judiciaire ou par l'autorité de tutelle du marché des valeurs mobilières.

1.3 Influences historiques sur l'actuel régime de gouvernement d'entreprise

31. L'actuel régime de gouvernement d'entreprise a été façonné par de nombreux facteurs historiques et il importe de bien noter si ceux-ci exercent toujours une influence lorsque l'on envisage les options réalisables en termes d'action et de priorités des pouvoirs publics. Le but recherché n'est pas d'obtenir un compte rendu historique du gouvernement d'entreprise dans un pays donné. Les facteurs les plus importants à prendre en compte seraient les évolutions récentes en matière de privatisation (en particulier dans les économies en transition), de politique industrielle, et surtout de protection contre les importations. Toutes ces évolutions ont souvent conduit à un actionnariat et à un contrôle très concentrés et à fort levier financier, de même qu'à une représentation restreinte des intérêts collectifs, à l'importance accordée aux bons contacts avec certaines autorités (souvent appelée comportement de recherche de rente) et à la faiblesse des droits des actionnaires minoritaires. Les autres influences comprennent le traitement fiscal des plus-values intragroupe en cas de liquidation des investissements d'une société, le traitement fiscal des distributions de plus-values et de dividendes aux actionnaires par les entreprises, et la nature des droits de succession. Ainsi, l'absence d'imposition des dividendes intra-groupe a facilité le développement de groupes d'entreprises, en particulier de ceux qui prennent la forme de pyramides dans de nombreuses juridictions, tandis que dans d'autres juridictions, les impôts ont servi à décourager la constitution de tels groupes. Le développement de groupes d'entreprises a également été influencé par la politique relative au partage des pertes fiscales et aux dispositions qui facilitent et rendent plus efficace le mouvement de capital ou de biens entre les sociétés membres. On compte parmi les autres facteurs systémiques liés aux politiques suivies les dispositions législatives et réglementaires sur les relations d'actionnariat et de contrôle des sociétés cotées avec les banques et d'autres institutions financières et avec les investisseurs institutionnels, relations qui sont en arrière-plan de ce qui peut constituer des problèmes essentiels de gouvernement d'entreprise.

PARTIE C. LES CHAPITRES DES PRINCIPES

CHAPITRE I. MISE EN PLACE DES FONDEMENTS D'UN RÉGIME DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE EFFICACE

1.1 Introduction

32. Selon le principe général, « *le régime de gouvernement d'entreprise devrait concourir à la transparence et à l'efficacité des marchés, être compatible avec l'état de droit et clairement définir la répartition des compétences entre les instances chargées de la surveillance, de la réglementation et de l'application des textes* ». Il est recommandé aux pays voulant mettre en œuvre les Principes « d'étudier leur propre régime de gouvernement d'entreprise, notamment les mécanismes réglementaires et conditions d'admission à la cote, ainsi que les pratiques des entreprises, dans le but de préserver et d'accroître sa contribution à l'intégrité des marchés et aux performances de l'économie ». À cet égard, il convient de prendre en considération les interactions et la complémentarité entre les diverses composantes du régime de gouvernement d'entreprise, ainsi que son aptitude générale à favoriser l'adoption de pratiques éthiques, responsables et transparentes en matière de gouvernement d'entreprise.

1.3 Problèmes et critères d'évaluation

1.3.1 Principe I.A

33. Selon le principe I.A, « *un régime de gouvernement d'entreprise doit être élaboré en tenant compte de ses effets sur les performances globales de l'économie, de l'intégrité des marchés en promouvant leur transparence et leur efficacité, ainsi que des incitations qu'il crée pour les participants au marché* ». Ce principe préconise que les pouvoirs publics prennent en compte à la fois les coûts et les avantages des mesures législatives et réglementaires actuelles et proposées. Ainsi, la note explicative précise que « ... Il incombe aux pouvoirs publics de tracer un cadre qui soit suffisamment souple pour répondre aux besoins des sociétés exerçant leur activité dans des secteurs très divers en facilitant le développement de nouvelles opportunités de création de valeur et la répartition efficace des ressources. Pour ce faire, ils doivent continuer de concentrer leur action sur les résultats économiques finaux et, lorsqu'ils doivent faire des choix entre plusieurs politiques, ils doivent procéder à une analyse de l'impact des principaux paramètres ayant des incidences sur le fonctionnement des marchés, notamment les mécanismes d'incitation, l'efficacité des dispositifs d'autodiscipline et le règlement des conflits d'intérêts systémiques. La transparence et l'efficacité des marchés contribuent à discipliner les participants au marché et à promouvoir le fait qu'ils rendent des comptes ». Cela a pour conséquence importante que l'évaluation des différents principes exige également de prendre en compte l'efficacité des obligations légales et réglementaires de même que leur impact sur les incitations offertes aux acteurs du marché.

Pratiques probables à examiner

34. Ce principe s'attache au régime de gouvernement d'entreprise dans son ensemble, mais cela doit faire en réalité partie de l'évaluation globale, évoquée dans la Partie D. Toutefois, pour rendre la tâche plus réalisable pour un examinateur, deux aspects du principe I.A peuvent être examinés de façon indépendante. Le premier a trait à la nécessité de se faire une idée du fonctionnement des marchés boursiers ainsi que de leur intégrité, de leur transparence et de leur efficacité. Bon nombre d'éléments seront couverts par l'évaluation des principes relatifs aux opérations d'initiés et aux transactions abusives avec des parties liées (principes III.B et III.C) ainsi que des principes concernant la transparence (chapitre V). Ce principe concerne davantage le fonctionnement d'un marché et d'un régime de gouvernement d'entreprise dans l'ensemble, ce qui suppose la prise en compte de nombreux autres facteurs comme le fonctionnement de la bourse des valeurs, la surveillance des marchés, etc. La question est surtout le type de structure d'incitation qu'ils pourraient contribuer à créer. Les critères essentiels visent par conséquent à attirer l'attention sur des questions plus vastes qui risqueraient autrement d'être négligées. Pour se faire une idée, l'examineur devra consulter toutes les catégories d'acteurs et d'autorités présentes sur le marché et faire particulièrement attention au fait qu'ils considèrent le marché financier comme étant risqué et opaque et par conséquent perçu comme inefficace. Un certain nombre d'indicateurs peuvent s'avérer utiles à la formation d'un jugement. Les primes de risque pays ou les décotes peuvent refléter des conditions macro-économiques mais refléteront également la qualité du régime de gouvernement d'entreprise. Les juridictions pour lesquelles la taille estimée du secteur informel par rapport au secteur formel est élevée peuvent également refléter un modèle d'incitation (par exemple des expropriations, une fiscalité et des contributions sociales élevées) conduisant à une dissimulation généralisée d'activités économiques. Dans ces circonstances, il y a une accusation apparemment fondée que le principe I. A n'est pas appliqué ou l'est partiellement.

35. L'autre aspect du principe I.A concerne le processus. Dans la pratique, l'examineur ne pourra pas se forger une opinion sur l'efficacité du régime de gouvernement d'entreprise et sur le point de savoir s'il amène une amélioration des performances de l'économie. Cependant, dans de nombreux cas, le processus décisionnel en matière de textes législatifs et réglementaires ainsi que de problèmes d'orientation de l'action devrait fournir des indications plus fiables et observables, tout comme les principes et initiatives des autorités, qui sont révélateurs de l'importance qu'elles accordent aux problèmes de gouvernement d'entreprise. La position du secteur des entreprises en ce qui concerne la flexibilité du régime de gouvernement d'entreprise (par exemple, est-il vu comme étant trop standardisé et comme n'abordant pas les besoins spécifiques du monde des affaires) sera également utile à l'évaluation.

36. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le fonctionnement des marchés financiers est perçu par les acteurs du marché, de part et d'autre, comme étant raisonnablement transparent. Les investisseurs considèrent la diffusion d'informations par les entreprises, ses modalités et le fonctionnement des réglementations correspondantes comme formant la base d'un niveau acceptable d'intégrité du marché associé à un risque pays/juridiction normal.
2. Les pouvoirs publics et le parlement d'un pays doivent élaborer une politique, ainsi que des textes législatifs et réglementaires relativement au régime de gouvernement d'entreprise en se fondant sur une concertation efficace et permanente avec le public, les entreprises et les actionnaires, ainsi que les organisations qui les représentent, et les autres parties prenantes. Pour être efficace, un tel processus doit être mené dans des délais convenables et les pouvoirs publics

doivent également garantir l'accès du public à tous les commentaires formulés et expliquer pourquoi certains ont été ou non pris en compte dans la décision finale. Dans ces décisions, il doit être indiqué qu'il y a une prise en compte des coûts et avantages probables des changements proposés, et notamment de l'importance accordée aux effets perçus sur la performance économique et à l'efficacité du traitement réservé aux faiblesses concernées du gouvernement d'entreprise.

1.3.2 Principe I.B

37. Selon le principe I.B « *Les dispositions législatives et réglementaires qui influent sur les pratiques de gouvernement d'entreprise dans un pays donné doivent être consistantes avec l'état de droit, transparentes et pouvoir être mises en œuvre* ».

Pratiques probables à examiner

38. L'examineur ne devrait habituellement être en mesure de porter un jugement éclairé qu'après avoir examiné la mise en œuvre des autres principes. Lors de l'évaluation des différents principes, l'examineur doit tenir compte de la qualité des textes législatifs et réglementaires, et notamment se demander s'ils peuvent être mis à exécution, et le sont effectivement. Dans de nombreux pays, on a constaté que la formulation des lois et réglementations est parfois vague et qu'il est impossible de les faire respecter, ou qu'elle est parfois même difficilement compréhensible. De temps à autre, les règles de procédure, comme les pouvoirs d'enquête, les règles relatives à la procédure et les règles relatives à l'attribution des dépens peuvent rendre la mise en œuvre difficile, voire impossible. L'examineur doit noter l'incidence des lois et réglementations importantes qui n'ont jamais ou presque jamais été testées devant les tribunaux, ainsi que l'occurrence de décrets provisoires. Tel est en particulier le cas dans des domaines comme la responsabilité des administrateurs ou des auditeurs, et notamment des obligations des administrateurs et des actionnaires de contrôle à l'égard de la société et des actionnaires. Dans certains cas, les textes législatifs et réglementaires relatifs aux différents principes sont nécessairement généraux ou incomplets. L'examineur doit alors se demander si des dispositions ont été prises afin que les tribunaux, les instances chargées de la réglementation, etc., puissent les interpréter et les compléter efficacement. Lorsque d'importants aspects législatifs et réglementaires mentionnés ci-dessus figurent dans les textes mais qu'ils sont rarement mis en œuvre, il faut indiquer que la juridiction applique partiellement les Principes et la principale cause de cette application partielle. L'évaluation de l'instauration, par les autorités, d'un régime réglementaire cohérent et transparent est régie par le principe 1.D et les procédures qui gouvernent ce régime réglementaire sont plus généralement couvertes par le principe I.A.

39. Dans certains cas, le problème de fond a trait à la primauté du droit. Bien qu'il existe de nombreuses définitions de la primauté du droit, dans le contexte du gouvernement d'entreprise (si l'on exclut la question des droits civils), il importe que l'examineur prenne note des cas où s'exprime une méfiance générale prononcée à l'égard du système judiciaire et des autorités, et où ressort un manque de cohérence et de transparence dans l'exercice du pouvoir discrétionnaire accordé aux autorités pour ce qui est de la mise en œuvre et de l'interprétation du système réglementaire, qui compromettent la confiance dans l'État de droit et donc ainsi l'essor d'un système fondé sur le droit. Les mesures arbitraires ou le recours discutable à la législation et à la réglementation qui ne sont pas soumis à un examen indépendant, s'agissant de problèmes touchant les sociétés comme les confiscations ou la dénonciation de contrats et d'accords devraient, par exemple, conduire un examineur à conclure que le système n'est pas compatible avec la primauté du droit. Comme l'absence de transparence et de mesures d'exécution ne suffisent pas pour conclure que cet aspect du principe n'est pas mis en œuvre, un critère distinct a été précisé. La non-application de ce critère influencera considérablement l'évaluation globale portée sur le respect du principe.

40. Des objectifs de gouvernement d'entreprise sont également formulés dans des codes et normes volontaires qui n'ont pas le statut de loi ou de réglementation. Ces codes contribuent certes pour une part importante à améliorer les dispositifs de gouvernement d'entreprise, mais il ne devrait y avoir aucune incertitude quant à leur statut et leurs conditions d'application. L'examineur doit se familiariser avec les exigences spécifiques du code et leur statut, et avoir une bonne compréhension de l'étendue de leur application. Lors de l'examen des différents principes, l'examineur doit garder à l'esprit le statut et le fonctionnement des codes/standards volontaires, car ils pourraient bien varier selon les principes.

41. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Les dispositions législatives et réglementaires qui ont des incidences importantes sur les pratiques de gouvernement d'entreprise et les résultats sont : (a) généralement bien comprises par les acteurs économiques ; (b) sont raisonnablement prévisibles et ne sont pas sujettes à des décrets provisoires importants et à des amendements antidatés ; et (c) ont été suffisamment appliquées avec efficacité, cohérence et impartialité de manière à constituer un système transparent fondé sur des règles.
2. Les autorités n'ont pas eu recours au système législatif et réglementaire ou à d'autres aspects du régime de gouvernement d'entreprise de manière arbitraire ou manifestement incohérente qui serait incompatible avec les normes générales relatives à l'état de droit.
3. Lorsque des codes et principes font office de norme au niveau national ou de substitut explicite à des dispositions législatives ou réglementaires, il convient de préciser clairement leur statut en termes de champ d'application, de mise en oeuvre, de respect, voire de sanctions (à caractère commercial ou réglementaire) applicables.

1.3.3 Principe I.C.

42. Selon le principe I.C, « *La répartition des compétences entre les différentes instances chargées de la réglementation dans un pays donné doit être clairement définie et servir l'intérêt général* ».

Pratiques probables à examiner

43. La mise en oeuvre effective impose aussi une répartition claire des missions de surveillance, de mise en oeuvre et d'application de ces règles entre les diverses instances de sorte que les compétences respectives des organes et organismes complémentaires soient respectées et exploitées au mieux. Ainsi, l'instance chargée de la réglementation des marchés des valeurs mobilières et d'autres autorités sectorielles (par exemple, les autorités de contrôle de la banque et de l'assurance et le greffe du tribunal de commerce/le régulateur des sociétés) peuvent avoir des compétences communes, ce qui peut se traduire soit par un excès de réglementation, soit par une application et/ou une surveillance inefficaces, par exemple lorsque les informations ne peuvent pas être échangées entre différentes institutions. Dans certains cas, la répartition des compétences peut engendrer des lacunes, bien que l'examineur devrait également vérifier si des incitations, des mécanismes disciplinaires et des normes permettent déjà de remédier à la situation. Les recouvrements, voire les contradictions, entre différentes autorités de régulation d'une juridiction donnée constituent également une difficulté qui doit être appréhendée, tout comme les divergences significatives entre différents domaines du droit qui font obstacle à l'application. L'examineur doit s'intéresser tout particulièrement à l'applicabilité des codes de gouvernement d'entreprise aux entreprises. Certains codes s'appliquent aux entreprises cotées dans une juridiction donnée, tandis que d'autres s'appliquent uniquement à des entreprises qui y sont immatriculées, de telle sorte qu'il est possible qu'une entreprise ne soit régie par aucun code.

44. Lorsque des missions de réglementation ou de surveillance sont déléguées à des organismes ne relevant pas du secteur public, par exemple à des organisations professionnelles ou à des entités privées, comme un dépositaire central, il est souhaitable d'étudier expressément pour quels motifs et dans quelles circonstances cette délégation est une bonne solution. Il est en outre primordial que la structure de gouvernance d'une institution investie d'une telle mission soit transparente et serve l'intérêt général. L'examineur doit envisager ces questions après s'être fait une idée du dispositif de comptabilité et de révision des comptes, des autres autorités de tutelle et du rôle de la bourse. Ces instances sont régies par les principes V.B, V.C, V.D et V.F. Le rôle de la bourse est implicitement couvert par plusieurs principes, mais l'examineur doit l'analyser dans un contexte général en fonction du principe I.A.

45. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. L'examineur doit se demander si : (a) il existe une répartition claire des compétences entre différentes instances d'une juridiction ; (b) il existe un système efficace de coopération ; (c) il n'y a pas de divergences significatives entre les principaux textes législatifs et réglementaires ; (d) les coûts de conformité ne sont pas considérés comme excessifs ; et (e) des organismes ne relevant pas du secteur public se sont vu déléguer des missions relatives à une partie du régime de gouvernement d'entreprise sont efficaces, transparents et servent l'intérêt général.

1.3.4 Principe I.D

46. Selon le principe I.D, « *Les instances compétentes en matière de surveillance, de réglementation et d'application des textes doivent avoir le pouvoir, l'intégrité et les ressources leur permettant de mener à bien leurs missions avec professionnalisme et objectivité. En outre, leurs décisions doivent intervenir en temps voulu et être transparentes et motivées* ». La note explicative précise que les compétences d'ordre réglementaire doivent être confiées à des instances qui soient capables de remplir leurs fonctions à l'abri de tout conflit d'intérêts et soumises à un contrôle juridictionnel. Ces instances auront des besoins considérables de personnel hautement qualifié pour exercer une véritable surveillance et effectuer des enquêtes, ce qui nécessitera des financements convenables.

Pratiques probables à examiner

47. Même si des informations contextuelles sur les instances chargées de la surveillance, de la réglementation et de l'application des textes peuvent être obtenues préalablement à l'évaluation, le jugement peut être influencé par l'évaluation des différents principes de même que par la consultation des travaux des autres organismes définissant des normes et des mécanismes d'évaluation associés. Dans ce dernier cas, des normes relatives à l'autorité et à l'intégrité des instances chargées de la surveillance et de la réglementation ont été formulées par l'OICV, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et l'Association internationale des autorités de contrôle de l'assurance, et revues dans certains cas par le FMI et la Banque mondiale et des organismes définissant des normes. Lors de l'analyse des différents principes, l'examineur sera souvent amené à constater un manque de capacités institutionnelles, ainsi qu'un financement et des ressources humaines inappropriés, qui peuvent contribuer à l'inadéquation et à l'inefficacité de la mise à exécution des textes et de la surveillance. Cependant, les ressources affectées à la surveillance, à la réglementation et au contrôle du respect des règles en vigueur sont toujours susceptibles de faire défaut, d'où la nécessité d'en faire bon usage. Il faudra généralement les allouer aux secteurs où elles auront le plus d'impact sur le dispositif réglementaire. L'examineur doit se demander si les institutions sont autorisées à agir comme elles le font et, dans l'affirmative, si un tel usage économique des ressources est fait. L'examineur doit aussi noter les cas où les nouveaux textes législatifs, réglementaires et autres ne tiennent pas compte d'emblée des limites des ressources disponibles, un point qui est compatible avec l'application du principe I.A. Pour faire bon usage de ces ressources limitées, les

mécanismes de marché devront être mis à profit autant que possible et ne devront pas être remplacés systématiquement par des mesures réglementaires.

48. La question de savoir si les instances compétentes ont suffisamment de pouvoir et d'intégrité est peut-être plus importante encore que celle des ressources. Une autorité bien définie vient compléter de manière déterminante le principe I.C, qui est une condition nécessaire mais non suffisante à la mise en œuvre du principe I.D. L'examineur ne peut pas se forger une opinion *ex ante*, mais seulement après de nombreuses consultations avec les acteurs du marché et lors de la formation son jugement sur les différents principes, lorsque le comportement réel des instances peut être mieux observé. En ce qui concerne l'intégrité, l'examineur doit également se faire une idée de l'indépendance des autorités vis-à-vis des intérêts commerciaux et politiques (c'est-à-dire de la mise en échec de la réglementation). Ce phénomène peut se refléter dans la composition des instances dirigeantes des institutions et dans leur comportement tel qu'il aura été observé. Il peut aussi transparaître dans les accords de financement qui rendent les autorités vulnérables à des intérêts particuliers. Les accords de financement destinés à favoriser l'intégrité sont souvent associés aux mécanismes de transparence. Ces accords sont compatibles avec la pleine application du principe. Parmi les mécanismes destinés à favoriser la transparence, citons l'examen judiciaire et les rapports annuels sur les objectifs et les activités présentés au Parlement.

49. Les autorités ont aussi une importante responsabilité qui consiste à favoriser l'application du principe I.B, selon lequel le régime juridique et réglementaire doit être transparent et prévisible. Cela exige un processus dans lequel les décisions « *doivent intervenir en temps voulu et être transparentes et motivées* ». L'examineur doit vérifier si, dans le souci de la transparence, les autorités fournissent des explications sur leurs décisions à tous les acteurs du marché. Les autorités peuvent aussi adresser à ces derniers des notes consultatives et diffuser largement des réponses aux questions les plus fréquentes. L'examineur devra également chercher à savoir si, de l'avis des acteurs du marché, les pratiques découlent de règles transparentes et cohérentes, conformément au résultat préconisé par le principe.

50. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. L'examineur doit se demander : (a) si les instances compétentes en matière de surveillance, de réglementation et de mise à exécution des textes ont le pouvoir et l'intégrité leur permettant d'être efficaces et d'échapper aux influences commerciales et politiques ; (b) si elles disposent de ressources suffisantes pour atteindre leurs objectifs selon des conditions qui ne compromettent pas leur autorité et leur pouvoir ; (c) si, aux yeux des acteurs du marché, elles ont acquis une réputation de transparence et de cohérence ; et (d) si elles allouent leurs maigres ressources de manière efficace pour maximiser l'impact réglementaire ou s'il existe des obstacles sous forme de textes législatifs ou réglementaires inefficaces empêchant une telle allocation des ressources.

CHAPITRE II. DROITS DES ACTIONNAIRES ET PRINCIPALES FONCTIONS DES DÉTENTEURS DU CAPITAL

2.1 Introduction

51. Selon le principe essentiel du chapitre II des Principes: « un régime de gouvernement d'entreprise doit protéger les droits des actionnaires et faciliter leur exercice ». Le résultat visé par ce principe recouvre ce que l'on considère communément comme les droits fondamentaux des actionnaires destinés à assurer l'intégrité et l'efficacité des marchés boursiers. Les droits élémentaires des actionnaires sont notamment le droit d'influencer la société (droit de vote), le droit d'être informé, le droit de pouvoir céder ou transférer des actions (droit de sortie) et le droit de participer aux bénéfices ou aux résultats de la société (droits économiques). Ces droits définissent également la nature des sociétés cotées qui sont au cœur des Principes. Le droit d'influencer la société (droit de vote) se concentre sur certaines questions fondamentales comme l'élection des administrateurs ou tout autre moyen d'influer sur la composition du conseil d'administration, les modifications des documents organiques ou encore d'autres questions fondamentales. Cependant, il importe également de noter que les Principes admettent que différentes catégories d'actions puissent conférer des droits différents.

52. Dans certaines juridictions, les droits des actionnaires sont définis très précisément et il n'y a guère de possibilités de variation entre les sociétés, ce qui facilite l'évaluation. Dans d'autres juridictions, les droits des actionnaires sont parfois l'objet d'un énoncé général dans les textes législatifs et la jurisprudence et sont essentiellement déterminés par les statuts des sociétés. L'évaluation donc devra tenir compte de l'occurrence des diverses pratiques dans une juridiction et de la mise en œuvre par une majorité des sociétés des dispositions des Principes relatives aux actionnaires.

2.3 Problèmes et critères d'évaluation

2.3.1 Principe II.A

53. Le Principe II.A précise que « les droits élémentaires des actionnaires doivent comprendre le droit : 1) de bénéficier de méthodes fiables d'enregistrement de leurs titres ; 2) de pouvoir céder ou transférer des actions ; 3) d'obtenir en temps opportun et de façon régulière des informations pertinentes et significatives sur la société ; 4) de participer et de voter aux assemblées générales des actionnaires ; 5) d'élire et de révoquer les administrateurs ; et 6) d'être associés au partage des bénéfices de la société ».

54. L'évaluation du principe II.A doit tenir compte de celle du principe II.C, qui renforce et précise davantage les droits élémentaires des actionnaires.

2.3.1.1 Principe II.A (1) : Droit de bénéficier de méthodes fiables d'enregistrement de leurs titres

Pratiques probables à examiner

55. D'après les enseignements des Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise, le droit des actionnaires à « des méthodes fiables d'enregistrement de leurs titres » peut être parfois inexistant dans certaines juridictions. On a vu de nouveaux actionnaires apparaître du jour au lendemain alors que dans d'autres cas, il est arrivé que des investisseurs constatent que leurs actions n'avaient pas été enregistrées.

Lorsque de telles pratiques apparaissent relativement fréquentes, ou trop faciles à perpétrer, le principe doit être évalué comme étant pas appliqué, ou seulement partiellement appliqué. Dans d'autres cas, des sociétés ont découvert que le registre des actionnaires inscrits excède le nombre total d'actions émises par la société en raison notamment de doubles réservations par les courtiers ce qui indique une défaillance systémique. De nombreux pays autorisent également l'émission d'actions au porteur, ce qui peut soulever d'autres problèmes, comme celui de leur recevabilité de prime abord lors d'une assemblée générale des actionnaires et de l'information donnée aux autres actionnaires sur l'émission de ce type d'actions. Dans de nombreuses juridictions, les actions sont détenues par l'entremise d'une chaîne d'intermédiaires et de dépositaires. Les entreprises doivent pouvoir se fier à la capacité de ces intermédiaires de veiller à l'exactitude des enregistrements et les actionnaires, pouvoir compter sur la protection adéquate de leurs biens.

56. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Les sociétés cotées doivent tenir (et tiennent effectivement) un registre des actionnaires inscrits, soit par elles-mêmes, soit par l'intermédiaire d'un agent (ou, dans le cas d'actions au porteur, un registre des actions émises), et tout actionnaire ou partie agissant pour le compte des actionnaires peut examiner la liste des actionnaires pour vérifier leurs participations.. Il existe des voies de recours efficaces si les enregistrements ne sont pas exacts.
2. Si les actions sont détenues par des dépositaires pour le compte des actionnaires, les droits des actionnaires attachés à ces actions sont suffisamment protégés et les dépositaires doivent préserver (et préservent effectivement) les actifs de leurs clients (1).¹
3. Lorsque les titres peuvent être dématérialisés (autrement dit se présenter sous une forme électronique) et transférés par inscription comptable, le système est généralisé et fiable. Des normes minimales d'efficacité doivent exister pour les agents chargés de la tenue des registres/agents de transfert, telles que des règles de tenue des comptes, et les autorités doivent avoir la possibilité d'inspecter et de contrôler les agents chargés de la tenue des registres/agents comptables des transferts. Les sociétés ou leurs agents sont responsables du maintien d'un registre précis des actionnaires.

2.3.1.2 Principe II.A (2) : Droit de pouvoir céder ou de transférer des actions

Pratiques probables à examiner

57. En règle générale, les actionnaires doivent s'attendre à pouvoir transférer librement leurs actions et ce droit doit généralement être conforté par un dispositif efficace de compensation et de règlement. L'examineur doit solliciter les avis des acteurs du marché pour juger si le dispositif de compensation et de règlement fonctionne efficacement. C'est un domaine très complexe qui comporte son propre ensemble de règles internationales (CSPR, OICV) et l'examineur devrait également bénéficier d'évaluations spéciales déjà menées selon ces standards.

58. Dans la pratique, de nombreuses juridictions autorisent les sociétés cotées à limiter le transfert des actions qui ont été données en garantie. Certaines juridictions autorisent également les sociétés à refuser l'enregistrement des actions tant qu'elles ignorent l'identité de leur nouveau détenteur et dans d'autres

1 . Voir aussi Méthodologie d'évaluation de la mise en oeuvre des objectifs et principes de la régulation financière de l'OICV, principe 23 (notamment, mais pas uniquement la Question essentielle 6). Même si les recommandations de l'OICV peuvent être utiles pour évaluer le principe II.A.1, elles sont aussi plus normatives que les Principes, puisqu'elles précisent le mécanisme à utiliser pour atteindre l'objectif visé.

juridictions, le transfert des actions peut être limité en vertu des statuts de l'entreprise. Les Principes adoptent un point de vue nuancé sur la question de la divulgation de l'identité des actionnaires. Lorsque le refus d'enregistrer les transferts d'actions peut être autorisé par les statuts et que ces transactions sont généralisées, la juridiction sera considérée comme n'appliquant pas ce principe ou l'appliquant partiellement (si ces dispositions existent mais sont rarement utilisées).

59. Les autorités ont en outre légitimement intérêt à restreindre ou interdire les transferts d'actions. Cela vaut en particulier pour les institutions financières pour lesquelles il peut être nécessaire de limiter le caractère transférable des actions. La mise en œuvre d'une politique de la concurrence ou de règles organisant les OPA constitue également une raison légitime pour laquelle les autorités doivent être à même d'empêcher les transferts. Certaines autorités boursières peuvent restreindre la capacité des actionnaires de revendre sur les marchés des titres qui ont dans un premier temps été vendus en vertu de certaines exemptions des obligations d'enregistrement. L'existence de telles restrictions ne doit donc pas conduire à considérer que le principe n'est pas appliqué.

60. Un certain nombre de juridictions imposent des restrictions quant à la détention d'actions par des étrangers, soit de manière générale, soit dans des secteurs d'activité donnés comme ceux qui touchent à la sécurité nationale. Dans certains cas, seul un pourcentage donné d'actions en circulation peut être détenu par des étrangers. Cette disposition prise par les pouvoirs publics ne doit pas être prise en compte pour l'évaluation : « *les principes préconisent un traitement équitable des actionnaires étrangers et nationaux en matière de gouvernement d'entreprise. Ils ne traitent pas des mesures prises par les pouvoirs publics pour réglementer l'investissement direct étranger* (p. 42) ». Cependant, le souci des Principes d'assurer un régime efficace de gouvernement d'entreprise avec notamment la possibilité de contester le contrôle, indique normalement que les autorités doivent comparer les avantages des politiques suivies en matière d'investissement par rapport aux effets négatifs que ces politiques peuvent avoir sur le gouvernement d'entreprise. Il pourrait être mentionné dans le rapport final qu'il s'agit là d'un problème de fond à examiner.

61. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Que ce soit pour respecter le droit en vigueur, les critères d'admission à la cotation et/ou se soumettre à la discipline de marché, les entreprises cotées ne restreignent pas, en général, le transfert ou la cession des actions. Des restrictions généralement considérées comme légitimes par la communauté internationale (voir ci-dessus) peuvent être imposées par les autorités soumises à une obligation d'élaboration transparente des règles et à des procédures de recours viables.
2. Les dépositaires des titres possèdent les ressources humaines et financières nécessaires, se situent au dessus des intérêts particuliers et sont acceptés par les participants au marché. Les acteurs du marché considèrent que le dispositif de compensation et de règlement fonctionne efficacement.

2.3.1.3 Principe II.A (3) Droit d'obtenir en temps opportun et de façon régulière des informations pertinentes et significatives sur la société

Pratiques probables à examiner

62. Les actions sont souvent détenues par des intermédiaires pour le compte des actionnaires, de sorte que la question se pose de savoir si les intermédiaires doivent transmettre (et transmettent effectivement) aux actionnaires en temps opportun les documents reçus des entreprises (à moins que les actionnaires ne les en

aient expressément dispensés). Néanmoins, les entreprises ont l'obligation de fournir les informations pertinentes et significatives directement aux actionnaires ou à leurs représentants en ayant recours à des sites web pour joindre ceux dont ils ne possèdent pas l'adresse. Dans certaines juridictions, il a été observé que des entreprises peuvent restreindre l'accès aux informations en organisant des assemblées d'actionnaires de manière irrégulière. Lorsque cette pratique est courante, il faut en conclure que la juridiction n'applique pas le principe ou ne le fait que partiellement.

63. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Les entreprises n'ont pas recours aux dispositifs procéduraux ou juridiques dont elles disposent pour empêcher les actionnaires ou leurs représentants d'obtenir des informations pertinentes et significatives sans retard ni frais injustifiés. Les informations qui doivent être fournies portent sur les statuts, les états financiers, les procès-verbaux des assemblées des actionnaires et la structure du capital de l'entreprise.

2.3.1.4 Principe II.A (4) : Droit de participer et de voter aux assemblées générales des actionnaires

64. L'évaluation de ce principe doit tenir compte de celle du principe II C.2.

Pratiques probables à examiner

65. Certaines juridictions autorisent l'émission de catégories d'actions dont les détenteurs n'ont pas le droit de participer et de voter aux assemblées générales des actionnaires et qui limitent la participation aux assemblées extraordinaires. L'existence de ces actions ne signifie pas nécessairement que le principe n'est pas appliqué, puisque les Principes prévoient différentes catégories d'actions et ne préconisent rien quant à des droits spécifiques. Cependant, lorsque cette catégorie d'actions est très répandue et que les actions assorties de droits de vote sont très limitées, l'examineur pourrait mentionner que cela constitue un problème de fond puisque cette structure est susceptible de favoriser le développement insuffisant des normes de gouvernement d'entreprise et d'être étroitement associée à la non-application d'autres principes.

66. L'examineur doit s'intéresser davantage aux cas où la participation et le vote des actionnaires sont entravés par des règles de procédure et des statuts à caractère abusif comme l'enregistrement préalable des actionnaires qui voteront et les règles relatives au blocage des actions. L'examineur doit consulter les investisseurs, les autorités boursières, la bourse des valeurs, etc. au sujet de ces pratiques. Lorsqu'une minorité significative d'entreprises y a recours, parmi lesquelles de très grandes entreprises de premier plan, l'examineur doit conclure que le principe n'est appliqué que partiellement en raison d'une carence du régime juridique et/ou de mise en œuvre.

67. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Les procédures internes et/ou les moyens juridiques dont dispose une entreprise ne doivent pas lui permettre d'empêcher des actionnaires habilités de participer et de voter à une assemblée générale des actionnaires. Il existe des mesures de réparation efficaces pour les actionnaires dont les droits n'ont pas été respectés.

2.3.1.5 Principe II.A (5) : Droit d'élire et de révoquer les administrateurs

68. L'évaluation de ce principe doit tenir compte de celle du principe II C.3.

Pratiques probables à examiner

69. Certaines juridictions autorisent l'émission de catégories d'actions dont les détenteurs n'ont pas le droit d'élire ou de révoquer les administrateurs et qui limitent la participation aux assemblées extraordinaires. L'existence de ces actions ne signifie pas nécessairement que le principe n'est pas appliqué, puisque les Principes prévoient différentes catégories d'actions et ne préconisent pas qu'elles soient assorties de droits particuliers. Cependant, lorsque ce type d'actions est très répandu, l'examineur doit mentionner que cela constitue un problème de fond susceptible de favoriser le développement insuffisant des normes de gouvernement d'entreprise et d'être étroitement associé à la non-application d'autres principes.

70. L'examineur doit s'intéresser davantage aux cas où le recours à des procédures conçues pour restreindre les droits légitimes des actionnaires est généralisé. Il doit consulter les investisseurs, les autorités boursières, la bourse des valeurs, etc. au sujet de ces pratiques. Lorsqu'une minorité significative d'entreprises y a recours, parmi lesquelles de très grandes entreprises de premier plan, l'examineur doit conclure que le principe n'est appliqué que partiellement en raison d'une carence du régime juridique et/ou de mise en œuvre.

71. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Les procédures internes et/ou les moyens juridiques dont dispose une entreprise ne doivent pas lui permettre d'empêcher des actionnaires habilités d'élire et de révoquer des administrateurs. Il existe des mesures de réparation efficaces pour les actionnaires dont les droits n'ont pas été respectés.

2.3.1.6 Principe II.A (6) : Droit d'être associé au partage des bénéfices de la société

Pratiques probables à examiner

72. Les différentes catégories d'actions ne confèrent pas un droit égal aux bénéficiaires. De nombreuses juridictions autorisent l'émission d'une catégorie d'actions (des actions privilégiées, par exemple) assorties d'un droit à percevoir un dividende prioritaire fixe. La simple existence de ces actions ne doit pas conduire l'examineur à conclure que le principe n'est pas appliqué ou ne l'est que partiellement. En revanche, l'examineur doit s'intéresser aux cas où des dividendes ont été payés à certains actionnaires de manière plus ou moins ponctuelle ainsi qu'aux procédures ou aux carences de mise en œuvre qui ont favorisé ce genre de comportement.

73. Le droit des sociétés est très fluctuant en ce qui concerne les personnes décidant des distributions de bénéfices et les Principes adoptent un point de vue neutre à cet égard. Pour couvrir toute éventualité, il est utile d'appliquer un critère général, donnant priorité à une absence de restrictions effectives et à un processus transparent.

74. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Les bénéficiaires issus d'une même catégorie d'actions sont répartis entre les actionnaires qui les détiennent de manière égale et conforme aux droits attachés à ces actions. Il existe des moyens de réparation efficaces pour les actionnaires dont les droits n'ont pas été respectés.
2. Il existe un régime juridique transparent et applicable définissant la façon de prendre les décisions relatives à la distribution des bénéfices.

2.3.2 Principe II.B

75. Les Principes stipulent que les actionnaires doivent avoir le droit d'être suffisamment informés et de participer aux décisions concernant des changements fondamentaux pour la société, notamment pour : 1) toute modification des statuts de la société ou de tout autre document analogue régissant la société ; 2) toute autorisation d'émission de nouvelles actions ; 3) toute opération à caractère exceptionnel, notamment le transfert de tous ou quasiment tous les actifs se traduisant dans les faits par la cession de la société.

76. Ce principe traite des questions les plus élémentaires concernant une entreprise. Cependant, le droit et les pratiques des sociétés diffèrent fortement d'un pays à l'autre : certaines juridictions accordent pleinement aux actionnaires le droit de proposer des résolutions et de modifier les documents régissant la société ; d'autres ne les autorisent qu'à voter pour ou contre une proposition émanant du conseil d'administration ; dans d'autres encore, ce droit relève des statuts de l'entreprise. Dans certaines juridictions, les conseils d'administration peuvent décider seuls des modifications éventuelles. Il est courant, dans certaines juridictions, que les conseils d'administration se voient déléguer le pouvoir d'augmenter fortement le nombre d'actions en circulation (souvent dans le cadre de mécanismes de défense anti-OPA) tandis que dans d'autres des droits de préemption importants et l'approbation obligatoire des actionnaires ont pour effet de limiter le pouvoir dévolu au conseil.

77. Pour pouvoir évaluer si ces sous-principes sont appliqués, il importe de garder à l'esprit que ce principe exige la « participation » des actionnaires et que ceux-ci doivent être suffisamment informés des décisions fondamentales. Lorsque les actionnaires peuvent uniquement voter pour ou contre une recommandation du conseil d'administration, le principe doit être alors considéré comme appliqué. Il en va de même pour ces deux sous-principes. Lorsqu'ils ne peuvent pas du tout voter, on doit conclure que le principe n'est appliqué. La seconde préoccupation formulée, voulant que les actionnaires soient suffisamment informés, s'appuie sur deux aspects fondamentaux des Principes : les actionnaires doivent être informés lorsqu'ils prennent des décisions et ils doivent disposer en outre d'informations *ex ante* complètes sur les aspects de nature à limiter leurs droits qui se répercutent normalement sur le prix de l'action. Les surprises et la possibilité de prendre des mesures ponctuelles constituent l'une des préoccupations premières des Principes. Les mécanismes efficaces permettant de contester les décisions des entreprises pourraient entre autres comprendre des possibilités de recours juridique et administratif, et, dans certaines juridictions, des procédures d'arbitrage sont utilisées comme une mesure complémentaire. Les réparations effectives pourraient entre autres comprendre l'injonction ou l'obligation faite à l'entreprise d'effectuer des opérations ou l'annulation de telles opérations, des amendes ou des sanctions, des dommages et intérêts ou des ordonnances de restitution ou des droits exécutoires à ce que les actions soient acquises à leur juste valeur sans que l'opération réalisée par l'entreprise et qui a fait l'objet de la plainte des actionnaires ne prenne corps.

2.3.2.1 Principe II.B (1) : « Toute modification des statuts de la société ou de tout autre document analogue. ».

Critères essentiels

1. Le régime juridique confère le pouvoir exclusif à l'assemblée générale des actionnaires ou exige que le conseil d'administration sollicite l'approbation des actionnaires pour modifier les documents fondamentaux régissant la société. Les règles de procédures adoptées par les entreprises n'empêchent pas l'exercice de ces droits et des informations significatives doivent être communiquées suffisamment longtemps avant les assemblées pour permettre des décisions réfléchies.

2. Les actionnaires peuvent contester les initiatives concernant des modifications fondamentales au sein de la société si : (a) l'initiative nécessite l'autorisation des actionnaires et si cette autorisation n'a pas été obtenue ou si les actionnaires se sont vu indûment dénier la possibilité de prendre part à la décision ou encore si (b) les actionnaires n'ont pas obtenu en temps opportun des informations suffisantes sur l'initiative proposée. Il existe des mécanismes efficaces permettant aux actionnaires de contester ces initiatives ainsi que des réparations efficaces.

2.3.2.2 Principe II.B (2) : « Toute autorisation d'émission de nouvelles actions » ;

Critères essentiels

1. Le régime de gouvernement d'entreprise donne un pouvoir exclusif à l'assemblée générale des actionnaires (la délégation de ce pouvoir au conseil d'administration pour une période limitée peut être autorisée) ou exige que le conseil d'administration sollicite l'approbation des actionnaires pour toute modification du capital autorisé de la société. Les règles de procédure adoptées par les sociétés ne doivent pas empêcher l'exercice de ces droits et des informations complètes doivent être communiquées suffisamment longtemps avant les assemblées pour permettre des décisions réfléchies. Il existe des mesures de réparation effective lorsque ces procédures ne sont pas observées.

2.3.2.3 Principe II.B (3) : « Toute opération à caractère exceptionnel, notamment le transfert de tous ou quasiment tous les actifs se traduisant dans les faits par la cession de la société ».

Critères essentiels

1. Le régime de gouvernement d'entreprise donne un pouvoir exclusif à l'assemblée générale des actionnaires ou exige que le conseil d'administration sollicite l'approbation des actionnaires pour toute opération à caractère exceptionnel, notamment le transfert de tous ou quasiment tous les actifs, se traduisant dans les faits par la cession de la société. Des informations significatives sur l'opération proposée doivent être communiquées suffisamment longtemps avant les assemblées pour permettre des décisions réfléchies. Il existe des mesures de réparation effective lorsque ces procédures ne sont pas observées.

2.3.3 Principe II.C

78. Selon le Principe II.C, « les actionnaires doivent avoir la possibilité de participer effectivement et de voter aux assemblées générales des actionnaires et d'être informés du règlement de ces assemblées, notamment des procédures de vote ».

Pratiques probables à examiner

79. Dans la pratique, de nombreuses procédures peuvent être utilisées pour réduire l'efficacité de la participation des actionnaires, notamment lorsque des procédures sont ponctuellement manipulées et ne peuvent donc pas être prises en compte dans le prix de l'action par des investisseurs avisés. Les études réalisées par la Banque mondiale dans le cadre des RONC et par l'OCDE dans le cadre des Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise font état de nombreux cas de mécanismes ponctuellement mis en jeu pour étouffer le vote des actionnaires, comme la pratique du vote à main levée sans droit de demander un vote secret, la remise d'un nombre restreint de cartes d'admission aux déposataires, la communication différée des informations, ou le choix d'un lieu de réunion inaccessible – voire carrément secret - pour l'assemblée générale. Nombre de règles et de procédures ne s'inspirent qu'en partie de la loi et

de la réglementation. Elles sont souvent fortement influencées par le conseil d'administration au moyen des statuts de l'entreprise. L'examineur doit donc avoir une bonne connaissance des pratiques générales dans le pays et les prendre en compte pour pouvoir évaluer si le principe est appliqué.

2.3.3.1 Principe II.C.1 : « Les actionnaires doivent avoir accès en temps opportun à des informations suffisantes concernant la date, le lieu et l'ordre du jour des assemblées générales, ainsi qu'à des informations complètes sur les décisions devant être prises lors de l'assemblée générale ».

80. L'évaluation du principe II.C.1 doit tenir compte de celle du principe II.A.

Pratiques probables à examiner

81. Dans de nombreux pays, le droit ou la réglementation exige un délai de convocation minimum de cinq ou dix jours par exemple avant la date de l'assemblée générale. Rien n'interdit toutefois les entreprises d'allonger ce délai et de nombreux codes et principes fixent des délais de convocation plus longs que le minimum légal. Le délai approprié dépend en partie de la gravité des questions à trancher ainsi que de la nature de la structure de l'actionnariat. En ce qui concerne les questions appelées à faire l'objet de décisions, les recherches indiquent que la documentation transmise aux actionnaires n'est pas toujours complète, et que les actionnaires découvrent le jour de la réunion seulement l'importance de questions décrites succinctement. De nombreuses actions étant désormais détenues par une chaîne d'intermédiaires, il semble généralement admis qu'un délai plus long soit nécessaire pour que les actionnaires puissent à la fois prendre leurs décisions et les communiquer à l'entreprise par le biais de la chaîne d'intermédiaires. Néanmoins, il n'a pas de règle unique et il faudra également tenir compte de la disponibilité et de l'utilisation des moyens électroniques pour la remise de la documentation et pour le vote. De plus en plus, des entreprises cotées placent gratuitement sur leur site web la documentation relative aux assemblées d'actionnaires et/ou l'on trouve sur Internet un registre public gratuit de la documentation relative aux assemblées d'actionnaires des entreprises cotées. Il faut donc que les examinateurs soient extrêmement vigilants pour déceler les cas où les entreprises manipulent en fait les droits des actionnaires en ne leur accordant pas suffisamment de temps et d'informations pour leur permettre de se forger une opinion. Cela implique des discussions approfondies avec les investisseurs pour déterminer s'ils sont satisfaits ou non du comportement général des entreprises dans la juridiction.

82. Une autre pratique souvent observée et réduisant les droits de participation des actionnaires a trait à l'incertitude entourant la date de l'assemblée générale. Dans certaines juridictions qui spécifient les conditions de quorum pour les assemblées générales, une entreprise diffusera souvent une première convocation à l'assemblée générale dont elle modifiera la date dans un délai très court lorsqu'elle estime que le quorum ne sera pas atteint. Si légitime que puisse être cette pratique, elle peut également servir à dissuader certains actionnaires de participer à l'assemblée.

83. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise que les sociétés annoncent dans un délai suffisant l'assemblée des actionnaires et fournissent les informations nécessaires sur les décisions qui doivent être prises afin que les actionnaires puissent prendre des décisions éclairées. En règle générale, ce principe est observé dans la juridiction et les investisseurs sont satisfaits de l'avis de convocation et des informations fournies par la société. Il existe des mesures de réparation effective lorsque ces procédures ne sont pas observées.

2.3.3.2 Principe II.C.2 : « Les actionnaires doivent avoir la possibilité, dans des limites raisonnables, de poser des questions au conseil d'administration, y compris des questions relatives à la révision annuelle ».

des comptes effectuée par des auditeurs externes, de faire inscrire des points à l'ordre du jour des assemblées générales et de proposer des résolutions.

Pratiques probables à examiner

84. Des études ont démontré que les actionnaires se trouvent souvent empêchés de poser des questions par des techniques telles que la nécessité de notifier par écrit longtemps avant une assemblée d'actionnaires les points qu'ils souhaitent faire inscrire à l'ordre du jour ou encore l'application de seuils de participation individuelle ou collective exagérément élevés (par rapport à la taille moyenne des entreprises) pour être en droit de poser des questions. Le blocage des actions ou la date d'inscription au registre des actionnaires peuvent également être utilisés pour empêcher dans les faits les actionnaires de poser leurs questions. L'examineur devra déterminer si ces pratiques effectives sont en fin de compte équitables ou si elles servent à exonérer le conseil d'administration de ses responsabilités vis-à-vis de tous les actionnaires, l'une des obligations essentielles du chapitre III.

85. En ce qui concerne l'inscription de points à l'ordre du jour et la possibilité de proposer des résolutions, la situation est bien plus complexe et l'évaluation devra tenir compte des spécificités juridiques et structurelles de la juridiction. Dans certaines juridictions, les actionnaires peuvent contrôler les décisions du conseil d'administration lors d'une assemblée ordinaire ou extraordinaire des actionnaires. Dans d'autres juridictions, certaines décisions sont considérées comme relevant davantage du conseil d'administration que des actionnaires et cette dichotomie se reflète souvent dans les dispositions législatives. Les notes explicatives à ce principe précisent qu'« il est raisonnable, par exemple, d'exiger, pour que des résolutions proposées par des actionnaires soient inscrites à l'ordre du jour, qu'elles recueillent l'appui d'actionnaires détenant une certaine fraction, exprimée en valeur de marché ou en pourcentage, des actions ou droits de vote. Ce seuil doit être déterminé compte tenu du degré de concentration de l'actionnariat de manière à faire en sorte que les actionnaires minoritaires ne soient privés dans les faits de toute possibilité de faire inscrire un point à l'ordre du jour ». L'intention ayant présidé à ce principe est que ce seuil permette de couvrir un certain nombre d'actionnaires ayant décidé de coopérer entre eux, intention exprimée formellement et spécifiquement au principe II.G.

86. Le mode de nomination d'un auditeur externe est très variable, le conseil d'administration ou des comités du conseil d'administration (le plus souvent, maintenant, un comité indépendant) procédant à ces nominations dans certaines juridictions, les actionnaires dans d'autres. Dans certaines juridictions, il est possible de poser des questions directement aux auditeurs, notamment s'ils ont été nommés par l'assemblée générale annuelle des actionnaires. Le principe adopte généralement le point de vue selon lequel la responsabilité du conseil d'administration implique que les actionnaires doivent pouvoir poser des questions au conseil d'administration sur l'audit externe.

87. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise que les entreprises (a) facilitent l'exercice du droit des actionnaires à poser des questions au conseil d'administration et (b) permettent aux actionnaires de proposer des points à l'ordre du jour ou soumettent des propositions/des résolutions lors de l'assemblée des actionnaires sur des questions qu'il est approprié, selon la législation en vigueur, de soumettre à la décision des actionnaires. Il existe des voies de recours efficaces pour des motifs de procédures. Lorsque cette norme est volontaire, elle est largement suivie.
2. Les seuils de participation donnant à certains actionnaires ou à des groupes d'actionnaires le droit de poser des questions, de faire inscrire des points à l'ordre du jour et de soumettre des

propositions/des résolutions lors de l'assemblée des actionnaires sur des questions qu'il est approprié, selon la législation en vigueur, de soumettre à la décision des actionnaires, ne doivent pas être limitatifs et doivent prendre en compte le degré de concentration de l'actionnariat dans la juridiction.

2.3.3.3 Principe II.C.3 : « Il convient de faciliter la participation réelle des actionnaires aux grandes décisions relevant du gouvernement d'entreprise, notamment la nomination et l'élection des administrateurs. Les actionnaires doivent pouvoir faire entendre leur opinion sur la politique de rémunération des administrateurs et des principaux dirigeants. La composante en actions de la rémunération des administrateurs et des salariés doit être soumise à l'approbation des actionnaires ».

Pratiques probables à examiner

88. Pour interpréter ces deux principes, le sens des termes « élire » et « faciliter la participation réelle des actionnaires » est fondamental. Dans certaines juridictions, les actionnaires peuvent uniquement voter pour ou contre ou s'abstenir de voter pour ou contre la liste des candidats à l'élection des administrateurs et non pour ou contre des individus ou une liste d'individus. Les notes explicatives au principe II.C.3 précisent que « ... pour qu'il y ait un réel processus d'élection les actionnaires doivent pouvoir ... voter sur des candidatures individuelles ou pour différentes listes de candidats ». Une juridiction dans laquelle un grand nombre de sociétés ont recours à un tel système doit être considérée comme n'appliquant pas ce principe.

89. Le fait de faciliter la participation effective des actionnaires s'appuie sur plusieurs autres principes couvrant les procédures de vote et de comptage (II.C.4, III.A.3, III.A.4 et III.A.5 notamment). L'évaluation finale doit refléter un jugement global cohérent. Un facteur important de facilitation de la participation des actionnaires est l'accès aux documents qui sont diffusés dans le cadre du système de vote par procuration de la société. Dans certaines juridictions, cet accès est accordé aux actionnaires, bien que ce soit quelquefois dans des conditions destinées à prévenir les abus éventuels. Après avoir consulté les investisseurs, dépositaires, etc., il importe d'évaluer dans quelle mesure ces conditions sont restrictives dans la pratique. L'exclusion de la procédure de vote par procuration impose des charges très onéreuses à ceux qui contestent la responsabilité du conseil d'administration.

90. L'un des principaux problèmes est de savoir comment évaluer dans la pratique si la participation des actionnaires est bien réelle. L'un des indicateurs pourrait être de tenir compte du nombre d'administrateurs formellement déclarés comme indépendants ou nommés/élus par les actionnaires minoritaires. Un autre pourrait être d'examiner le nombre d'élections contestées au sein d'une juridiction, même si, lorsqu'une société juge qu'une nomination risque de ne pas être acceptable, elle peut tout simplement retirer, voire ne pas prendre en compte la candidature. Le jugement des investisseurs est en tout état de cause une source d'informations importante. Pour que la participation des actionnaires soit effective, il importe également que les actionnaires disposent d'informations sur les administrateurs désignés. Le principe VI.D.4 demande la communication de toutes les informations sur l'expérience et le parcours des candidats à un poste d'administrateur ainsi que sur le processus de désignation. Si la communication n'est pas satisfaisante, l'évaluation de ce principe doit également concorder avec celle du principe II.C.3.

91. Les procédures de nomination des candidats sont très variables et dans ce domaine, il existe un certain nombre d'équivalences fonctionnelles que l'examineur est susceptible de devoir prendre en compte. Dans certaines juridictions où l'actionnariat se caractérise par un grand nombre de participations importantes, des discussions officielles ou non peuvent avoir lieu entre le président du conseil d'administration et les principaux actionnaires pour établir une liste. Dans d'autres pays où l'actionnariat est concentré et les actionnaires sont puissants, plusieurs sièges peuvent être réservés aux actionnaires minoritaires. Dans d'autres juridictions, notamment celles dans lesquelles la direction ou le conseil d'administration lui-même contrôle traditionnellement les nominations au conseil d'administration, l'attribution d'un rôle central, dans

le cadre du processus de nomination, aux administrateurs indépendants, constituant souvent la majorité du comité de nomination, passe de plus en plus pour une bonne pratique.

92. Bien que les contrats des administrateurs et des dirigeants ne constituent habituellement pas un sujet propre à être soumis à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires, le principe préconise qu'il existe un moyen permettant à ces derniers d'exprimer leur point de vue. Dans certains pays, toutefois, la rémunération des membres du conseil d'administration (habituellement exprimée sous forme agrégée) est approuvée lors de l'assemblée générale des actionnaires. Un vote consultatif ou une quelque autre méthode pourraient être des moyens permettant aux actionnaires d'exprimer leur point de vue. Dans de nombreuses juridictions, le principe (en particulier en ce qui concerne les dirigeants) n'est sans doute pas encore appliqué. Tel n'est pas le cas des mécanismes d'incitation fondés sur une rémunération au moyen d'actions, en particulier dans les juridictions où il existe des droits de préemption importants. Le principe plaide en faveur du fait que les mécanismes de rémunération au moyen d'actions soient approuvés soit au niveau individuel, soit au niveau du mécanisme dans son ensemble. Leur approbation ne devrait pas être englobée dans le cadre d'une éventuelle augmentation du capital, pratique qui devrait porter à conclure que le principe n'est pas appliqué ou qu'il ne l'est que partiellement. Dans un nombre croissant de juridictions, toute modification significative de la rémunération en vigueur doit également être approuvée et lorsque tel est le cas, le principe doit être considéré comme pleinement appliqué.

93. De telles pratiques et l'intention de facilitation ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise que les sociétés facilitent la participation réelle des actionnaires à la nomination et à l'élection des administrateurs. La pratique de la facilitation de la participation est répandue, notamment sous forme de procédures formelles à cet effet prévues dans les statuts de l'entreprise. Lorsque la participation effective constitue une condition d'admission à la cotation, son application est du ressort de l'autorité de tutelle.
2. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise que les sociétés donnent aux actionnaires l'occasion de faire entendre leur opinion, lors de l'assemblée générale des actionnaires ou par tout dispositif équivalent, sur la politique de rémunération des administrateurs et des principaux dirigeants. Il existe des dispositions permettant aux actionnaires d'approuver expressément les mécanismes de rémunération au moyen d'actions et ce pouvoir n'est pas délégué au conseil d'administration.

2.3.3.4 Principe II.C.4 : « Les actionnaires doivent pouvoir exercer leur droit de vote personnellement ou in absentia, et les votes ainsi exprimés doivent avoir la même valeur.

Pratiques probables à examiner

94. En ce qui concerne le vote *in absentia*, il est important que les investisseurs puissent recourir à un vote par procuration, assorti des consignes. Le régime de gouvernement d'entreprise doit garantir que les droits de vote exercés par procuration le sont conformément aux consignes/indications du mandant et que les informations relatives à l'usage qui sera fait des procurations sans consigne de vote sont rendues publiques. Ce dernier point est crucial. Dans certaines juridictions, seules les procurations sans consigne de vote peuvent être transmises à la société. Dans ce cas, il faut conclure que le principe n'est pas appliqué. Ce n'est que lorsque les actionnaires peuvent voter par procuration pour ou contre une résolution que ce principe peut être considéré comme pleinement appliqué. Lorsque c'est le conseil d'administration ou la direction qui détient les procurations pour des fonds de pension d'entreprise et dans le cadre de plans d'actionnariat des salariés, les enregistrements des votes doivent être conservés et mis au besoin à la

disposition des administrateurs de ces plans ou des régulateurs concernés pour assurer que tous les votes exprimés aient la même valeur.

95. Certains systèmes de vote par procuration se fondent sur la notion de mandat tout en autorisant les actionnaires à voter *in absentia*. Le droit de vote *in absentia* peut également être exercé par le biais d'un représentant autorisé, ce qui est assez courant dans de nombreuses juridictions. Une solution de substitution au vote par procuration est tout simplement le vote par correspondance ou le vote électronique. Ce sont des cas d'équivalence fonctionnelle, qui ne contreviennent pas à l'application de ce principe tant que les votes ainsi exprimés ont la même valeur. Dans la pratique, certains mécanismes peuvent s'avérer lourds et coûteux, cette question étant traitée dans le principe III.A.5.

96. Dans nombre de juridictions, les mécanismes de vote ne sont définis qu'en termes généraux par le droit des sociétés et la réglementation boursière et relèvent dans une large mesure des statuts, des règlements intérieurs et des pratiques des entreprises. Pour évaluer si le principe est appliqué, l'examineur peut s'appuyer sur les nombreuses enquêtes qu'effectuent actuellement des fondés de pouvoir et des groupes d'investisseurs sur les pratiques réelles des entreprises.

97. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise permet aux actionnaires d'exercer leurs droits de vote *in absentia* (y compris par correspondance et par d'autres moyens) et de voter pour ou contre une résolution, en leur garantissant exactement les mêmes possibilités que celles dont bénéficient les actionnaires physiquement présents. Les actionnaires disposent de recours efficaces contre les sociétés qui ne fournissent pas les possibilités établies par la législation. L'adoption de l'une ou plusieurs des possibilités fonctionnellement équivalentes par les entreprises est générale.

2.3.4 Principe II.D :

98. Le Principe stipule qu'*il convient de rendre publics les structures du capital et les dispositifs qui permettent à certains actionnaires d'exercer sur une société un contrôle disproportionné par rapport au montant de leur participation.*

99. L'évaluation du principe II.D doit tenir compte de l'examen du principe V.A.3 (La diffusion de ces informations doit porter, de façon non exclusive, sur ... les principales participations au capital et les droits de vote.)

Pratiques probables à examiner

100. Les Principes ne prennent pas position en ce qui concerne la règle « une voix par action », mais s'en remettent plutôt à la diffusion d'informations pour que les actionnaires soient au courant de l'identité des actionnaires de contrôle et du rôle des détenteurs d'actions privilégiées. Dans de nombreuses juridictions et dans de nombreuses entreprises, un actionnaire ou un groupe d'actionnaires exerce un contrôle disproportionné par rapport au montant de leur participation. L'examineur devra analyser les mécanismes comme les droits de vote multiples, les plafonds de participation et l'investissement dans des actions permettant d'élire la majorité des membres du conseil d'administration. L'examineur devra cependant définir précisément la catégorie des instruments de contrôle et s'assurer qu'ils n'enfreignent pas les conditions de transparence en tirant parti de lacunes dans la réglementation.

101. Des pactes d'actionnaires peuvent permettre d'exercer un contrôle disproportionné par rapport au montant de la participation. Ils permettent à des groupes d'actionnaires d'agir de concert afin de constituer une majorité effective, ou à tout le moins le bloc d'actionnaires le plus important. Dans certaines juridictions, il est nécessaire de rendre au moins publiques (pour qu'elles ne soient pas dépourvues de toute valeur juridique) les clauses de ces accords relevant du gouvernement d'entreprise et leur durée est limitée par la réglementation. S'il n'existe pas d'obligation effective (autrement dit applicable et appliquée) de rendre publiques les clauses de ces accords relevant du gouvernement d'entreprise, le principe doit être considéré comme non appliqué. Les pactes d'actionnaires doivent être rendus publics par la société, dès lors qu'elle prend connaissance de leur existence, ou par les actionnaires. Doivent également être rendus publics les accords informels, même si dans ce cas l'application peut se révéler malaisée. Les pactes d'actionnaires ne doivent pas être confondus avec le droit des actionnaires à se consulter entre eux, pour autant qu'ils n'exercent pas de contrôle sur la société ou ne cherchent pas à le faire. (voir principe II.G.).

102. Il convient de signaler un cas où le degré de contrôle est souvent disproportionné par rapport à la participation, à savoir celui des groupes d'entreprises, et en particulier ceux qui sont organisés selon une structure pyramidale. D'après les recherches, le contrôle est particulièrement opaque dans ces groupes, en partie parce que des entreprises privées sur lesquelles on ne dispose guère d'informations sont intégrées dans la pyramide. De nombreuses juridictions peuvent par conséquent être considérées comme n'appliquant pas cet aspect du principe, ou comme ne l'appliquant que partiellement. Les participations croisées entre entreprises sont également répandues mais (afin de protéger la notion de capital d'entreprise) sont souvent limitées par la loi à un pourcentage maximum fixe du capital (souvent établi à 10 %). La transparence est souvent médiocre dans ce domaine, bien que les analystes et les investisseurs renseignés puissent souvent obtenir l'information essentielle en s'adressant, entre autres, au greffe d'un tribunal de commerce. L'examineur doit également tenir compte de la note explicative au Principe V.A.3, selon laquelle les actionnaires ont le droit d'être informés sur la structure d'un groupe d'entreprises et sur les relations entre les sociétés appartenant au groupe.

103. Le fait de rendre publiques les structures du capital est tellement crucial que le critère ne peut comprendre de condition de diffusion facultative. Les informations sur les groupes d'entreprises et la question complexe des pactes d'actionnaires sont plutôt examinées en fonction de la formulation plus générale adoptée pour les autres critères, selon laquelle le régime exige ou encourage le fait que les informations sur les entreprises soient rendues publiques. Les obligations d'information peuvent souvent être contournées par la fragmentation de l'information entre plusieurs documents différents tels que les statuts de la société, et les prospectus. Ils peuvent être difficiles d'accès et servir à éviter de rendre publique des informations : les actionnaires ne peuvent jamais être sûrs d'avoir une vision globale. L'examineur ne doit pas considérer que le principe est complètement mis en œuvre sauf si les sociétés divulguent généralement l'information requise au moins annuellement de façon exhaustive, facile d'accès et dans un format facile à utiliser de façon à ce que les personnes intéressées puissent obtenir une image claire des structures du capital concernées. Les obligations d'information doivent également s'appliquer lors de changements significatifs concernant les dispositifs.

104. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise exige le fait que les actionnaires soient régulièrement informés de toutes les structures de capital qui permettent à certains actionnaires d'exercer sur une société un contrôle disproportionné par rapport à leurs droits de participation financière. Celles-ci incluent notamment le plafonnement des droits de vote, les droits de vote multiples, les actions préférentielles, dites « golden shares », les structures pyramidales et toutes les participations croisées associées. Il existe des mécanismes efficaces permettant de faire respecter cette obligation.

2. Le régime de gouvernement d'entreprise exige ou encourage le fait de rendre publiques la structure des groupes d'entreprises et la nature des relations significatives entre les sociétés appartenant au groupe. Il existe des mécanismes efficaces permettant de faire respecter cette obligation et cette norme est généralement appliquée.
3. Le régime de gouvernement d'entreprise exige ou encourage le fait de rendre publics les pactes d'actionnaires, que ce soit par l'entreprise ou les actionnaires concernés, couvrant notamment les verrouillages de capital, le choix du président du conseil d'administration et des administrateurs, le blocage des votes et les droits préférentiels de souscription. Il existe des mécanismes efficaces permettant de faire respecter cette obligation et cette norme est généralement appliquée.
4. Le régime de gouvernement d'entreprise exige ou encourage le fait que l'information rendue publique soit facile à consulter et à utiliser, pour que les personnes intéressées puissent se faire une idée précise des structures du capital et de certains dispositifs. L'information est rapidement mise à jour en cas de modification. Il existe des mécanismes efficaces permettant de faire respecter cette obligation et cette norme est généralement appliquée.

2.3.5 Principe II.E

105. Selon le Principe II.E, « *les marchés du contrôle des sociétés doivent pouvoir fonctionner de manière efficace et transparente. 1. Il convient de définir clairement et de rendre publiques les règles et procédures relatives à l'acquisition sur les marchés financiers d'une participation de contrôle dans une société, ainsi qu'aux opérations à caractère exceptionnel comme les fusions et les cessions de fractions importantes des actifs d'une société, de sorte que les investisseurs aient connaissance de leurs droits et de leurs possibilités de recours. Les transactions doivent s'effectuer à des prix transparents et dans des conditions équitables qui protègent les droits de tous les actionnaires, en fonction de la catégorie à laquelle ils appartiennent. 2. Les dispositifs anti-OPA ne doivent pas servir à exonérer la direction et le conseil d'administration de leurs responsabilités* ».

106. Le Principe II.E vise à assurer une allocation efficace des ressources selon des procédures définies pour garantir que d'autres aspects des Principes ayant trait aux droits des actionnaires sont préservés. Un marché efficace du contrôle des sociétés permet à ceux qui peuvent utiliser au mieux les ressources de l'entreprise d'en acquérir le contrôle. Les marchés financiers contribuent donc au changement structurel. Cependant, ces transactions peuvent remettre en question l'égalité de traitement des actionnaires et notamment des actionnaires minoritaires, ce qui est un aspect important des Principes. Ce Principe concerne également le pouvoir de contrôle exercé par des personnes initiées (inamovibilité des dirigeants), qui soulève un certain nombre de problèmes de gouvernement d'entreprise (par exemple, l'augmentation des coûts d'agence).

107. Lorsqu'il définit le contexte d'une évaluation, l'examineur doit d'abord s'intéresser à l'histoire récente du marché du contrôle des sociétés. Dans de nombreuses juridictions, les OPA inamicales sont rares mais les fusions, les OPA amicales et les cessions de blocs de contrôle sont plus courantes. Les différences de structures de l'actionnariat sont en partie la cause de cette inégalité, de sorte que la sous-activité apparente des OPA se dégageant de la comparaison ne devrait pas être interprétée comme étant de prime abord le signe que le principe n'est pas appliqué.

2.3.5.1 Principe II.E.1. « Il convient de définir clairement et de rendre publiques les règles et procédures relatives à l'acquisition sur les marchés financiers d'une participation de contrôle dans une société, ainsi qu'aux opérations à caractère exceptionnel comme les fusions et les cessions de fractions importantes des actifs d'une société, de sorte que les investisseurs aient connaissance de leurs droits et de leurs possibilités

de recours. Les transactions doivent s'effectuer à des prix transparents et dans des conditions équitables qui protègent les droits de tous les actionnaires, en fonction de la catégorie à laquelle ils appartiennent. ».

Pratiques probables à examiner

108. Les règles et procédures relatives à l'acquisition d'une participation de contrôle dans une société (notamment le transfert du contrôle par le biais de cessions de fractions importantes des actifs d'une société) peuvent varier considérablement d'une société à l'autre au sein d'une juridiction selon les statuts de l'entreprise, la structure de son actionariat et les règles relatives à la cotation. Certaines juridictions disposent de codes et de lois relatifs aux OPA précisant les procédures de manière assez détaillée, notamment la création de participations initiales destinées à appuyer une OPA. Ces codes et lois comportent habituellement des dispositions visant à protéger les actionnaires minoritaires en exigeant que les auteurs d'une offre d'achat fassent une offre en vue d'acquérir des actions à un prix donné. Il existe également des seuils à partir desquels les actionnaires minoritaires peuvent demander que les actionnaires majoritaires rachètent leurs actions ou encore un seuil à partir duquel les actionnaires minoritaires doivent se soumettre à des procédures de rachat obligatoire. Ce principe n'établit pas de norme absolue en ce qui concerne la nature des règles et procédures mais l'examineur doit constater que les accords sont clairement formulés, diffusés et mis en œuvre, de manière que les droits puissent être incorporés dans le prix des différentes catégories d'actions. L'examineur doit donc s'intéresser de près aux opérations ponctuelles ou inattendues des actionnaires de contrôle et des conseils d'administration qui, du fait de l'impossibilité de les prévoir, sont menées au détriment des autres actionnaires.

109. Dans de nombreuses juridictions, et en particulier celles où les droits de contrôle sont concentrés, les OPA inamicales sont rares, mais les transferts s'effectuent néanmoins dans le cadre d'opérations de gré à gré. On peut craindre que les actionnaires de contrôle n'agissent pour servir leurs propres intérêts au détriment des autres actionnaires, contrevenant ainsi au principe selon lequel tous les actionnaires à l'intérieur d'une même classe doivent être traités sur un pied d'égalité. Ces activités peuvent inclure les transactions avec des parties liées comme dans le cas où les actifs sont cédés à une autre société contrôlée par le même actionnaire. Ce principe plaide donc en faveur d'une transparence des prix et des conditions en vigueur afin de protéger les actionnaires minoritaires et l'examineur devra en analyser l'application dans la pratique. Dans certaines juridictions, l'accent est mis sur le rôle des administrateurs indépendants chargés d'évaluer si la transaction est équitable. Des mécanismes de réparation sont parfois prévus pour les actionnaires mais l'expérience a souvent démontré que le processus d'enquête peut être restrictif. Un cas particulier concerne les privatisations, lorsque le gouvernement décide d'une introduction sur le marché et dans un second temps vend le bloc de contrôle restant à un groupe d'investisseurs. La loi de privatisation va souvent, dans ces cas, primer sur les règles habituelles relatives aux prises de contrôle comme dans le cas des offres de rachat obligatoires. Pour que le principe soit complètement appliqué, l'examineur devra vérifier que prospectus relatif à l'introduction en bourse a précisé clairement aux actionnaires qu'ils ne bénéficieront pas d'une prime de contrôle.

110. Le retrait de la cote d'une entreprise est un autre cas particulier du marché du contrôle des sociétés et peut être particulièrement préjudiciable à certains actionnaires et parties prenantes comme les créanciers. Les lois et règlements relatifs au retrait de la cote varient considérablement : dans certains pays, c'est une décision qui doit être prise par une majorité qualifiée des actionnaires, et dans d'autres, c'est au conseil d'administration de prendre la décision. Les autorités de marché peuvent également imposer des conditions telles que préciser un nombre maximum d'actionnaires pour qu'un retrait de la cote soit approuvé par l'autorité compétente. Il est essentiel que le régime de gouvernement d'entreprise comporte des dispositions visant à protéger les actionnaires minoritaires et à assurer que les transactions se font à des prix transparents et dans des conditions équitables.. L'examineur doit se pencher sur les dispositions relatives aux offres de rachat et aux rachats obligatoires ainsi que sur toute obligation du conseil

d'administration d'obtenir une opinion indépendante sur la valorisation. Il doit également s'assurer que l'évaluation concorde avec à la fois celle du principe III.A2 et du principe VI.B.

111. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Pour empêcher les acquisitions permettant un contrôle rampant des sociétés, les actionnaires et le régulateur doivent être informés en temps opportun de l'acquisition d'une fraction importante du capital, se présentant souvent sous forme de seuils de participation, et cette règle est effectivement mise en œuvre par l'autorité d'admission à la cotation, l'instance de surveillance des marchés financiers ou par les voies de recours judiciaires simples et rapides dont disposent les actionnaires.
2. Le régime de gouvernement d'entreprise couvrant le marché du contrôle des sociétés (de même que les procédures à suivre en cas de radiation de la cote) est bien articulé et veille à ce que les actionnaires à l'intérieur d'une même classe soient traités sur un pied d'égalité avec les actionnaires de contrôle/les actionnaires majoritaires en ce qui concerne le prix de leurs actions. Des sanctions (par les autorités ou à la suite de recours privés, individuels ou collectifs, peu onéreux) et des mécanismes de réparation efficace doivent être appliqués. Lorsque les accords dépendent de dispositions particulières dans les statuts de l'entreprise, la norme est largement appliquée.
3. Pour soutenir la transparence des prix et des conditions équitables au sein du marché du contrôle des sociétés, le régime de gouvernement d'entreprise exige que l'organisation et le financement de la transaction soient clairement connus des actionnaires de l'entreprise faisant l'offre s'il s'agit d'une société cotée ainsi que des actionnaires de la société visée. Les actionnaires disposent du délai et des informations nécessaires pour prendre une décision éclairée.

2.3.5.1 Principe II.E.2 .2. Les dispositifs anti-OPA ne doivent pas servir à exonérer la direction et le conseil d'administration de leurs responsabilités.

112. La note explicative à ce principe précise que lors de l'utilisation de dispositifs anti-OPA ou du traitement de propositions de rachat, le conseil d'administration doit donner la priorité la plus absolue à ses obligations fiduciaires vis-à-vis des actionnaires et de la société. Ce principe est donc étroitement lié au principe VI.A précisant les responsabilités fiduciaires du conseil d'administration.

Pratiques probables à examiner

113. Ce principe revêt une importance particulière dans les juridictions et les entreprises où les actionnaires sont dispersés de sorte que le marché du contrôle des sociétés peut être potentiellement restreint par un certain nombre d'obstacles empêchant un investisseur donné de prendre le contrôle. La difficulté à laquelle est confronté l'examineur consiste à en évaluer l'impact en dernier ressort, car il peut arriver qu'une bonne partie de ces dispositifs ne soient jamais utilisés en tant que tels, pour exonérer la direction et le conseil d'administration de leur responsabilité, soit parce qu'ils sont proscrits par les statuts de l'entreprise, soit parce que la société s'est déjà engagée au préalable à ne pas y recourir pour cet usage. Certains dispositifs peuvent être utiles lors des négociations sur le prix de l'OPA, et donner à la société visée et à ses actionnaires l'avantage dans les négociations, mais d'autres pourraient tout simplement être utilisés pour protéger les dirigeants et le conseil d'administration et les rendre inamovibles. Il n'est par conséquent pas possible de former un jugement à partir des types d'instruments qui pourraient être utilisés. Des preuves plus directes de l'enracinement des dirigeants et du conseil d'administration pourraient

également être considérées telles qu'un lien entre le renouvellement des directeurs généraux et des conseils d'administration et la performance de la société, ainsi que les opinions des acteurs du marché, bien que de telles informations doivent être interprétées dans leur contexte.

114. Dans certains cas, il existe également des règles de neutralisation des restrictions une fois que l'acquéreur éventuel atteint un certain montant de participation lui permettant de déroger aux mesures anti-OPA et dans un certain nombre de pays, il existe des codes et des lois anti-OPA, des règles de marché, etc., permettant de réguler le recours à différents obstacles. Toute évaluation devra donc dans, un premier temps, s'efforcer de déterminer quelle est la situation réelle ou potentielle du marché du contrôle des sociétés au sein de la juridiction, puis, dans un second temps, le rôle des obstacles existants. Il faudra donc aussi tenir compte du fait qu'au sein d'une même juridiction, les objectifs poursuivis par les entreprises et l'utilisation qu'elles font de ces obstacles varient souvent fortement d'une entreprise à l'autre.

115. Le degré d'application d'autres principes devra être pris en compte pour cette évaluation. De toute évidence, plus les pouvoirs directs des actionnaires, tels que ceux prévus aux Principes II.B et II.C, sont importants, plus il est probable que des restrictions soient utilisées comme instruments de négociation plutôt que comme des obstacles au fonctionnement du marché du contrôle des sociétés. De même, plus fortes sont les obligations fiduciaires du conseil d'administration, en vertu du principe VI.A, et l'aptitude du conseil d'administration à porter un jugement objectif et indépendant sur la conduite des affaires de la société, en vertu du principe VI.E, plus il est probable qu'un marché du contrôle des sociétés existe et que des obstacles (n'ayant d'obstacles que le nom) soient utilisés comme instruments de négociation. Si le conseil d'administration peut agir sans égard pour les intérêts des actionnaires, ou si les obligations vis-à-vis de la société sont très largement et fréquemment invoquées pour rejeter les offres, l'évaluation doit conclure que la juridiction n'a pas appliqué ce principe. Dans de nombreux cas, il peut être nécessaire de revoir l'évaluation des autres principes énoncés dans le présent chapitre afin d'assurer la cohérence des jugements portés.

116. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. La notion d'obligation de loyauté à laquelle les administrateurs et les dirigeants sont tenus vis-à-vis de la société et des actionnaires doit être clairement définie, ce qui implique que, dans la jurisprudence de la juridiction, les propositions d'OPA reçues par la société soient également prises en compte. Des sanctions (par les autorités ou à la suite de recours privés individuels ou collectifs, peu onéreux) et des mécanismes de réparation efficaces doivent être appliqués.
2. Les acteurs du marché jugent que les dirigeants et conseils d'administration sont généralement sujets à suffisamment de pressions du marché leur permettant, *de facto* ainsi que *de jure*, d'être responsables de leur gestion des sociétés.

2.3.6 Principe II.F.

117. Selon le Principe II.F, *il convient de faciliter l'exercice par l'ensemble des actionnaires, y compris par les investisseurs institutionnels, de leurs droits en tant que détenteurs du capital. 1. Les investisseurs institutionnels agissant à titre fiduciaire doivent rendre publique leur politique en matière de gouvernement d'entreprise et de vote qu'ils appliquent aux sociétés dans lesquelles ils investissent, y compris les procédures qu'ils ont mises en place pour statuer sur l'utilisation de leurs droits de vote ; 2. Les investisseurs institutionnels agissant à titre fiduciaire doivent diffuser des informations sur la manière*

dont ils gèrent les conflits d'intérêts significatifs pouvant avoir une incidence sur l'exercice de leurs principaux droits en tant que détenteurs du capital des sociétés dans lesquelles ils investissent.

118. Ce principe vise principalement, mais pas uniquement, une catégorie d'investisseurs institutionnels qui investissent dans le capital de sociétés du compte de leurs clients. Dans certaines juridictions, de telles institutions peuvent ne pas exister. Dans d'autres, la législation et la réglementation, voire les jugements rendus par les tribunaux dans les pays de *common law*, peuvent ne pas être adaptés pour évaluer si l'exercice des droits de vote participe de la gestion de fonds fiduciaires (obligations fiduciaires).

2.3.6.1 Principe II.F(1) : Les investisseurs institutionnels agissant à titre fiduciaire doivent rendre publique leur politique en matière de gouvernement d'entreprise et de vote qu'ils appliquent aux sociétés dans lesquelles ils investissent, y compris les procédures qu'ils ont mises en place pour statuer sur l'utilisation de leurs droits de vote.

Pratiques probables à examiner

119. Comme l'ont démontré des études, l'un des facteurs réduisant l'aptitude des investisseurs institutionnels à utiliser leurs droits de vote est la pratique du blocage des actions avant une assemblée générale des actionnaires. D'autres dispositifs peuvent être utilisés comme le choix d'une date d'inscription au registre des actionnaires bien qu'il puisse en exister plusieurs versions fonctionnellement équivalentes. Dans certains cas, la date d'inscription au registre n'est pas fixée à une date trop rapprochée de celle de l'assemblée générale afin que les informations puissent être communiquées à temps aux actionnaires inscrits. Dans certaines autres juridictions, cette date est fixée à un moment proche de l'assemblée pour que les seuls actionnaires effectifs puissent voter plus ou moins le jour de l'assemblée et que les documents soient transmis à tous les actionnaires. Certaines autres juridictions, on gèle le vivier d'actionnaires quelque temps avant l'assemblée et on n'envoie les documents qu'à ces seuls actionnaires.

120. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Les procédures adoptées par les sociétés pour déterminer les droits de vote ne sont pas considérées par les investisseurs tant nationaux qu'étrangers comme dissuadant l'exercice des droits de propriété.
2. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants : 1. Les procédures adoptées par les sociétés pour déterminer les droits de vote (tel que le blocage des titres) ne sont pas considérées par les investisseurs comme dissuadant l'exercice des droits de propriété.
3. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise que soient rendues publiques les politiques en matière de vote ainsi que les procédures mises en place pour statuer sur l'utilisation de ces droits de vote. Lorsque la diffusion publique est requise, il existe des dispositifs de mise en œuvre effective. Qu'elle soit requise ou préconisée, cette norme est largement observée.

2.3.6.2 Principe II.F.(2) : Les investisseurs institutionnels agissant à titre fiduciaire doivent diffuser des informations sur la manière dont ils gèrent les conflits d'intérêts significatifs pouvant avoir une incidence sur l'exercice de leurs principaux droits en tant que détenteurs du capital des sociétés dans les quelles ils investissent.

Pratiques probables à examiner

121. Les investisseurs institutionnels agissant à titre fiduciaire peuvent souvent être une filiale ou une émanation d'une autre institution financière, notamment d'un groupe financier intégré. En ce cas, ils peuvent être confrontés à des conflits d'intérêts, par exemple lorsqu'ils utilisent les procurations de leurs clients pour voter en faveur d'une proposition qui est avantageuse pour une société affiliée. La structure financière de la juridiction est alors déterminante. Il peut se produire que la législation courante relative aux obligations fiduciaires ne soit pas assez contraignante dans ce cas ou encore que les infractions commises soient difficiles à déceler et à sanctionner efficacement. C'est l'une des raisons pour lesquelles des codes sectoriels exigeant que soient élaborées et rendues publiques les politiques de prévention des conflits d'intérêts sont souvent utilisés dans certaines juridictions. Dans d'autres juridictions, les conflits d'intérêts et le manquement aux obligations fiduciaires peuvent être des domaines déjà couverts par un régulateur sectoriel de sorte que l'examineur devra examiner les pratiques pour évaluer l'application du principe.

122. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise que les investisseurs institutionnels agissant à titre fiduciaire : (a) élaborent une politique pour traiter le problème des conflits d'intérêts pouvant affecter leurs décisions quant à leur capacité à exercer leurs principales fonctions de détenteurs de capital et (b) communiquent cette politique à leurs clients ainsi que la nature des mesures prises pour la mettre en œuvre. Lorsque la diffusion publique est requise, il existe des dispositifs de mise en œuvre effective. Qu'elle soit requise ou préconisée, la norme est largement observée.

2.3.7 Principe II.G

123. Le principe stipule que *les actionnaires, notamment les investisseurs institutionnels, doivent être autorisés à se consulter entre eux sur toute question relative aux droits élémentaires que leur confère leur statut d'actionnaire, tels qu'ils sont définis précédemment, sous réserve de certaines exceptions destinées à prévenir des abus.*

124. Les problèmes de coordination auxquels sont confrontés les actionnaires dispersés sont bien connus et peuvent entraîner un moindre suivi des activités du conseil d'administration et de la direction (c'est-à-dire des coûts d'agence). Les notes explicatives à ce principe précisent qu'il convient d'autoriser, voire d'encourager les actionnaires à coopérer et coordonner leurs initiatives lors de la désignation des candidats à des postes d'administrateur et de leur élection, ou de l'inscription de propositions à l'ordre du jour des assemblées, ainsi qu'à soumettre des questions au conseil d'administration et à la direction. De façon plus générale, les actionnaires devraient être autorisés à communiquer entre eux sans devoir se soumettre aux formalités liées à la sollicitation des procurations.

Pratiques probables à examiner

125. Une coopération ou une coordination entre investisseurs risque également de servir à manipuler les marchés et à obtenir le contrôle d'une société en échappant à la réglementation sur les OPA. C'est pour cette raison que certains pays ont soit limité les possibilités de coopération, soit interdit toute forme de

coopération entre actionnaires en matière de stratégies de vote. L'absence de groupes d'actionnaires et d'investisseurs peut être le signe que le système en vigueur est très contraignant et il convient de vérifier auprès des particuliers et des organisations si tel est le cas. La difficulté pour l'examineur et pour le dialogue sur les politiques à suivre est de garantir que l'équilibre obtenu entre ces deux préoccupations laisse une marge suffisante pour que les actionnaires puissent se livrer à des activités légitimes. Un marché du contrôle des sociétés fonctionnant correctement, doté de règles clairement définies en ce qui concerne la recherche de contrôle, contribuera à atténuer les craintes concernant les infractions aux règles de marché et la manipulation de marché. L'examineur devra se pencher sur cette situation particulière lors de l'évaluation du critère essentiel 1.

126. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise établit des règles claires en matière de sollicitation des procurations qui ne soient pas si exhaustives qu'elles empêchent les actionnaires de se consulter entre eux à propos, par exemple, de l'exercice de leur droit élémentaire d'élire et de révoquer les administrateurs.
2. Les règles de marché doivent empêcher la manipulation de marché, mais demeurer suffisamment flexibles pour permettre et encourager la consultation entre actionnaires.

CHAPITRE III : TRAITEMENT ÉQUITABLE DES ACTIONNAIRES

3.1 Introduction

127. Selon le principe général du chapitre III des Principes, « *un régime de gouvernement d'entreprise doit assurer un traitement équitable de tous les actionnaires, y compris les actionnaires minoritaires et étrangers. Tout actionnaire doit avoir la possibilité d'obtenir la réparation effective de toute violation de ses droits* ». Le résultat préconisé par le principe consiste à préserver l'intégrité des marchés financiers en protégeant les actionnaires minoritaires contre tout abus potentiel, et notamment contre tout détournement par les conseils d'administration, les dirigeants et les actionnaires de contrôle. La confiance des investisseurs dans le fait que leurs intérêts ne seront pas exposés à des abus réduira la prime de risque qu'ils exigent en contrepartie de leur investissement, abaisser le coût du capital et accroître, toutes choses égales par ailleurs, la valeur des fonds propres des entreprises.

128. Lorsqu'on cherche à assurer la protection des investisseurs, on peut utilement, comme le précise la note explicative, opérer une distinction entre les droits a priori et a posteriori des actionnaires, et il peut s'avérer utile d'effectuer cette distinction lors d'une évaluation. Les droits a priori recouvrent, par exemple, les droits de préemption et les majorités qualifiées requises pour certaines décisions. Les droits a posteriori recouvrent l'accès à des voies de recours en cas de violation des droits reconnus aux actionnaires. Les notes explicatives indiquent que l'équilibre entre les droits a priori et les droits a posteriori est susceptible de varier d'un pays à l'autre, de sorte que l'examineur devra être particulièrement sensible à l'équivalence fonctionnelle lorsqu'il s'interrogera sur la mise en œuvre de ce principe. Tel est en particulier le cas en ce qui concerne la capacité des actionnaires de disposer de méthodes efficaces pour obtenir réparation des dommages à un coût raisonnable et sans délai excessif. Pour se forger une opinion sur cet aspect a posteriori du principe, l'examineur devra également s'intéresser aux mesures prises pour éviter un nombre excessif de procédures judiciaires. De nombreux pays protègent les dirigeants et les administrateurs contre les recours judiciaires abusifs, définissant des critères qui permettent de déterminer si les plaintes des actionnaires sont fondées sur des éléments suffisants grâce à des régimes de protection comme la règle dite du « jugement d'affaire ». L'examineur devra analyser les règles susceptibles de découler d'une transposition inappropriée de règles appartenant à un autre système juridique et donc d'être peu représentatives du régime de propriété et de contrôle d'un pays. C'est la cohérence globale du régime de gouvernement d'entreprise qui est très importante.

129. L'examineur devra également se pencher sur l'utilisation des méthodes d'application autres que les recours à la disposition des actionnaires. De nombreux pays se fondent sur l'idée selon laquelle d'autres procédures que les actions en justice, par exemple des auditions administratives ou des procédures d'arbitrage organisées par les autorités boursières ou d'autres instances de réglementation, peuvent s'avérer efficaces pour le règlement des litiges, du moins en première instance.

3.3 Problèmes et critères d'évaluation

3.3.1 Principe III.A

130. Selon le principe III.A, « *tous les actionnaires détenteurs d'actions d'une même série à l'intérieur d'une classe doivent être traités sur un pied d'égalité* », alors que les sous-principes, qui revêtent une

grande importance lors de l'évaluation de l'application du principe, donnent davantage de détails quant aux formes que peut prendre le « traitement inéquitable » dans la pratique.

3.3.1.1 Principe III.A.1 : Toutes les actions d'une série d'actions d'une classe donnée doivent conférer les mêmes droits. Tous les investisseurs doivent pouvoir obtenir des informations sur les droits attachés à chaque série et classe d'actions avant même d'acquérir des titres. Toute modification des droits de vote doit être soumise à l'approbation des classes d'actionnaires affectées négativement par cette décision.

131. Ce principe reconnaît que de nombreux pays autorisent les sociétés à émettre des actions qui ne confèrent pas les mêmes droits et ne prennent pas position sur la règle « une voix par action ». Toutefois, les droits ne doivent pas être modifiés de manière *ad hoc*. Toutes les informations relatives à la classe et aux séries disponibles lors de l'acquisition doivent être fournies et le cours des actions doit refléter normalement les différents équilibres existants entre les droits et les risques.

Pratiques probables à examiner

132. Le fait que le conseil d'administration décide de lui-même d'émettre une nouvelle classe ou série d'actions au détriment des actionnaires existants ou de modifier des séries d'actions ou des classes d'actions existantes pourrait être considéré comme un acte nuisible à un groupe d'actionnaires. Si cette pratique est répandue, l'examineur doit conclure que le principe n'est pas appliqué ou qu'il ne l'est que partiellement. Dans certains cas, les actions peuvent acquérir des droits de vote supplémentaires après une période donnée. Pour être évaluées comme étant entièrement appliquées, de telles pratiques doivent être transparentes, non-discriminatoires, et incluses dans les statuts de la société ou avoir été approuvées par les actionnaires. Dans certaines juridictions, les investisseurs ne peuvent obtenir de l'information que par le biais des statuts des sociétés. Pour correspondre à l'intention ayant présidé au principe et au critère essentiel 2, l'accès à l'information doit être peu coûteux, à défaut de quoi l'examineur doit conclure que le principe n'est pas appliqué ou ne l'est que partiellement. L'application serait considérée comme partielle si une société mettait régulièrement un aperçu récent des principales caractéristiques du capital en actions de l'entreprise à la disposition des actionnaires lors de l'assemblée annuelle. Les dispositifs anti-OPA peuvent également donner lieu à des abus de ce type, de sorte que l'examineur devra également tenir compte de l'évaluation des principes II.E et II.D.

133. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise que les propositions visant à modifier les droits de vote accordés aux différentes séries et classes d'actions soient soumises à l'assemblée générale des actionnaires pour approbation à une majorité déterminée des actions avec droits de vote dans les catégories concernées. Lorsque l'approbation est requise, des voies de recours efficaces doivent exister lorsque les règles de procédure, comme la convocation en bonne et due forme d'une assemblée, ne sont pas respectées. Qu'elle soit requise ou préconisée, la norme est largement observée.
2. Le régime de gouvernement d'entreprise impose aux entreprises de communiquer en temps voulu des informations pertinentes suffisantes sur les principales caractéristiques de toutes leurs classes et séries d'actions aux investisseurs potentiels, pour qu'ils puissent décider en connaissance de cause d'acquérir ou non des actions. Il convient de mettre régulièrement un aperçu récent des principales caractéristiques du capital en actions de l'entreprise à la disposition des sociétés cotées. Lorsque ces prescriptions sont de simples recommandations, il faut qu'elles soient largement respectées pour que l'examineur puisse considérer que le principe est appliqué.

Lorsque ces prescriptions sont obligatoires, des voies de recours efficaces doivent exister (comme le droit d'annuler l'achat des actions ou des dommages-intérêts).

3.3.1.2 Principe III.A.2 : Les actionnaires minoritaires doivent être protégés contre les actes abusifs commis directement ou indirectement par les actionnaires de contrôle ou dans leur intérêt, et disposer de voies de recours efficaces.

Pratiques probables à examiner

134. Le risque d'abus est plus important lorsque le droit permet, et le marché accepte, que les actionnaires de contrôle exercent un contrôle sans rapport avec les risques qu'ils assument en tant que détenteurs du capital en tirant parti de mécanismes juridiques permettant de séparer la propriété du contrôle, comme les structures pyramidales ou les droits de vote multiples. L'examineur devra être conscient du fait que les abus commis à l'encontre des actionnaires minoritaires peuvent revêtir des formes diverses, au nombre desquelles la captation d'avantages directs, se concrétisant par des rémunérations élevées ou l'attribution de primes pour les employés membres de la famille ou pour des associés, des transactions abusives avec des parties liées, des décisions commerciales systématiquement biaisées ou encore des modifications de la structure du capital obtenues au moyen d'émissions d'actions spéciales favorisant l'actionnaire de contrôle.

135. On observe que les abus les plus graves commis à l'encontre des actionnaires minoritaires le sont dans des pays où le cadre législatif et réglementaire n'établit pas une définition claire de l'obligation de loyauté des administrateurs et des cadres vis-à-vis de la société et de l'ensemble des actionnaires, comme l'exige le principe VI.A. Faute d'une obligation aussi claire, il pourrait être plus difficile d'obtenir réparation. Un problème spécifique requérant l'attention de l'examineur se pose dans certains pays où l'on rencontre surtout des groupes d'entreprises et où la définition de l'obligation de loyauté d'un administrateur peut être ambiguë, ou même être interprétée comme se rapportant au groupe. En pareilles situations, certains pays adoptent désormais des dispositions visant à contrecarrer leurs effets négatifs en précisant qu'une transaction effectuée en faveur d'une autre société du groupe doit être compensée par un avantage correspondant reçu d'autres sociétés du groupe. Les accords de ce type mis en œuvre devront faire l'objet d'une évaluation minutieuse, car plusieurs d'entre eux ne l'ont été que peu de temps, de sorte que les interprétations jurisprudentielles peuvent être limitées et les recours inefficaces.

136. Parmi les dispositions ex-ante visant à protéger les actionnaires minoritaires, et qui revêtent de l'importance pour l'évaluation des critères essentiels, on peut citer les droits de préemption sur les émissions d'actions et les majorités qualifiées requises pour certaines décisions prises par les actionnaires, notamment l'approbation par la majorité des actionnaires minoritaires des transactions de manière que les actionnaires liés soient traités différemment des actionnaires non liés. La capacité des actionnaires minoritaires de convoquer une assemblée des actionnaires (par exemple, une assemblée extraordinaire) peut également être un mécanisme non négligeable de protection de cette catégorie d'actionnaires. D'aucuns se sont prononcés en faveur du recours aux votes cumulatifs pour l'élection des administrateurs, mais lorsque celui-ci n'est pas obligatoire, il n'est que rarement utilisé par les sociétés. Dans certaines entreprises et dans certains pays, plusieurs administrateurs (ou membres d'un comité d'audit ou d'un organe similaire) peuvent être nommés par les actionnaires minoritaires, mais cette pratique n'est pas répandue. Les voies de recours ex-post comprennent les voies de recours subrogatoires (ou action sociale) et les plaintes en nom collectif et la mise à exécution/l'enquête des autorités de réglementation. L'équilibre entre la protection a priori et la protection *ex post* varie d'une juridiction à l'autre et l'absence de l'un ou l'autre type de protection ne signifie pas nécessairement que l'examineur doit conclure que le principe n'est pas pleinement appliqué.

137. Lorsqu'il évalue des juridictions caractérisées par la présence d'actionnaires de contrôle, l'examineur doit examiner les indices d'abus commis à l'encontre des actionnaires minoritaires et l'efficacité, dans la pratique, des différentes mesures d'exécution. Parmi les obstacles à l'efficacité des mesures d'exécution, on peut citer le recours aux plafonds d'actions qui peuvent être facilement manipulés, et les pouvoirs d'enquêtes limités en cas de procédure judiciaire. L'évaluation doit en outre concorder avec celle des principes VI.A et VI.D.6, qui s'intéressent aux obligations fiduciaires des administrateurs et au contrôle des transactions avec des parties liées, respectivement. Toute défaillance dans l'application de l'un de ces principes associés devra ressortir de l'évaluation de ce sous-principe.

138. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise prévoit des mécanismes *ex ante* efficaces de protection des droits des actionnaires minoritaires et/ou des sanctions *ex post* pour les actionnaires de contrôle qui ont agi de manière abusive à leur encontre. Les actionnaires minoritaires disposent de voies de recours efficaces ainsi que de mesures de réparation appropriées.

3.3.1.3 Principe III.A.3 : Les droits de vote doivent être exercés par les dépositaires des titres ou les fondés de pouvoir en accord avec les propriétaires effectifs.

Pratiques probables à examiner

139. Dans la logique de l'intention ayant présidé au principe, la tendance dans de nombreux pays est de supprimer les dispositions qui permettent automatiquement aux institutions dépositaires d'exercer les droits de vote des actionnaires. Certains pays ont récemment modifié leur réglementation afin d'imposer aux institutions dépositaires de titres de fournir aux actionnaires des informations concernant leurs possibilités d'exercice de leurs droits de vote : le fondement sur lequel repose le contrat explicite ou implicite entre les dépositaires ou les fondés de pouvoir et les propriétaires effectifs a été précisé. Les actionnaires peuvent choisir de déléguer tous leurs droits de vote aux dépositaires. Ou bien, les actionnaires peuvent choisir d'être informés de l'ensemble des décisions qui vont être soumises au vote des actionnaires et peuvent décider de voter dans certains cas et de déléguer leurs droits de vote au dépositaire dans d'autres. Pour que l'examineur puisse considérer que le principe est appliqué, il suffit d'informer les actionnaires que, sauf instruction contraire de leur part, le dépositaire exercera les droits de vote attachés aux actions de la manière qu'il juge conforme à leur intérêt.

140. Le principe exige que les détenteurs de certificats de dépôt d'actions se voient accorder les mêmes droits et les mêmes possibilités concrètes de prendre part au gouvernement d'entreprise que ceux accordés aux détenteurs des actions correspondantes. Lorsque les détenteurs directs d'actions peuvent recourir à des procurations, le dépositaire, le service fiduciaire ou tout autre organisme équivalent doit donc pouvoir émettre des procurations à l'intention des détenteurs de certificats de dépôt d'actions. Pour que le principe puisse être considéré comme étant pleinement appliqué, ces derniers doivent pouvoir formuler des consignes de vote contraignantes au titre des actions que le dépositaire ou le service fiduciaire détient pour leur compte. Dans certains pays, de tels droits sont réservés aux affaires courantes de l'entreprise, par exemple l'élection des administrateurs, excluant ainsi le droit de voter au sujet des OPA et autres opérations à caractère exceptionnel. En pareil cas, l'examineur doit considérer que le principe n'est que partiellement respecté. Il convient de noter que l'évaluation concerne la juridiction examinée et les institutions y ayant leur siège. Le fait que des actionnaires du pays en question ne puissent pas exercer ces droits dans un autre pays n'entre pas dans le cadre de l'évaluation.

141. Dans certains cas, comme celui des certificats américains de dépôts d'actions, les droits de vote ne peuvent être établis que s'il existe une convention de dépôt couvrant, en tant que partie, l'émetteur privé

étranger dont les titres servent de support à ces certificats. En pareil cas, il existe un mécanisme permettant au dépositaire de diffuser des communiqués aux actionnaires à la demande de l'émetteur privé étranger et pour intervenir en tant que mandataire pour le compte des détenteurs de certificats. Lorsque l'émetteur privé étranger n'est pas partie à la convention de dépôt, ce mécanisme n'existe pas et les détenteurs de certificats ne peuvent pas voter. En pareil cas, les conditions d'exercice du droit de vote correspondant aux certificats doivent être précisées aux acquéreurs de tels instruments.

142. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le cadre juridique ou des contrats privés établissent clairement la relation entre les dépositaires de titres et les fondés de pouvoir et leurs clients, à savoir : (a) les bénéficiaires effectifs disposent du droit de donner aux dépositaires des titres et aux fondés de pouvoir des instructions sur l'exercice de leurs droits de vote ; (b) les votes seront conformes à toutes les instructions données par l'actionnaire effectif et (c) les dépositaires ou les fondés de pouvoir font savoir à l'actionnaire l'usage qu'ils feraient des droits de vote attachés aux actions pour lesquels aucune instruction n'a été donnée. Il existe des mécanismes visant à garantir le respect des volontés des actionnaires. Les agents fiduciaires ou autres personnes opérant sous un mandat légal spécifique telles que les administrateurs judiciaires et les exécuteurs testamentaires, ne sont pas couvertes par ce critère.
2. Le cadre juridique requiert que les détenteurs de certificats de dépôt d'actions puissent formuler des consignes de vote contraignantes au titre de leurs actions à l'attention des dépositaires des titres, des services fiduciaires ou de tout autre organisme équivalent. Des mécanismes efficaces visant à faire respecter les dispositions en vigueur permettent d'appliquer ces règles. Lorsque des certificats de dépôt sans droit de vote peuvent être établis, l'absence de droit de vote doit être communiquée clairement à leurs détenteurs.

3.3.1.4 Principe III.A.4 : Il convient d'éliminer les obstacles entravant l'exercice des votes transnationaux.

Pratiques probables à examiner

143. Les investisseurs étrangers détiennent souvent leurs actions par l'entremise de toute une chaîne d'intermédiaires. Ces actions figurent généralement sur des comptes ouverts auprès d'intermédiaires qui possèdent eux-mêmes des comptes auprès d'intermédiaires et de dépositaires centraux nationaux établis dans d'autres pays, tandis que la société cotée est résidente d'un troisième pays. Ces circuits transnationaux posent des problèmes singuliers lorsqu'il s'agit de déterminer dans quelle mesure les actionnaires étrangers sont fondés à exercer leurs droits de vote et de définir un mode de communication avec ces actionnaires. En particulier, l'identité de la personne qui est légalement habilitée à contrôler les accords régissant l'exercice des droits de vote attachés aux actions n'est pas toujours clairement établie. Cette situation a amené certains pays à définir un « investisseur final » ou propriétaire effectif et à établir que celui-ci possède un droit juridiquement exécutable de décider des modalités d'exercice des droits de vote, mesure qui est compatible avec la mise en œuvre des Principes.

144. Les structures complexes de l'actionnariat, de même que les pratiques et règles des entreprises qui prévoient des délais de notification très brefs (voir le principe II.C.1 et le critère d'évaluation y afférent), font souvent en sorte que les actionnaires ne disposent que d'un délai très court pour répondre à une convocation de la société et prendre des positions éclairées sur les points devant faire l'objet d'une décision. Cela rend les votes transnationaux très difficiles. Pour l'examineur, l'évaluation porte seulement sur les institutions ayant leur siège dans le pays en question et sur les pratiques et règles nationales, et non sur celles qui sont en vigueur à l'étranger. Ainsi, on peut considérer qu'une juridiction applique le principe même si des actionnaires étrangers éprouvent des difficultés dues à des défaillances

d'autres juridictions. Par exemple, les différends entre des actionnaires étrangers et leurs dépositaires de titres internationaux seront vraisemblablement examinés hors du marché local et l'examineur ne doit pas en tenir compte, même s'il peut obtenir de l'information à leur sujet.

145. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le cadre législatif et réglementaire doit préciser qui est habilité à contrôler les droits de vote attachés aux actions détenues par des investisseurs étrangers à travers une chaîne d'intermédiaires et, le cas échéant, à simplifier les circuits dans la juridiction.
2. Le régime de gouvernement d'entreprise contraint ou incite les entreprises à prévoir un délai de notification suffisant pour les assemblées, afin que les investisseurs étrangers aient les mêmes possibilités que les investisseurs nationaux d'exercer leurs droits de vote. Les normes en vigueur sont appliquées de manière efficace et en temps voulu lorsque cela est nécessaire et les investisseurs étrangers disposent de moyens de réparation efficaces lorsque ces normes semblent ne pas avoir été respectées. Qu'elle soit requise ou préconisée, la norme est largement observée.
3. Il est requis ou préconisé que les entreprises aient recours à des processus et à des technologies fiables et efficaces qui facilitent le vote des investisseurs étrangers.

3.3.1.5 Principe.III.A.5 : Les démarches et procédures relatives aux assemblées générales d'actionnaires doivent assurer un traitement équitable de l'ensemble des actionnaires. Les procédures propres aux sociétés ne doivent pas rendre l'exercice du droit de vote par les actionnaires inutilement difficile ou onéreux.

146. L'intention ayant présidé au principe est que tous les actionnaires soient autorisés à participer à l'assemblée générale des actionnaires en disposant des droits associés à leurs catégories d'actions respectives. Ces droits peuvent différer selon qu'il s'agit des assemblées générales ou des assemblées extraordinaires des actionnaires mais il s'agit d'une pratique admise par les Principes.

Pratiques probables à examiner

147. On a parfois constaté que les dirigeants et les actionnaires de contrôle dissuadaient les investisseurs minoritaires ou étrangers d'essayer d'influencer l'orientation de l'entreprise. Certaines sociétés font payer l'exercice du droit de vote, et le blocage des titres peut s'avérer également dissuasif (voir principe III.A.4 à des fins de concordance). Dans d'autres juridictions, une prime et des paiements ont également déjà été attribués à certains investisseurs en échange d'un vote. Parmi les autres obstacles, on peut citer l'interdiction du vote par procuration (ou au moins des restrictions importantes concernant les personnes pouvant se prévaloir d'une procuration) et l'obligation d'être physiquement présent à l'assemblée générale pour pouvoir voter. D'autres méthodes encore peuvent rendre pratiquement impossible ou trop lourd l'exercice des droits de vote. Les documents de vote par procuration peuvent être envoyés à une date trop rapprochée de la date de l'assemblée générale pour laisser aux investisseurs le temps pour la réflexion et les consultations (veiller à ce que l'évaluation concorde avec celle des principes II.A.3 et II.C.1), et le recours à un vote nominatif ou à main levée sans droit de demander un vote secret lors de l'assemblée sans droit de demander un vote dévalue les droits de vote. En fonction de l'étendue de ces pratiques, l'examineur doit déterminer si le principe n'est appliqué qu'en partie seulement. Lorsqu'il procède à l'évaluation, l'examineur devrait chercher à connaître l'opinion et l'expérience des fondés de pouvoir et des investisseurs.

148. Dans certaines entreprises et dans certaines juridictions, il est d'usage de recueillir en premier lieu, lors des assemblées générales d'actionnaires, les intentions de vote des principaux actionnaires, et dès lors

qu'une majorité claire a été exprimée, de ne pas prendre en considération ni de comptabiliser les votes des autres parties. Pour que l'examineur juge que le principe est appliqué, le régime de gouvernement d'entreprise doit assurer que tous les votes exprimés sont comptabilisés de manière équitable et que les résultats de tous les votes exprimés sous quelque forme que ce soit sont enregistrés. De nombreux investisseurs souhaitent que les résultats soient communiqués aux actionnaires et c'est une pratique courante dans certains pays et certaines entreprises.

149. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise que les entreprises : (a) facilitent le vote en minimisant les coûts induits pour les actionnaires ; (b) aient recours, lors des assemblées d'actionnaires, à des procédures de vote garantissant un traitement équitable des actionnaires ; (c) et communiquent les résultats du vote à bref délai aux actionnaires. Les dispositions en vigueur sont appliquées de manière efficace et en temps voulu lorsque cela est nécessaire et il existe des mécanismes efficaces permettant aux actionnaires de formuler leurs inquiétudes quant au respect de ces dispositions et d'obtenir des réparations appropriées en cas de non-respect. Qu'elle soit requise ou préconisée, cette norme est largement appliquée.

3.3.2 Principe III.B

150. Le principe stipule que les opérations d'initiés et les opérations pour compte propre abusives doivent être interdites. Ce principe réaffirme que les investisseurs sont légitimement en droit d'attendre une interdiction des abus de pouvoir de la part d'initiés. On parle d'opération d'initié lorsqu'une personne entretenant des liens étroits avec une société, y compris un actionnaire de contrôle, exploite ces relations au détriment de cette société et de ses investisseurs, et cela peut inclure les avantages déraisonnables consentis aux dirigeants, les prêts faits par la société à des conditions qui ne sont pas celles du marché et les transactions abusives avec les parties liées.

Pratiques probables à examiner

151. Comme les opérations d'initiés impliquent une manipulation des marchés financiers, elles sont souvent interdites par la réglementation des valeurs mobilières, le droit des sociétés et/ou le droit pénal dans de nombreux pays. Dans certains cas, elles sont régies par des textes réglementaires et législatifs traitant des abus de marché. Quoi qu'il en soit, ce principe appelle une interdiction et sous-entend en outre qu'il est nécessaire de mettre en place des sanctions efficaces, proportionnées et dissuasives en cas d'infraction. Dans certains pays, la définition des opérations d'initiés peut être relativement étroite, de telle sorte que l'intention qui préside au principe peut rester lettre morte. Dans certains pays, en effet, aucun procès n'a eu lieu, même si la législation est entrée en vigueur depuis bon nombre d'années. Pour se former un jugement, l'examineur doit prendre connaissance du compte rendu des mesures de mise à exécution vigoureuses qui ont été prises, notamment des poursuites engagées en justice et du nombre de poursuites ayant abouti à une condamnation.

152. Lorsque ce nombre est réduit ou nul, l'examineur doit conclure que le principe n'est que partiellement appliqué et chercher à en connaître la cause principale. Les notes explicatives concernant le principe III.B demandent que les abus soient expressément prohibés par la loi et que celle-ci soit mise à exécution de manière efficace.² Il faut également souligner que les principes de l'OICV concernent une catégorie plus large de comportements, qui s'inscrivent néanmoins pour une grande part dans l'esprit des principes de l'OCDE. Les critères essentiels s'appuient sur les critères de l'OICV en s'intéressant au

2 . Principe 28.3 de l'OICV

processus effectif de mise à exécution des dispositions en vigueur. Il faut également souligner que les principes de l'OICV concernent une catégorie plus large de comportements, qui s'inscrivent néanmoins pour une grande part dans l'esprit des principes de l'OCDE.

153. Les opérations pour compte propre abusives concernent un autre aspect de l'activité des personnes entretenant des liens étroits avec une société, qui exploitent ces relations au détriment de cette société et de ses investisseurs, mais qui est souvent plus complexe. Par conséquent, les opérations pour compte propre *per se* ne sont souvent pas prohibées (bien que certaines transactions telles que les prêts significatifs puissent être interdites) mais sont plutôt matière à lois et règlements ainsi qu'à des dispositions privées d'une forme différente de ceux qui traitent des opérations d'initiés. Pour obtenir une vision globale d'un problème répandu, l'examineur doit prendre en compte un certain nombre de principes. Le principe III.C. couvre la déclaration d'intérêts dans une opération, tandis que le principe VI.D.6 préconise que le conseil d'administration joue un rôle de premier plan dans le contrôle des opérations pour compte propre : *Le conseil d'administration doit remplir certaines fonctions essentielles, notamment :... Surveiller et gérer les conflits d'intérêts pouvant survenir entre la direction, les administrateurs et les actionnaires, y compris les abus de biens sociaux ou les abus commis dans le cadre de transactions avec des parties liées.* Le Principe III.A.2 complète les devoirs du conseil d'administration par une protection plus générale des actionnaires minoritaires contre les abus des actionnaires de contrôle. Les codes de conduite adoptés par les entreprises comportent fréquemment des principes régissant les opérations pour compte propre (principe VI.C). Une évaluation de l'application du principe III.B devra donc être conforme à un certain nombre de principes différents et porter un jugement sur la question de savoir s'ils constituent, dans leur ensemble, une mesure de sauvegarde efficace pour les investisseurs vis-à-vis des opérations abusives pour compte propre d'initiés. Dans ce cas, on peut conclure que le critère est entièrement respecté, même si le principe appelle à une interdiction de ces opérations.

154. De telles pratiques, les critères de l'OICV et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise interdit les opérations d'initiés indues et toute conduite abusive similaire de la part des initiés, comme la manipulation du marché. La définition des opérations d'initiés n'est pas assez étroite pour être aisément contournée. Un régime efficace de mise à exécution des dispositions en vigueur permet d'éviter et de détecter les opérations d'initiés et toute conduite abusive similaire et il prévoit des sanctions efficaces, proportionnées et dissuasives en cas d'infraction.
2. Le régime de gouvernement d'entreprise prévoit une collecte et une analyse continues des données relatives aux transactions (par la bourse, l'autorité de tutelle, par exemple) et le signalement en temps voulu, par les initiés (y compris les administrateurs, les cadres dirigeants et les actionnaires significatifs) des transactions (directes ou indirectes) portant sur les titres des sociétés cotées en bourse. Ces critères sont efficacement respectés.
3. Le régime de gouvernement d'entreprise fournit une protection efficace des investisseurs contre les opérations pour compte propre abusives réalisées par des initiés. Des standards efficaces relatifs aux différents types d'opérations pour compte propre couvrent les avantages privés significatifs non compris dans la rémunération.

3.3.3 Principe III.C

155. Le principe stipule que les administrateurs et les principaux dirigeants doivent informer le conseil d'administration de tout intérêt significatif qu'ils pourraient avoir, directement, indirectement ou pour le compte de tiers dans une opération ou une affaire affectant directement la société. Alors que le principe III.B concerne les actes qui peuvent être considérés comme abusifs, le principe III.C s'intéresse à une situation plus générale qui pourrait donner lieu à des abus et qu'il convient donc de soumettre à des normes strictes de transparence. Il doit également être évalué en tenant compte du respect par les administrateurs des obligations qui leur incombent.

Pratiques probables à examiner

156. Les administrateurs et les principaux dirigeants doivent avoir l'obligation d'informer le conseil de toute relation spéciale, d'ordre commercial, familial ou autre, qu'ils pourraient avoir en dehors de la société et qui pourrait influencer leur jugement sur une opération particulière ou une affaire intéressant la société. Cette obligation est également sous-jacente à l'obligation de loyauté régie par le principe V.I.A, et il faut donc veiller à ce que les jugements concordent. Lorsqu'il a été fait état d'un intérêt significatif, la note explicative précise qu'il est d'usage que la personne concernée ne soit associée à aucune décision en relation avec cette transaction ou affaire.

157. Les pratiques varient considérablement d'une juridiction ou d'une entreprise à l'autre. Dans certains cas, les seuils relatifs à la diffusion d'informations sont assez élevés, sapant ainsi l'intention qui préside au principe. Dans d'autres cas ayant fait l'objet d'une étude, les actionnaires peuvent décider à l'issue d'un vote majoritaire d'exclure de l'obligation d'information des opérations des plus diverses, ce qui nuit effectivement à l'application du principe. Dans bien d'autres cas étudiés, il est aussi logique que les administrateurs utilisent les pouvoirs qui leur sont délégués et n'interdisent pas aux personnes exposées à un conflit d'intérêts de participer au processus décisionnel. L'interaction des actionnaires de contrôle avec un droit des sociétés et un système de réglementation financière permissifs semble être fréquemment à l'origine de tels cas. Dans certaines juridictions, la pratique qui consiste à confier à la majorité des actionnaires minoritaires les décisions relatives à ces questions semble être efficace et l'examineur pourra souhaiter examiner plus attentivement la situation d'une juridiction donnée.

158. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. La législation et/ou la jurisprudence : (a) imposent aux administrateurs et aux principaux dirigeants d'informer le conseil en temps voulu dès lors qu'ils ont, directement ou indirectement, un intérêt significatif dans un contrat ou toute autre affaire intéressant la société ; et, (b) dans la mesure où ils sont exemptés des obligations visées au point (a), ces exemptions sont discrétionnaires et ne peuvent être accordées que par la majorité des actionnaires minoritaires, une autorité de tutelle ou un tribunal se fondant sur des dispositions légales et/ou sur la jurisprudence.
2. L'obligation de loyauté du conseil d'administration doit clairement intégrer le principe selon lequel le conseil est tenu de superviser et de gérer efficacement les activités de ses membres et des principaux dirigeants qui ont un intérêt dans un contrat, une transaction ou toute autre affaire intéressant la société. Des mécanismes efficaces doivent également exister pour faire respecter les dispositions en vigueur et obtenir réparation.

CHAPITRE IV : RÔLE DES DIFFÉRENTES PARTIES PRENANTES DANS LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

4.1 Introduction

159. Selon le principe essentiel, « *un régime de gouvernement d'entreprise doit reconnaître les droits des différentes parties prenantes à la vie d'une société tels qu'ils sont définis par le droit en vigueur ou par des accords mutuels, et encourager une coopération active entre les sociétés et les différentes parties prenantes pour créer de la richesse et des emplois et assurer la pérennité des entreprises financièrement saine* ». Le concept de parties prenantes se réfère ici à ceux qui apportent des ressources à la société, y compris les salariés, les créanciers et les fournisseurs. Les relations entre ces apporteurs de ressources seront en partie établies par le système juridique, mais le principe reconnaît que la relation est souvent contractuelle. Par conséquent, les notes explicatives précisent que le régime de gouvernement d'entreprise doit intégrer l'idée que reconnaître les intérêts des parties prenantes et leur contribution à la réussite à long terme de l'entreprise est dans l'intérêt même de cette dernière.

4.3 Problèmes et critères d'évaluation

4.3.1 Principe IV.A

160. Selon le principe IV.A, « *les droits établis des différentes parties prenantes, dont la loi prévoit la protection ou qui sont établis sur la base d'accords mutuels, doivent être respectés* ». Les droits des parties prenantes sont normalement définis par le droit du travail, le droit des affaires, le droit commercial et le droit des faillites, ainsi que les relations contractuelles qui s'appuient sur ces dispositifs juridiques. Ce principe se retrouve aussi plus généralement dans le principe VI.C qui recommande que le conseil d'administration prenne en considération les intérêts des différentes parties prenantes. L'exécution des droits des parties prenantes fait l'objet du principe IV.B.

Pratiques probables à examiner

161. L'évaluation de ce principe représente une difficulté particulière pour un examinateur étant donné que les pratiques des juridictions diffèrent largement et que la formulation des textes de loi est souvent ambiguë. Par exemple, certaines juridictions englobent les parties prenantes dans leur définition des objectifs des sociétés et de la responsabilité des administrateurs mais de manière vague et la jurisprudence à cet égard est souvent rare. Dans d'autres juridictions, la responsabilité des conseils d'administration est engagée si, par exemple, le droit du travail et les droits des créanciers ne sont pas respectés. L'examineur doit au besoin connaître les jugements rendus par les tribunaux et les décisions des autorités de réglementation.

162. Même dans les domaines où les intérêts des parties prenantes ne sont pas établis par la loi, de nombreuses entreprises prennent des engagements supplémentaires vis-à-vis des parties prenantes par souci de préserver la réputation de l'entreprise et aussi dans le cadre d'une stratégie de l'entreprise visant à promouvoir des conditions de coopération productives.

163. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise prescrit : (a) l'exécution de droits juridiques établis pour les diverses parties prenantes ; (b) des mécanismes de recours qui s'avèrent globalement efficace pour ceux dont les droits ont été violés et (c) des conditions favorables au respect d'accords mutuels.

4.3.2 Principe IV.B

164. Selon le principe IV.B, « *lorsque les intérêts des parties prenantes sont protégés par la loi, lesdites parties prenantes doivent pouvoir obtenir la réparation effective de toute violation de leurs droits* ».

Pratiques probables à examiner

165. Dans un certain nombre de juridictions, les parties prenantes (en particulier les salariés mais parfois également les partenaires commerciaux et les fournisseurs) se plaignent souvent que, même si leurs droits juridiques sont bien établis, soit les lois ne sont pas appliquées, soit, en raison d'aspects procéduraux ou d'autres règles comme la difficulté de communiquer avec d'autres parties prenantes, les lois sont impossibles à appliquer et les réparations impossibles à obtenir. Dans de nombreux cas, concernant en particulier les salariés, les mesures d'application et de réparation peuvent être examinées par des tribunaux et des institutions à caractère spécial, par exemple des tribunaux d'arbitrage. Pour se forger une opinion, l'examineur doit examiner l'efficacité et les résultats de ces institutions. Le cas des créanciers est abordé séparément par le principe IV.F.

166. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise comporte : (a) des mécanismes efficaces d'exécution des droits juridiques des parties prenantes ; et (b) des mécanismes de réparation qui se sont dans l'ensemble révélés efficaces pour les parties prenantes dont les droits ont été violés.

4.3.3 Principe IV.C

167. Selon le principe IV.C, « *Il convient de permettre le développement des mécanismes de participation des salariés qui sont de nature à améliorer les performances* ». Ce principe veut que le régime de gouvernement d'entreprise favorise, ou du moins n'empêche pas, le développement de mécanismes destinés à améliorer les performances à travers la participation des salariés et doit être lu en conjonction avec le principe IV.A, qui prévoit que les droits établis des différentes parties prenantes, dont la loi prévoit la protection ou qui sont établis sur la base d'accords mutuels, doivent être respectés. La note explicative précise que les divers mécanismes de participation des salariés peuvent comprendre la représentation des salariés au conseil d'administration, et les dispositifs de gouvernement d'entreprise, notamment les comités d'entreprise, tandis qu'on peut retenir parmi les mécanismes de participation des salariés, les plans d'actionnariat des salariés et autres mécanismes de partage des bénéfices. Les engagements au titre des retraites peuvent souvent constituer un aspect de la relation entre l'entreprise et ses salariés actuels et antérieurs. Les notes explicatives soulignent que « *lorsque ces engagements donnent lieu à la création d'un fonds indépendant, ses agents fiduciaires doivent être indépendants vis-à-vis de la direction de la société et gérer le fonds dans l'intérêt de l'ensemble des bénéficiaires* ».

Pratiques probables à examiner

168. Le degré de participation des salariés au gouvernement d'entreprise dépend des lois et pratiques nationales et peut également varier d'une entreprise à l'autre. Parmi les divers mécanismes de participation des salariés, qui sont obligatoires dans certaines juridictions, on peut retenir la représentation des salariés au conseil d'administration, et les dispositifs de gouvernement d'entreprise, notamment les comités

d'entreprise permettant de prendre en considération les points de vue des salariés pour certaines décisions importantes. Lorsque de tels mécanismes ne sont pas obligatoires, leur adoption ne doit pas se heurter à des obstacles juridiques. Lorsqu'un mécanisme donné est obligatoire, l'examineur devra tout de même vérifier si le régime de gouvernement d'entreprise facilite l'adoption d'autres mécanismes pour pouvoir considérer que le principe est entièrement appliqué. Parmi les mécanismes destinés à améliorer les performances, qui résultent souvent de dispositifs privés et de négociations collectives, on retiendra les plans d'actionnariat des salariés et autres mécanismes de partage des bénéfices. Dans la pratique, l'adoption de ces mécanismes est souvent facilitée par des dispositions fiscales ou autres favorables dont l'examineur doit tenir compte pour son évaluation.

169. Dans certaines juridictions, des fonds de pension ont été créés auxquels cotisent tant l'entreprise que les salariés. Cependant, dans de nombreux cas, l'entreprise a conservé le contrôle du fonds, choisissant d'investir en actions de la société elle-même et d'attribuer les droits de vote à un membre de l'entreprise, habituellement le président ou le directeur général. Si ces accords ont été justifiés par la nécessité d'éviter que des engagements ne soient pris pour le compte de l'entreprise sans son autorisation, les rapports officiels de plusieurs juridictions soulignent la nécessité de trouver un meilleur équilibre du contrôle des fonds de pension. Lorsque aucune disposition n'est prévue pour les fonds de pension d'entreprise, en raison par exemple d'un recours exclusif à un système financé sur fonds publics, on doit considérer que les critères correspondants ne sont pas applicables.

170. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou permet (c'est-à-dire ne freine ni ne bloque) le développement de différentes formes de participation des salariés, y compris leur participation financière.
2. Lorsque la législation du pays prévoit ou encourage les fonds de pension d'entreprise, le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise que les fonds qui sont créés par les entreprises sur la base d'une participation des salariés, soient contrôlés par des agents fiduciaires capables d'exercer un jugement et indépendants de l'entreprise, ayant pour mission de gérer le fonds dans l'intérêt de l'ensemble de ses bénéficiaires.

4.3.4 Principe IV.D

171. Selon le principe IV.D, « *lorsque les parties prenantes interviennent dans le gouvernement d'entreprise, elles doivent avoir accès en temps opportun et de façon régulière à des informations pertinentes, suffisantes et fiables* ».

Pratiques probables à examiner

172. Lorsque les lois et les pratiques des régimes de gouvernement d'entreprise prévoient la participation des parties prenantes, l'accès aux informations est obligatoire ou constitue une pratique acceptée. Dans de nombreuses juridictions, il n'existe pas de telles dispositions de sorte que l'examineur devra indiquer que l'évaluation n'a pas lieu d'être conduite.

173. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Lorsque les parties prenantes interviennent dans le gouvernement d'entreprise, le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise que leur soient communiquées des informations suffisantes et fiables afin de faciliter leur participation. Lorsqu'un accès aux informations est

requis, il existe des mécanismes efficaces pour faire respecter cette obligation et des mécanismes correcteurs efficaces pour ceux qui ont été victimes d'une diffusion de l'information insatisfaisante.

4.3.5 Principe IV.E

174. Selon le principe IV.E, « *les parties prenantes, y compris les salariés au niveau individuel et les organes qui les représentent, doivent pouvoir faire état librement auprès du conseil d'administration de leurs inquiétudes concernant d'éventuelles pratiques illicites ou contraires à l'éthique, et une telle intervention ne doit pas compromettre l'exercice de leurs droits* ». L'évaluation de ce principe doit refléter les notes explicatives du principe VI.D.6, qui soulignent que, « ... Pour mener à bien sa mission de surveillance des dispositifs de contrôle, il est important que le conseil d'administration encourage les témoins à faire état de comportements contraires à l'éthique/illicites sans crainte de représailles. L'existence d'un code d'éthique propre à l'entreprise est de nature à faciliter ce processus, qui doit être conforté par une protection juridique des personnes concernées ».

Pratiques probables à examiner

175. Les études indiquent que le principe n'est pas appliqué dans de nombreuses juridictions, y compris celles dotées de systèmes juridiques complémentaires. Les personnes qui, à titre individuel, font état de comportements contraires à l'éthique ou à la loi perdent souvent leur emploi et ont des difficultés à trouver un emploi dans d'autres entreprises qui semblent vouloir éviter les « fauteurs de trouble ». Il est donc important de prévoir une réparation si le principe doit être mis en œuvre. Pour que le principe soit considéré comme étant appliqué, il n'est pas nécessaire que chaque plainte soit adressée sur-le-champ au conseil d'administration mais qu'il existe des procédures établies placées sous la supervision d'une personne indépendante du conseil d'administration. Dans de nombreuses entreprises, la personne à contacter est souvent un membre du comité d'éthique ou du comité d'audit.

176. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise que les entreprises adoptent un mécanisme qui : (a) permet aux différents salariés et aux organes les représentant de faire état confidentiellement auprès du conseil d'administration ou de son représentant de leurs inquiétudes concernant d'éventuelles pratiques illicites ou contraires à l'éthique ; et (b) protège ceux qui utilisent ce mécanisme de bonne foi de toute réaction négative de la part de l'entreprise. Cette pratique fait l'objet d'une adhésion générale et des mécanismes de réparation existent pour ceux dont les droits ont été bafoués.

4.3.6 Principe IV.F

177. Selon le principe IV.F, « *le régime de gouvernement d'entreprise doit être complété par un dispositif efficace et efficient en matière de faillite et par la mise en oeuvre effective des droits des créanciers* ». Les sociétés dépendent généralement pour leurs opérations de crédit de divers institutions telles que les fournisseurs et les banques, utilisant divers types d'instruments financiers qui varient en fonction des droits accordés aux créanciers. Les conditions de l'offre de crédit sont donc importantes pour la continuité de l'exploitation de l'entreprise.

Pratiques probables à examiner

178. Le régime des faillites des entreprises est très différent selon les pays mais un examinateur peut utiliser comme repère les normes internationales généralement admises. L'examineur devrait cependant

être au fait que les observateurs avertis estiment qu'il y a souvent un écart considérable entre le droit et la pratique qui sont tout les deux pris en compte dans cette Méthodologie. Les acteurs du marché tels que les banques, les investisseurs et les agences de rating devraient être consultés au sujet des pratiques et sur la manière dont ils gèrent les difficultés afférentes. Les principes ne prennent pas position sur la question de l'équilibre approprié entre les débiteurs et les créanciers dans les procédures de faillite. Cet équilibre varie selon la juridiction et avec le temps et dans certains cas, les membres du conseil d'administration ont même des obligations fiduciaires à l'égard des créanciers à mesure que la situation de l'entreprise se détériore. Le rôle de l'examineur n'est pas de prendre une décision aussi fondamentale sur l'équilibre mais de s'assurer que le système est efficace (c'est-à-dire qu'il fonctionne d'une manière acceptable pour les participants au marché), et qu'il parvient à intégrer les intérêts contradictoires des deux côtés. L'examineur peut avoir recours, pour se forger une opinion, à des indicateurs largement utilisés comme la longueur de la procédure de faillite, la valeur résiduelle et les rôles respectifs des débiteurs et des créanciers comparativement à celui des tribunaux dans le règlement définitif. Lorsque la valeur résiduelle est relativement faible, que la procédure est considéré par les investisseurs comme anormalement longue et que les créanciers ne jouent qu'un rôle insignifiant, le principe doit être considéré comme partiellement appliqué.

179. Tous les créanciers n'ont pas les mêmes droits, selon qu'ils sont détenteurs d'obligations garanties ou créanciers ordinaires. On a souvent signalé que la mise en œuvre effective des droits des créanciers constitue un problème majeur pour les créanciers bénéficiant de garanties comme pour les créanciers ordinaires. La confiscation est souvent une procédure qui peut prendre du temps et s'avérer coûteuse, les nantissements rapportant nettement moins que prévu, et pour les créanciers ordinaires, la situation peut être encore plus difficile. Les informations sur les taux d'emprunt et les primes de risque dans une juridiction, ainsi que sur les coûts et les délais de recouvrement, peuvent fournir à l'examineur des indications sur la situation. Le cas dans lequel les actifs de l'entreprise débitrice peuvent être détournés avant leur saisie devrait faire également partie de l'évaluation.

180. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de faillites : a) définit clairement les droits des différentes catégories de créanciers et leur permet de jouer un rôle constructif dans les décisions de restructuration qui doivent être prises par la société insolvable ; et (b) ne doit pas entraîner de retards excessifs dus à la lenteur des procédures devant les tribunaux et d'autres procédures qui réduisent de fait la valeur de recouvrement pour les créanciers. Les droits des créanciers sont clairement définis et sont applicables sans coûts injustifiés à la charge du créancier et sans incertitude pour ce dernier. Sous réserve des règles et règlements prévus par le régime de faillites, Les garanties sont protégées et peuvent être réclamées effectivement ou le créancier peut être dédommagé si les garanties ont déjà été détournées de l'entreprise débitrice.

CHAPITRE V : TRANSPARENCE ET DIFFUSION DE L'INFORMATION

5.1 Introduction

181. Selon le principe essentiel du chapitre V, « *un régime de gouvernement d'entreprise doit garantir la diffusion en temps opportun d'informations exactes sur tous les sujets significatifs concernant l'entreprise, notamment la situation financière, les résultats, l'actionnariat et le gouvernement d'entreprise* ». Le résultat visé par ce chapitre est la transparence qui conditionne (i) « la capacité des actionnaires à exercer en connaissance de cause les droits qui leur reviennent en leur qualité de détenteurs du capital », (ii) l'intégrité des marchés et (iii) la responsabilité de la société vis-à-vis de ses actionnaires. Les principes couverts par ce chapitre précisent le type d'informations significatives qui doivent être rendues publiques, de quelle manière et à qui ces informations doivent être communiquées ainsi que les processus permettant d'instaurer la confiance dans la qualité de ces informations. Ils reflètent les responsabilités du conseil d'administration, qui sont couvertes par le chapitre VI.

182. Dans les pays dotés de marchés boursiers bien développés et actifs, l'expérience montre que la diffusion de l'information peut constituer un outil puissant pour influencer le comportement des entreprises et protéger les investisseurs. Un régime rigoureux de diffusion de l'information peut contribuer à attirer les capitaux et à maintenir la confiance à l'égard des marchés. À l'inverse, des pratiques de diffusion restreinte et peu transparente de l'information risquent de favoriser des comportements contraires à l'éthique et de porter atteinte à l'intégrité des marchés, au plus grand préjudice de la société et de ses actionnaires, mais aussi de l'économie tout entière. Les actionnaires et les investisseurs potentiels ont besoin d'avoir accès à des informations périodiques, fiables, comparables et suffisamment détaillées pour pouvoir apprécier la gestion menée par la direction et prendre des décisions éclairées sur l'évaluation et la détention d'actions, ainsi que l'exercice des droits de vote correspondants. Une information parcellaire ou obscure peut compromettre le bon fonctionnement des marchés, renchérir le coût du capital et aboutir à une mauvaise affectation des ressources.

183. En ce qui concerne le caractère opérationnel de ce chapitre, la notion d'importance relative, souvent intégrée aux systèmes réglementaires et juridiques, est essentielle : sont considérées comme des informations importantes ou significatives les informations qui, si elles sont omises ou erronées, peuvent altérer les décisions économiques prises par ceux qui les utilisent. Les obligations de diffusion de l'information ne sont pas censées faire peser des charges administratives ou des coûts excessifs sur les entreprises. Il n'est pas non plus souhaitable que les entreprises soient tenues de rendre publiques des informations risquant de compromettre leur position concurrentielle, à moins que ces données ne soient indispensables pour éclairer pleinement les investisseurs dans leurs décisions et éviter de les induire en erreur.

5.3 Problèmes et critères d'évaluation

5.3.1 Principe V.A

184. Le principe V.A prévoit que « *la diffusion de ces informations doit porter, de façon non exclusive, sur...* », tandis que les sous-principes, qui comptent pour évaluer l'application de ce principe, précisent plus en détail quels éléments y sont soumis. Les critères essentiels se réfèrent à la diffusion d'information inadéquate ou mensongère et appellent à des voies de recours efficaces. Ce dernier point peut être difficile

à mettre en œuvre dans la mesure où la preuve de la perte par les investisseurs peut être requise. Tant qu'il y a au moins des normes de diffusion d'information effectives et mises en œuvre, le principe devrait être considéré comme mis en œuvre même si les voies de recours pour les investisseurs sont soit absentes soit rarement utilisées.

5.3.1.1 Principe V.A.1 : Le résultat financier et le résultat d'exploitation de l'entreprise.

185. Ce sous-principe se réfère en particulier aux états financiers certifiés faisant apparaître le résultat financier et la situation financière de l'entreprise (comprenant généralement le bilan, le compte de résultat, le tableau de financement, et l'annexe aux états financiers). L'évaluateur doit concorder avec celle du principe II. A précisant que les droits élémentaires de l'actionnaire doivent comprendre le droit d'obtenir des informations pertinentes et significatives sur la société.

Pratiques probables à examiner

186. Il est devenu de plus en plus courant d'accompagner les états financiers périodiques d'un rapport de gestion préparé par la direction et/ou le conseil d'administration sur l'activité et les résultats financiers de l'entreprise. Ce rapport est de plus en plus prospectif et englobe les sous-principes qui suivent et notamment le principe V.A.6 qui couvre les risques potentiels. L'évaluateur doit accorder de l'importance, en vue d'un examen de l'action à mener mais non pour l'intégrer à l'évaluation, à la question de savoir si les parties plus prospectives des états financiers font l'objet d'une protection au regard de la responsabilité des membres du conseil d'administration, l'intention étant ici d'encourager une plus grande diffusion d'information.

187. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert que les sociétés cotées fournissent au moins une fois par an à leurs actionnaires des états financiers certifiés et ceux-ci doivent inclure : (a) le bilan, le compte de résultat, le tableau de financement et l'annexe aux états financiers détaillant la situation financière de l'entreprise ; (b) un tableau de variation du capital de l'entreprise ; et (c) les comptes consolidés lorsque la société contrôle d'autres entreprises. Il existe des mécanismes pour faire respecter ces normes de diffusion et des voies de recours efficaces pour les personnes lésées du fait de l'inexactitude ou du caractère trompeur des informations communiquées et les normes de diffusion de l'information sont généralement observées.
2. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert que les sociétés cotées fournissent au moins une fois par an à leurs actionnaires un rapport de gestion préparé par la direction et approuvé par le conseil d'administration sur la situation financière et les résultats d'exploitation de la société. Les informations communiquées doivent exposer : (a) l'évaluation par la direction des facteurs ayant influé sur la situation financière et le résultat d'exploitation de la société pendant la période couverte par les états financiers ; et/ou (b) les orientations connues ayant des chances raisonnables d'avoir un effet significatif sur la situation financière et sur le résultat d'exploitation de la société dans l'avenir. Il existe des mécanismes pour faire respecter ces normes de diffusion et des voies de recours efficaces pour les personnes lésées du fait de l'inexactitude ou du caractère trompeur des informations communiquées et les normes de diffusion de l'information sont généralement observées.

5.3.1.2 Principe V.A.2 : Les objectifs de l'entreprise.

Pratiques probables à examiner.

188. Dans un petit nombre de juridictions, le droit des sociétés exige que les entreprises fassent connaître leurs objectifs en ne se bornant pas à des formules générales du type « recherche de débouchés commerciaux », comme c'est le cas ailleurs. Dans d'autres juridictions, la diffusion des objectifs commerciaux spécifiques est souvent considérée comme essentielle dans le cadre des rapports descriptifs. Il se peut également que les entreprises aient un certain nombre d'autres objectifs, à caractère environnemental ou philanthropique par exemple, qu'il peut être important pour les investisseurs de connaître. Le principe demande que les entreprises diffusent quels sont leurs objectifs commerciaux et non commerciaux. L'importance de ces objectifs peut varier considérablement d'une entreprise à l'autre.

189. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise impose aux entreprises de communiquer des informations significatives sur leurs objectifs commerciaux et non commerciaux. Il existe des mécanismes efficaces pour faire appliquer ces normes de diffusion de l'information et des voies de recours efficaces pour les personnes lésées du fait de l'inexactitude des informations communiquées et les normes de diffusion de l'information sont largement observées.

5.3.1.3 Principe V.A.3 : Les principales participations au capital et les droits de vote.

190. Les notes explicatives soulignent que ce droit à l'information doit aussi s'appliquer à la structure d'un groupe d'entreprises et aux relations entre les sociétés appartenant au groupe. Il doit faire la transparence sur les objectifs, la nature et la structure du groupe.

Pratiques probables à examiner

191. Souvent, les pays imposent la diffusion des données relatives à l'actionnariat dès lors que certains seuils de participation sont franchis. Ce type d'informations comporte parfois des données relatives aux principaux actionnaires et aux autres actionnaires qui, directement ou indirectement, contrôlent ou sont susceptibles de contrôler l'entreprise, notamment via des droits de vote spéciaux, des pactes d'actionnaires, la détention de blocs d'actions importants ou assurant le contrôle, des participations croisées importantes et des garanties réciproques.

192. Cependant, les travaux empiriques indiquent que dans de nombreuses juridictions, un grand nombre d'entreprises ne diffusent pas de données relatives à l'actionnariat et notamment aux participations détenues par la direction et le conseil d'administration. De plus, les dispositifs permettant de faire appliquer les textes peuvent être inefficaces et les réglementations imprécises. Les possibilités de recours judiciaire des investisseurs peuvent de ce fait être également amputées : les affaires situées « en zone grise » peuvent exiger la mobilisation de ressources considérables pour établir la preuve qu'une infraction à la réglementation a été commise.

193. Les groupes d'entreprises font partie du paysage du gouvernement d'entreprise dans de nombreuses juridictions même s'ils sont souvent dépourvus d'une quelconque identité juridique. Dans de nombreux cas, un groupe compte également des sociétés fermées et des participations croisées, ce qui rend très opaque le contrôle de la société cotée. Comme les structures du groupe peuvent également servir à transférer les ressources au détriment des actionnaires minoritaires, de nombreuses juridictions sont en passe d'exiger un renforcement des normes de diffusion de l'information en la matière, et d'améliorer ce faisant l'application du principe.

194. C'est en particulier pour mieux faire respecter les textes en vigueur et repérer les sources potentielles de conflit d'intérêts, les transactions avec des parties liées et les opérations d'initiés que les informations relatives aux détenteurs directs du capital doivent parfois être complétées par des informations relatives aux propriétaires effectifs (appelés également investisseurs finals dans certaines juridictions). Dans les situations où des parts importantes du capital sont détenues par des structures ou des dispositifs intermédiaires, les informations sur les propriétaires effectifs doivent donc pouvoir être obtenues au moins par les organismes chargés de faire appliquer les textes en vigueur et/ou dans le cadre de procédures judiciaires. L'examineur devra examiner si de tels arrangements ont été effectifs dans les faits et à cette fin le modèle de l'OCDE *Options pour obtenir des informations sur la propriété effective et le contrôle* peut servir de référence. Si ces arrangements apparaissent effectifs, le critère 2 peut être considéré comme étant pleinement appliqué.

195. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert de diffuser les informations relatives aux propriétaires directs d'une entreprise et aux personnes détenant individuellement ou collectivement une participation importante (mais largement inférieure à une participation de contrôle) dans une société : (a) au moins une fois par an (par exemple dans le rapport annuel ou le procès-verbal de l'assemblée générale des actionnaires) et (b) en temps opportun, dès lors qu'a été franchi le seuil de participation devant donner lieu à divulgation. L'obligation de diffusion de l'information a une portée suffisamment vaste pour s'appliquer aux structures et aux dispositifs d'actionariat complexes, notamment ceux susceptibles d'avoir été conçus afin de dissimuler l'identité des personnes qui en détiennent effectivement le contrôle. Il existe des dispositifs pour faire respecter cette obligation ainsi que des voies de recours efficaces et cette norme est généralement observée.
2. Le dispositif réglementaire assure que les informations sur les propriétaires effectifs du capital puissent être obtenues au moins par les organismes chargés de faire appliquer les textes en vigueur et/ou dans le cadre de procédures judiciaires et il n'existe pas de preuves matérielles que de telles procédures se sont avérées inefficaces.
3. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert et préconise que les entreprises rendent publiques en temps opportun des informations suffisantes sur la structure du groupe d'entreprises, les participations croisées importantes et les relations entre les sociétés appartenant au groupe pour permettre aux actionnaires d'appréhender les mécanismes de contrôle de la société. Lorsque la diffusion d'informations est requise, il existe des mécanismes efficaces pour faire respecter la norme de diffusion, de même que des voies de recours efficaces pour les personnes lésées du fait de l'inexactitude des informations communiquées. Qu'elle soit requise ou préconisée, la diffusion d'informations est répandue.

5.3.1.4 Principe V.A.4 : La politique de rémunération des administrateurs et des principaux dirigeants, ainsi que les données relatives aux administrateurs portant notamment sur leurs qualifications, le processus de sélection, leur appartenance au conseil d'administration d'autres sociétés et le fait qu'ils sont considérés comme indépendants par le conseil d'administration.

Pratiques probables à examiner

196. L'application du principe V.A.4 est susceptible de varier fortement d'une société et d'une juridiction à l'autre. Les textes n'ayant pas force de loi comme les codes et principes étant particulièrement importants dans ce domaine, l'examineur devra évaluer si l'application de ce sous-principe par les

entreprises est répandue et si les mécanismes du marché favorisent efficacement la diffusion de ces informations. Dans certaines juridictions, l'expérience donne à penser que seules les informations les plus rudimentaires sont communiquées avant l'assemblée générale des actionnaires ce qui doit amener à conclure que le principe n'est pas pleinement appliqué. Il faut également s'assurer que l'évaluation concorde avec celle du principe II.C.3.

197. Un certain nombre de principes, voire de lois en vigueur au niveau national, assignent des obligations spécifiques aux administrateurs qui peuvent être considérés comme indépendants. Dans un grand nombre de juridictions, il incombe au conseil d'administration de fixer les critères en vertu desquels un administrateur peut être considéré comme indépendant, par exemple dans les déclarations de gouvernement d'entreprise (voir aussi principe V.A.8). C'est ensuite aux actionnaires, et en dernier ressort au marché, qu'il revient de décider si ces critères sont légitimes. C'est là l'intention qui a présidé au principe.

198. La diffusion d'informations relatives au processus de sélection et notamment au fait qu'il soit ouvert à un nombre important de candidats semble être une pratique bien moins développée dans nombre de juridictions. Ces informations doivent être communiquées avant toute décision de l'assemblée générale des actionnaires ou à titre permanent, dès que la situation change de manière significative.

199. La relation entre les rémunérations des administrateurs et des dirigeants et les résultats de l'entreprise intéressent particulièrement les actionnaires. Les annotations du principe mentionnent que les entreprises sont censées communiquer des informations sur les rémunérations des administrateurs et des principaux dirigeants de la société pour que les actionnaires puissent évaluer les coûts et les avantages du système de rémunération, ainsi que la contribution aux résultats de l'entreprise des mécanismes d'incitation en vigueur, notamment les mécanismes d'options de souscription d'actions. Cependant, les annotations n'appellent pas spécifiquement à une diffusion d'information sur une base individuelle, même si cela est de plus en plus couramment considérée comme une bonne pratique et est devenue obligatoire dans plusieurs pays (y compris sur les dispositions en matière de dénonciation de contrat et de départ en retraite). En pareil cas, certains pays imposent de publier la rémunération d'un certain nombre des dirigeants les mieux payés, tandis que d'autres ne l'imposent que pour les titulaires de certains postes. Cependant, la diffusion d'informations individualisées n'est pas une condition nécessaire pour que le principe soit considéré comme étant appliqué. Lorsque la rémunération agrégée, définie comme comprenant toutes les sources de rémunération y compris les paiements futures, est publiée mais que la politique de rémunération ne l'est pas, il faudrait considérer que le critère 3 est globalement appliqué. L'évaluation globale serait cependant fonction de celle des deux autres critères essentiels.

200. Même si cela n'est pas indiqué explicitement dans le principe, l'intention ayant présidé aux Principes (par exemple au principe VI.D.6), l'intention ayant présidé aux Principes couvre clairement la nécessité de la diffusion d'informations sur les transactions portant sur les actions et les titres de l'entreprise effectuées par les membres du conseil d'administration et les principaux dirigeants, y compris les membres de leur famille proche ou leurs associés, mais seulement dans le cas où ils ont une participation économique dans la transaction.

201. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise la diffusion en temps opportun aux actionnaires (dans les rapports annuels ou les procès-verbaux d'assemblée générale, par exemple) de toutes les informations relatives aux administrateurs et portant sur : (a) leurs qualifications et leur appartenance au conseil d'administration d'autres sociétés ; (b) le processus de sélection ; (c) le fait qu'ils sont considérés comme indépendants et les critères utilisés par

l'entreprise pour les considérer comme tels d) d'autres informations importantes. Lorsque la diffusion est requise, il existe des mécanismes efficaces pour faire respecter les normes de diffusion et des voies de recours efficaces pour les personnes lésées du fait de le caractère inadéquat ou trompeur des informations communiquées. Qu'elles soient requises ou préconisées, ces normes de diffusion de l'information sont généralement observées.

2. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert que les administrateurs et les principaux dirigeants rendent publiques : (a) en temps opportun, toute transaction portant sur des actions de la société effectuée par eux-mêmes et des membres de leur famille proche ou des associés ayant une participation économique dans la transaction et (b) périodiquement (par exemple dans le rapport annuel ou les procès-verbaux d'assemblée générale) les participations de chacun des administrateurs et principaux dirigeants (en tenant compte, à chaque fois, des parts détenues dans le capital de la société par des membres de la famille proche ou des associés de chacun d'entre eux, mais seulement dans les cas où ils détiennent de telles participations.). Lorsque la diffusion est requise, il existe des mécanismes efficaces pour faire respecter les normes de diffusion et des voies de recours efficaces pour les personnes lésées du fait du caractère inadéquat ou trompeur des informations communiquées. Qu'elles soient requises ou préconisées, les normes de diffusion de l'information sont généralement observées.
3. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise la diffusion auprès des actionnaires en temps opportun de toutes les informations relatives à la rémunération des administrateurs et principaux dirigeants portant sur : (a) la relation entre leur rémunération et les résultats de l'entreprise et (b) la politique concernant les différentes formes de rémunération telles que les indemnités de départ en retraite et les dispositifs de rémunération différée. Lorsque la diffusion est requise, il existe des mécanismes efficaces pour faire respecter les normes de diffusion et des voies de recours efficaces pour les personnes lésées du fait du caractère inadéquat ou trompeur des informations communiquées. Qu'elle soit requise ou préconisée, la norme de diffusion de l'information est généralement observée.

5.3.1.5 Principe V.A.5 : Les transactions effectuées avec des parties liées.

202. Il importe pour le marché de savoir si la société est gérée en tenant dûment compte des intérêts de l'ensemble de ces actionnaires. À cet effet, il est indispensable que l'entreprise communique au marché toutes les informations relatives aux transactions significatives effectuées avec des parties liées (informations globales ou individualisées), et indique notamment si elles ont été réalisées dans le respect du principe de pleine concurrence et aux conditions normales du marché.

Pratiques probables à examiner

203. Dans un certain nombre de pays, la diffusion des informations sur les transactions effectuées avec des parties liées est déjà une obligation légale et/ou fait partie intégrante des normes comptables. La notion de partie liée peut englober les entités de contrôle ou contrôlées conjointement par la société, les actionnaires significatifs, y compris les membres de leur famille ainsi que les principaux cadres de direction. Les transactions auxquelles participent, directement ou indirectement, les principaux actionnaires (ou leur proche famille, leurs relations, etc.), sont par nature potentiellement les plus délicates. Les obligations de diffusion d'informations portent notamment sur la nature de la relation en cas de contrôle, ainsi que la nature et le montant des transactions effectuées avec des parties liées, agrégées de manière appropriée. Compte tenu de l'opacité intrinsèque de nombreuses transactions, il peut être utile d'obliger le bénéficiaire de la transaction à fournir les informations correspondantes au conseil d'administration qui doit lui-même les retransmettre au marché. Des sanctions administratives sont souvent appliquées pour appuyer cette obligation de diffusion de ces informations. Pour autant, cela n'exonère pas l'entreprise

d'exercer sa propre surveillance, ce qui constitue l'une des missions importantes du conseil d'administration.

204. Les modalités d'approbation des transactions avec des parties liées et les situations dans lesquelles l'approbation doit être obtenue varient selon les juridictions et les entreprises, et cela a des incidences sur la norme de diffusion de l'information. Les critères essentiels doivent par conséquent avoir une portée suffisamment vaste afin de tenir compte de ces différences fondamentales.

205. Cela étant, dans de nombreuses juridictions, la réglementation présente des lacunes et il est difficile de faire appliquer les textes. En effet, les transactions avec des parties liées passent souvent pour constituer les infractions les plus graves à l'encontre d'un régime du gouvernement d'entreprise efficace dans le monde et ce problème a dominé toutes les Tables rondes régionales sur le gouvernement d'entreprise et les RONC de la Banque mondiale. Il apparaît que la définition de la notion de partie liée peut être très vague et qu'il est facile de contourner les critères retenus pour la définir. L'examineur doit analyser la définition donnée de cette notion et s'assurer qu'elle repose sur la notion de contrôle (et ne vise pas uniquement un poste donné comme celui de directeur des services comptables, par exemple) et que l'on ne peut la contourner aisément. Dans le cas contraire, ce principe peut alors être considéré comme non observé ou seulement partiellement observé. L'examineur doit également savoir que dans certaines juridictions, les transactions avec des filiales peuvent ne pas être considérées comme des transactions avec des parties liées (et n'ont donc pas à être diffusées) lorsqu'une majorité des actionnaires en a ainsi décidé et que cela est inscrit dans les statuts de la société. Il lui faudra tenir compte de cette éventualité et évaluer si cette pratique est courante. Le cas échéant, l'évaluation doit conclure que ce principe n'est pas appliqué.

206. Compte tenu de la nature des transactions effectuées avec des parties liées, la mise à exécution des textes peut s'avérer souvent difficile. C'est notamment le cas si la charge de la preuve revient aux actionnaires minoritaires et s'il n'existe que des pouvoirs d'enquête limités. Les normes définissant des critères de conformité discriminants prévues par la réglementation peuvent favoriser la mise à exécution des textes par des voies de recours privées.

207. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert de rendre publiques en temps opportun toutes les informations relatives à des transactions effectuées avec des parties liées. Dans ce contexte, la diffusion en temps opportun d'informations détaillées signifie, (a) pour les transactions qui doivent être soumises à l'approbation des actionnaires dans la juridiction, la diffusion de ces informations suffisamment tôt pour leur permettre de prendre une décision éclairée ; (b) en ce qui concerne les transactions effectuées avec des parties liées susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la valeur des actions de la société mais qui ne sont pas soumises à l'approbation des actionnaires, la diffusion suffisamment détaillée pour permettre aux actionnaires minoritaires d'exprimer leurs préoccupations auprès de la direction, des autorités et des tribunaux avant que la transaction ne soit effectuée ; et (c) pour les transactions courantes ou moins significatives, une diffusion de ces informations au moins une fois par an (par exemple dans les états financiers ou les rapports annuels). Il existe des mécanismes opportuns et efficaces pour faire respecter ces normes de diffusion, des voies de recours efficaces pour les personnes lésées du fait de l'inexactitude des informations communiquées et les normes de diffusion de l'information sont généralement observées.
2. La définition de la notion de « partie liée » est suffisamment large pour inclure, dans la juridiction, le type de transactions présentant un risque réel d'abus. Il n'est pas facile de la contourner et elle fait l'objet d'une mise en œuvre effective.

5.3.1.6 Principe V.A.6 : Les facteurs de risque prévisibles.

208. Ce principe couvre le fait que les intervenants sur le marché ont besoin d'informations sur les facteurs de risque significatifs et raisonnablement prévisibles, à savoir : les risques spécifiques à une branche d'activité ou aux zones géographiques dans lesquelles opère l'entreprise, la dépendance de l'entreprise vis-à-vis des matières premières, les risques encourus sur les marchés de capitaux, notamment les risques de taux ou de change, les risques liés aux instruments dérivés et aux opérations hors bilan, et enfin les risques liés aux responsabilités environnementales.

Pratiques probables à examiner

209. Il devient de plus en plus courant d'exiger que les entreprises complètent les rapports financiers par des informations non financières ou descriptives dans une optique plus prospective pour analyser les risques. D'une société à l'autre, ce qui est considéré comme un risque significatif et un indicateur de risque associé varie très fortement, ce qui rend difficile la formulation et l'application de règles et de règlements rigides. Ce domaine est par conséquent souvent couvert par des codes et principes, même si certains pays disposent d'une législation en vigueur sur la diffusion des informations relatives à certains risques. Une évaluation devra également tenir compte des principes VI.D.1 et VI.D.7. qui requièrent que le conseil d'administration mette en oeuvre une politique de risque et des systèmes de gestion appropriés en la matière. On s'attend normalement à ce que les entreprises diffusent de l'information générale sur les systèmes de contrôle interne en place pour gérer ces risques. Compte tenu du fait que la diffusion de telles informations n'est pas encore très développée et que son importance dépend en grande partie du type de sociétés exerçant leur activité dans la juridiction, l'examineur doit interpréter l'application au sens large.

210. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise que les entreprises diffusent des informations sur les facteurs de risque significatifs et raisonnablement prévisibles et sur les procédures mises en place pour gérer de tels risques. Lorsque la diffusion est requise, il existe des mécanismes efficaces pour faire respecter les normes de diffusion et des voies de recours efficaces pour les personnes lésées du fait du caractère inadéquat ou trompeur des informations communiquées. Qu'elles soient requises ou préconisées, ces normes de diffusion de l'information sont généralement observées.

5.3.1.7 Principe V.A.7 : Les questions intéressant les salariés et les autres parties prenantes.

211. Les entreprises sont encouragées à communiquer des informations sur les principales questions intéressant les salariés et les autres parties prenantes qui pourraient altérer sensiblement leurs résultats, et elles y sont même obligées dans certains pays.

Pratiques probables à examiner

212. La communication de ces informations n'est pas une pratique répandue (même si elle est obligatoire dans certaines juridictions) et faute de normes dans ce domaine, cette pratique est souvent couverte par des codes et principes. Ces informations peuvent porter sur les relations entre la direction et les salariés et les relations avec d'autres parties prenantes, comme les créanciers, les fournisseurs et les collectivités locales.

213. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise que les entreprises rendent publiques les informations sur les principales questions intéressant les salariés et les autres parties prenantes qui pourraient altérer sensiblement leurs résultats. Lorsque la diffusion est requise, il existe des mécanismes efficaces pour faire respecter les normes de diffusion et des voies de recours efficaces pour les personnes lésées du fait de l'inexactitude des informations communiquées. Qu'elles soient requises ou préconisées, les normes de diffusion de l'information sont généralement observées.

5.3.1.8 Principe V.A.8: Les structures et politiques de gouvernance de l'entreprise, et en particulier sur le contenu de tout code ou de toute stratégie de gouvernement d'entreprise rédigée par la société et sur le processus permettant de mettre en œuvre ce code ou cette stratégie.

Pratiques probables à examiner

214. Dans certaines juridictions, un certain nombre de pratiques de gouvernement d'entreprise sont obligatoires, notamment sur la composition et le fonctionnement du conseil d'administration, tandis que dans d'autres, le droit des sociétés et la réglementation ne comportent dans les faits que peu de dispositions à cet égard et les accords sont laissés à la discrétion de l'entreprise et des actionnaires. Dans un cas comme dans l'autre, de nombreuses juridictions ont désormais introduit des codes ou principes complémentaires de gouvernement d'entreprise et presque toutes prévoient un mode ou un autre de diffusion des informations relatives au gouvernement d'entreprise. Les codes et les principes de gouvernement d'entreprise varient fortement et leur degré d'élaboration doit aussi être pris en compte par l'examineur. Un certain nombre de juridictions appliquent le principe « respecter les textes ou se justifier », mais cette obligation n'est pas nécessairement reprise dans la réglementation de même que la question de savoir si les rapports de gouvernement d'entreprise font l'objet d'une surveillance par l'autorité de tutelle ou si leur contrôle est laissé exclusivement à la charge des acteurs du marché. Il n'est pas nécessaire que la réglementation reprenne le principe de « respecter les textes ou se justifier » pour une évaluation positive, bien que cela doive contribuer à la transparence quant à la manière dont le code ou la politique est mise en œuvre et que cela conforte par là-même l'application du principe. D'autres codes sont purement facultatifs de sorte que l'examineur ne saurait considérer le principe comme étant appliqué, à moins que la diffusion d'informations sur l'état de leur application ne soit répandue. Les travaux empiriques indiquent que le contenu des rapports sur le gouvernement d'entreprise varient souvent fortement d'une société à l'autre, certaines s'en tenant au strict minimum alors que d'autres sont très prolixes à ce sujet. Certains codes s'appliquent aux entreprises cotées dans la juridiction alors que d'autres ne couvrent que les entreprises qui y sont immatriculées. Ce principe préconise donc que l'entreprise fasse savoir quel code et quel ensemble de principes elle applique.

215. Il serait conforme aux Principes que le rapport sur le gouvernement d'entreprise comprenne, entre autres, des informations sur la structure de l'actionariat, la composition du conseil d'administration, les qualifications des administrateurs, notamment des administrateurs considérés comme indépendants, et les procédures adoptées par le conseil d'administration, notamment le processus de sélection des administrateurs, de même que tout code de gouvernement d'entreprise qui est observé et ses modalités d'application. Bon nombre de ces éléments pourraient être inclus dans d'autres rapports diffusés par la société. Ils ont déjà été abordés dans d'autres principes, et il n'y a donc pas lieu de les mentionner à nouveau dans les critères essentiels se rapportant au principe ici examiné. Cependant, s'il est déterminé que les autres principes ne sont pas appliqués, il convient d'en tenir compte dans l'évaluation du présent principe.

216. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise que les entreprises publient, au moins une fois par an, un rapport sur le gouvernement d'entreprise qui, en particulier décrit : (a) la composition et le fonctionnement du conseil d'administration ; et (b) la façon dont l'entreprise met en œuvre les pratiques de gouvernement d'entreprise recommandées par tout code de gouvernement d'entreprise adopté par l'autorité de tutelle s'appliquant à l'entreprise ou par tout code que l'entreprise a adopté. Lorsque la diffusion est requise, il existe des mécanismes efficaces pour faire respecter les normes de diffusion, y compris le recours à des mécanismes de marché et des mécanismes de réparation efficaces pour ceux qui ont été victimes d'une information inadéquate ou trompeuse. Qu'elles soient requises ou préconisées, les normes de diffusion de l'information sont généralement observées.

5.3.2 Principe V.B

217. Le principe mentionne *qu'il convient d'établir et de diffuser l'information conformément à des normes de grande qualité reconnues au niveau international, en matière de comptabilité et de communication financière et non financière.*

218. Le principe V.B reprend de nombreux éléments traités dans le principe V.A : le respect de normes de grande qualité suppose obligatoirement la diffusion d'informations sur nombre d'obligations évoquées plus haut. L'application de normes de grande qualité est une importante mesure prise par les pouvoirs publics et elle est censée améliorer sensiblement la capacité des investisseurs à suivre les activités d'une entreprise dans la mesure où elle accroît la fiabilité et la comparabilité des données communiquées et où elle permet de disposer de renseignements plus précis sur les résultats de l'entreprise.

Pratiques probables à examiner

219. L'examineur doit examiner si des normes nationales sont en vigueur et les cas où des normes internationales reconnues et de grande qualité sont utilisées par les sociétés cotées (de manière volontaire, pour les comptes consolidés seulement). On peut réussir à imposer des normes de grande qualité sur le plan national en les rendant compatibles avec l'une des normes comptables reconnues au niveau international. Cependant, dans la pratique, la Banque mondiale relève que de nombreux pays sont encore loin d'appliquer les normes internationales tout en affirmant que leurs normes nationales « reposent sur » ou « sont conformes aux » normes internationales. L'un des principaux problèmes semble être l'absence de réglementation efficace en matière de comptabilité et de vérification des comptes, mais également l'absence d'institutions efficaces et d'incitations puissantes, de la part du secteur privé, à appliquer de telles normes. Cette opinion est généralement partagée par les chercheurs, même si certains considèrent qu'un renforcement des possibilités de règlement privé des litiges constitue une priorité pour améliorer ces normes.

220. Pour évaluer ce principe, l'examineur n'a pas besoin de faire une évaluation détaillée de la qualité des normes de comptabilité et de diffusion nationales et ne le pourrait d'ailleurs pas. D'autres organisations internationales sont mieux placées pour procéder à ce type d'évaluation et devraient être consultées. Néanmoins, un jugement préliminaire est nécessaire et devra être basé sur des consultations avec des acteurs variés du marché tels que les analystes, la profession comptable et les autorités de marché. Dans certains cas, des jugements quant à l'équivalence des normes peuvent avoir déjà été faits par des organes d'autres juridictions. Il convient également de donner priorité aux processus, en d'autres termes de s'assurer que la surveillance institutionnelle des diverses normes fonctionne bien, y compris en matière d'auto-régulation, et que les mesures prises pour faire appliquer les textes sont efficaces. Les normes nationales (si elles sont utilisées ou appliquées en parallèle des normes internationales) doivent être élaborées dans le cadre de processus ouverts, indépendants et publics associant le secteur privé, ainsi que d'autres parties intéressées, telles que des organisations professionnelles et des experts indépendants.

Lorsque des normes internationales sont utilisées, elles doivent fidèlement refléter la norme originale, ce qui signifie que des ressources appropriées doivent être affectées à leur transposition fidèle, notamment par des processus publics. Les juridictions vont néanmoins souvent garder un organe en charge de traduire les normes internationales dans la législation locale.

221. Du point de vue des mesures prises par les pouvoirs publics et pour préserver l'intégrité des marchés, le respect effectif des normes de communication financière, qu'elles soient nationales ou internationales, est un élément important. Dans certaines juridictions, l'expérience montre que la surveillance de la mise en œuvre de ces normes par les pouvoirs publics est inefficace. Dans nombre de juridictions, les comptables et les auditeurs (les « ouvreurs de portes ») constituent la première instance de mise à exécution des textes, dispositif qui n'est pas toujours à la hauteur des attentes. Il importe de s'assurer qu'un organisme, qui peut être l'autorité d'admission à la cotation, dispose de la compétence et des ressources nécessaires pour mettre à exécution les normes de communication financière adoptées. Un autre moyen de mise à exécution des textes, moyen dont l'examineur doit tenir compte, est la possibilité pour les actionnaires d'intenter une action contre l'entreprise, si les informations communiquées ne respectent pas les normes admises dans la juridiction.

222. En ce qui concerne la diffusion d'informations non financières, les normes sont souvent développées par les par les autorités de surveillance des marchés qui peuvent par définition être considérées comme agissant dans l'intérêt public. Cependant, pour que le critère 2 soit considéré comme pleinement mis en œuvre, l'examineur devra s'assurer que cet organe a le pouvoir et les ressources financières nécessaires pour remplir ses missions.

223. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise prévoit qu'il existe un/des organisme/s (national et/ou international) chargé d'élaborer et d'interpréter les normes comptables. Les processus d'élaboration et d'interprétation des normes doivent être transparents et l'élaboration des normes doit pouvoir donner lieu à une réelle consultation publique. Si cet organisme est domestique, les processus d'élaboration et d'interprétation des normes doivent être soumis à la surveillance d'une instance qui agit dans l'intérêt public, dotée des responsabilités et compétences adéquates et disposant des moyens financiers nécessaires pour assumer de telles responsabilités. Les normes comptables et de diffusion d'information sont considérées par un grand nombre d'acteurs du marché et d'experts comme étant de grande qualité et conformes avec les normes internationalement acceptées.
2. Le régime de gouvernement d'entreprise prévoit l'élaboration de normes de communication non financière par un organisme d'intérêt général (comme une autorité de tutelle des valeurs mobilières) ou dont les processus d'élaboration et d'interprétation des normes sont soumis à la surveillance d'une instance dotée des responsabilités et compétences adéquates et disposant des moyens financiers nécessaires pour assumer de telles responsabilités. Ces processus d'élaboration et d'interprétation des normes doivent être transparents et l'élaboration des normes doit pouvoir donner lieu à une réelle consultation publique.
3. Il existe des mécanismes pour faire respecter ces normes comptables et de diffusion d'information, des voies de recours efficaces pour les personnes lésées du fait du caractère inadéquat ou trompeur des informations communiquées et les normes de diffusion de l'information sont généralement observées.

5.3.3 Principe V.C

224. Le principe mentionne qu'*une vérification des comptes doit être effectuée chaque année par un auditeur indépendant, compétent et qualifié, chargé de donner au conseil d'administration et aux actionnaires un avis externe et objectif certifiant que les états financiers rendent compte fidèlement de tous les aspects importants de la situation financière et des résultats de la société.* Outre la nécessité que les auditeurs externes soient indépendants, compétents et qualifiés, les notes explicatives vont jusqu'à préciser qu'en plus de certifier que les états financiers rendent compte fidèlement de la situation financière de l'entreprise, le rapport d'audit doit en outre comporter un avis sur la manière dont les états financiers ont été établis et présentés. Cela doit contribuer à améliorer les conditions d'exercice des contrôles à l'intérieur de la société.

225. Les notes explicatives soulignent l'importance, pour l'application de ces normes, des *Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring an Auditor's Independence* publiés par l'OICV prévoyant que « les normes d'indépendance des auditeurs doivent définir un corps de principes, conforté par un ensemble d'interdictions, de restrictions, d'autres mesures ou procédures ainsi que d'obligations de publicité, qui traite à tout le moins des menaces suivantes pesant sur cette indépendance : l'intérêt personnel, l'autocontrôle, la défense d'une cause particulière, les liens de familiarité et l'intimidation ».

Pratiques probables à examiner

226. Pour évaluer ce principe, l'examineur doit plutôt examiner les institutions et les processus qui doivent assurer la mise en œuvre du principe que le principe lui-même, à savoir si les auditeurs externes sont compétents et indépendants. L'examineur devra se pencher sur le développement des normes de vérification, y compris sur l'influence des normes de haute qualité internationalement acceptées. Les RONC de la Banque mondiale et les rapports d'autres organisations (OICV) constituent des sources importantes d'information pour l'examineur, qui l'aideront à se forger une opinion.

227. De nombreux pays ont pris des mesures pour accroître l'indépendance des auditeurs et renforcer leur responsabilité vis-à-vis des actionnaires. Pour régler notamment le problème de l'autocontrôle, un certain nombre de pays ont renforcé la surveillance en matière de révision des comptes par l'intermédiaire d'un organisme indépendant, conformément aux *Principles of Auditor Oversight*, publiés par l'OICV en 2002. Les Principes admettent que d'autres méthodes peuvent aboutir au même résultat (autrement dit, la question de l'équivalence fonctionnelle se pose) et de fait l'OICV a fait état de pratiques fluctuantes en la matière. Le fait de déterminer s'il existe une équivalence fonctionnelle est laissé à l'appréciation de l'examineur après que celui-ci aura évalué le fonctionnement concret des procédures et des institutions.

228. De nombreuses juridictions se préoccupent de trouver un moyen de mieux contrôler les conflits d'intérêts éventuels auxquels peut être confronté l'auditeur externe. La prestation par les auditeurs externes de services autres que la révision des comptes peut notablement compromettre leur indépendance et parfois les conduire à vérifier leurs propres travaux. Pour combattre les tentations qui peuvent alors se faire jour, un certain nombre de pays imposent désormais la divulgation des honoraires versés aux auditeurs externes en contrepartie de prestations autres que la révision des comptes. Ceci va nécessiter une définition claire de tels services dans la juridiction concernée. L'intention du principe est que la diffusion d'information doit être requise pour que le principe soit considéré comme mis en œuvre.

229. À titre d'exemple de dispositions destinées à conforter l'indépendance des auditeurs on retiendra l'interdiction absolue faite à un auditeur d'effectuer pour un client dont il certifie les comptes des prestations autres que la vérification de ses comptes, ou à tout le moins l'application de restrictions strictes portant sur la nature desdites prestations, la rotation obligatoire des auditeurs, l'interdiction temporaire

d'employer un ancien auditeur pour la société dont il a vérifié les comptes et l'interdiction faite aux auditeurs ou à leurs proches d'avoir des intérêts financiers ou un rôle dirigeant dans les sociétés dont ils certifient les comptes. Certains pays adoptent une démarche réglementaire plus directe en limitant le pourcentage des revenus qu'un auditeur peut recevoir d'un client donné au titre de services autres que la certification de ses comptes ou le pourcentage du revenu total d'un auditeur provenant d'un même client.

230. L'examineur doit connaître ces pratiques et savoir dans quelle mesure elles semblent adaptées aux conditions locales. Il doit également se demander si elles permettent de remédier efficacement aux faiblesses perçues. Dans certaines juridictions, l'urgente nécessité de garantir la compétence des auditeurs et la qualité des audits est devenue un véritable problème. Dans bien des cas, on a institué une procédure d'inscription sur un registre professionnel, dans le cadre de laquelle les candidats doivent apporter la preuve qu'ils ont les qualifications requises. En ce qui concerne des programmes d'assurance qualité, de nombreuses juridictions s'appuient sur l'auto-régulation par la profession elle-même. Cependant, dans un nombre croissant de cas, des organismes d'intérêt général ont été établis pour superviser les travaux ou pour effectuer eux-mêmes les revues de qualité. Quelque soit le choix institutionnel qui est fait, il est important pour l'examineur de s'assurer que cet organe a l'autorité (y compris les pouvoirs d'application) et les ressources nécessaires pour entreprendre un programme crédible de revue de qualité.

231. Les procédures du conseil d'administration pour assurer la compétence et l'indépendance des auditeurs sont traitées au principe VI.E.1. Une évaluation finale de l'application du principe V.C doit tenir compte de l'évaluation des pratiques du conseil d'administration. Les critères essentiels et la note explicative indiquent que ces responsabilités incombent à différents organismes, par exemple un comité d'audit du conseil d'administration, une « commission d'audit » distincte du conseil d'administration comprenant parfois des représentants des actionnaires minoritaires, et dans certains cas, et des « commissaires aux comptes » qui sont également membres du conseil d'administration, sans droit de vote. L'examineur devra se familiariser avec le mode de fonctionnement réel de chaque système et vérifier si le principe et les critères essentiels sont appliqués.

232. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise: (a) requiert que les entreprises fassent vérifier leurs états financiers annuels par un auditeur externe conformément à un ensemble complet de normes de vérification des comptes cohérentes avec ou reflétant fidèlement des normes de haute qualité internationalement acceptées; (b) requiert que l'auditeur externe soit indépendant de la direction, des administrateurs et des actionnaires de contrôle ; et (c) requiert ou préconise que le processus de sélection de l'auditeur externe soit surveillé par un organisme tel que l'assemblée des actionnaires ou un groupe d'administrateurs indépendants (par exemple, un comité d'audit ou équivalent), qui soit indépendant de la direction.
2. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert que les auditeurs des sociétés cotées soient agréés et la procédure d'agrément qui les concerne : (a) requiert que les auditeurs respectent les critères de qualification et de compétence exigés avant d'obtenir l'agrément et observent les normes en vigueur de compétence professionnelle et (b) prévoit le retrait de l'agrément aux auditeurs, si les critères de qualification et de compétence ne sont pas observés ou si elles contreviennent aux normes éthiques ou aux normes de contrôle de la vérification des comptes.
3. Le régime de gouvernement d'entreprise prévoit l'existence d'un organisme pour appliquer les normes d'audit (tel qu'un programme d'assurance qualité) qui : a) est indépendant (ou sujet à la supervision d'un organe indépendant de) la profession d'audit ; b) a une composition appropriée et des pouvoirs et responsabilités adéquates, ainsi qu'un financement convenable ; et c) met en

œuvre, en ce qui concerne ses activités d'intérêt général, des procédures transparentes et prévoit des consultations publiques sur le développement de ses procédures et de ses principales politiques opérationnelles.

4. Le régime de gouvernement d'entreprise prévoit l'existence d'un organisme, domestique ou international, chargé d'élaborer et d'interpréter les normes de vérification des comptes ainsi que les normes de pratiques éthiques pour les auditeurs des sociétés cotées. Lorsque cette organisation est domestique, elle doit : (a) être indépendante de (ou soumise à la surveillance d'un organisme indépendant de) la profession d'auditeurs, (b) être dotée des moyens humains utiles, ainsi que des responsabilités et des compétences requises et disposer des moyens financiers nécessaires et (c) utiliser, pour les mesures qu'elle prend dans l'intérêt public, des processus transparents, donnant lieu à une consultation publique en ce qui concerne l'élaboration des normes.
5. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise que le comité d'audit ou l'organisme équivalent informe les actionnaires : (a) des mesures qu'il a prises et des critères selon lesquels il a conclu que l'auditeur était indépendant et qualifié, (b) des mesures qu'il a prises et des critères selon lesquels il a conclu que l'auditeur a agi avec toute la diligence que l'on est en droit d'attendre de professionnels et (c) de la valeur des travaux autres que la révision des comptes effectués par l'auditeur externe pour le compte de la société. Lorsque la norme est requise, il existe des mécanismes efficaces pour la faire respecter et des voies de recours efficaces pour les personnes lésées du fait d'une adhésion insuffisante. Qu'elle soit requise ou préconisée, la norme est généralement mise en œuvre.

5.3.4 Principe V.D

233. Le principe mentionne que *les auditeurs externes sont responsables vis-à-vis des actionnaires et ont l'obligation vis-à-vis de la société de mener à bien la révision des comptes avec toute la diligence que l'on est en droit d'attendre de professionnels*. Le principal résultat visé par ce principe est que les auditeurs externes comprennent qu'ils ne sont pas responsables vis-à-vis de la direction (avec laquelle ils entretiennent souvent des relations collégiales au jour le jour) mais envers la société (représentée par le conseil d'administration) et les actionnaires. Cela est indépendant de la question de savoir si les obligations incombant aux auditeurs externes relèvent de la société ou de la législation financière.

Pratiques probables à examiner

234. Dans nombre de juridictions, les auditeurs externes sont nommés directement par l'assemblée générale des actionnaires (parfois sur avis du conseil d'administration) et cette pratique présente l'avantage que leur responsabilité vis-à-vis des actionnaires est claire. Dans les nombreux autres cas où ils sont nommés par le conseil d'administration, la situation peut être opaque. En ce cas, les notes explicatives soulignent que la pratique consistant à imposer que les auditeurs externes soient recommandés par un comité d'audit ou un organe équivalent du conseil d'administration est une bonne pratique. Cela met en outre en relief le devoir de diligence professionnelle de l'auditeur envers la société plutôt que vis-à-vis d'un individu ou d'une catégorie de dirigeants de l'entreprise auxquels il peut avoir à faire dans le cadre de sa mission.

235. L'un des problèmes essentiels concerne la responsabilité incombant aux auditeurs externes de mener à bien la révision des comptes avec toute la diligence que l'on est en droit d'attendre de professionnels. Il existe de nombreuses approches nationales, selon la taille du marché sur lequel exercent les auditeurs et ce que l'on attend réellement de la révision des comptes, de sorte qu'à ce stade il n'est pas

possible de faire des généralisations qui puissent être incorporées aux critères essentiels dont il faut tenir compte pour évaluer la mise en œuvre de ce principe.

236. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise prévoit clairement que les auditeurs externes sont responsables vis-à-vis des actionnaires de la société en ce qui concerne l'exécution de leurs fonctions de vérifications des comptes.
2. Le régime de gouvernement d'entreprise prévoit des sanctions proportionnées, efficaces et dissuasives, des amendes et/ou des obligations pour les auditeurs externes qui ne mènent pas la vérification des comptes avec toute la diligence que l'on est en droit d'attendre de professionnels.

5.3.5 Principe V.E

237. Le principe mentionne que *les modes de diffusion retenus doivent permettre aux utilisateurs d'accéder aux informations pertinentes dans des conditions équitables, en temps opportun et au meilleur coût.*

Pratiques probables à examiner

238. L'évaluation du principe V.E doit également concorder avec celle du principe II.A.3 définissant le droit élémentaire des actionnaires d'obtenir en temps opportun et de façon régulière des informations pertinentes et significatives sur la société. Tout aussi important, sinon plus, ce principe précise que les actionnaires doivent pouvoir accéder aux informations significatives dans des conditions équitables. Il couvre de ce fait les principales occasions de se livrer à des opérations d'initiés et à des abus à l'encontre des actionnaires que sont l'accès privilégié à des informations sensibles sur le marché dont bénéficient certains actionnaires ou certaines parties. Les conclusions du principe III.B, selon lequel « *les opérations d'initiés et les opérations pour compte propre abusives doivent être interdites* », s'appliquent donc pour évaluer la mise en œuvre de ce principe.

239. En ce qui concerne l'égalité d'accès à l'information, de nombreux pays disposent de réglementations spécifiques sur les modalités et les conditions auxquelles les informations sensibles sur le marché peuvent être communiquées aux actionnaires et aux investisseurs. Il s'agit d'un aspect crucial pour l'intégrité des marchés et pour l'égalité de traitement des actionnaires. Des exceptions à l'interdiction de diffusion de certaines informations sont souvent faites pour la transmission, par l'émetteur, d'informations à la presse ou aux agences de notation, et dans le cadre de communications d'affaire habituelles avec les clients ou les fournisseurs. En l'absence de ces exceptions, le système réglementaire pourrait se révéler inapplicable et inefficace. Cependant, l'application de ce principe peut poser un problème, les institutions chargées de la réglementation ne disposant parfois ni des moyens d'enquête nécessaires ni d'incitations leur permettant d'allouer leurs maigres ressources à cet aspect de la mise à exécution de la réglementation. Les recours privés peuvent aussi être difficiles étant donné la nécessité d'avoir souvent à apporter la preuve des manquements.

240. Les moyens de diffusion de l'information peuvent s'avérer aussi importants que son contenu proprement dit. Si l'obligation de diffuser des informations est souvent imposée par la législation, leur communication aux autorités et l'accès aux données peuvent donner lieu à des démarches laborieuses et coûteuses. La communication aux autorités des rapports obligatoires a été nettement rationalisée dans certains pays grâce à la mise en place de systèmes informatisés de transmission et de recherche de données. Certains pays passent à présent à l'étape suivante en intégrant les différentes sources d'information sur les entreprises, y compris les registres d'actionnaires. L'utilisation d'Internet et d'autres technologies de

l'information ouvre également la possibilité d'améliorer la diffusion de l'information. Cependant, l'utilisation de ces systèmes n'est à ce stade pas essentielle pour évaluer la mise en oeuvre du principe.

241. En ce qui concerne la diffusion en temps opportun des informations, un certain nombre de pays ont adopté des dispositions en faveur de la diffusion permanente d'informations (souvent prévue par la loi ou par les règles d'admission à la cote) qui recouvre la diffusion périodique d'informations et la diffusion continue ou simultanée d'informations devant être fournies de façon *ad hoc*. En ce qui concerne la diffusion continue ou simultanée, les normes généralement admises exigent la diffusion « immédiate » d'informations sur des événements significatifs, que ce qualificatif signifie « dans les délais les plus brefs possibles » ou fasse référence à un délai maximum exprimé en jours. Dans certains cas, l'examineur peut constater que le critère du caractère « significatif » des événements est appliqué de façon arbitraire et aboutissant à une intervention excessive de la réglementation. La norme de l'OICV *Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities* énonce des principes communs applicables aux sociétés cotées dans le domaine de la diffusion continue d'informations et de la divulgation des événements significatifs.

242. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise prévient la diffusion privilégiée, par les sociétés, les administrateurs et autres personnes initiées, de toute information significative qui n'aurait pas été rendue publique sauf exceptions clairement définies. Il existe des mécanismes pour faire respecter cette obligation ainsi que des voies de recours efficaces et cette norme est généralement observée.
2. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert que les sociétés cotées respectent l'obligation de diffusion continue des informations afin de diffuser en temps opportun et sans sélectivité toutes les informations significatives permettant aux investisseurs de prendre leurs décisions d'investissement. Il existe des mécanismes pour faire respecter ces normes de diffusion, des voies de recours efficaces pour les personnes lésées du fait du caractère inadéquat ou trompeur des informations communiquées et les normes de diffusion de l'information sont généralement observées.
3. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise que les investisseurs en place et les investisseurs potentiels puissent facilement accéder au meilleur coût à toutes les informations dont il est question dans les Principes.

5.3.5 Principe V.F

243. Le principe mentionne que *le régime de gouvernement d'entreprise devrait être complété par l'adoption d'une stratégie efficace visant et encourageant la fourniture par des analystes des entreprises d'investissement, des agences de notation et autres d'analyses ou d'avis utiles pour éclairer les décisions des investisseurs, indépendamment de tout conflit d'intérêts significatif susceptible de compromettre la sincérité de leurs observations ou conseils*. Ce principe confirme le rôle essentiel des professionnels et des activités qui servent à relayer des analyses et des conseils auprès du marché. Ces intermédiaires, s'ils exercent leur activité à l'abri des conflits d'intérêts et de façon intègre, peuvent largement contribuer à inciter les conseils d'administration à adopter des pratiques de qualité en matière de gouvernement d'entreprise et à conforter l'intégrité des marchés.

Pratiques probables à examiner

244. Des inquiétudes se sont toutefois exprimées face au constat que des conflits d'intérêts éclatent fréquemment, pour les personnes fournissant des analyses et des conseils, et risquent de fausser leur jugement. Une telle situation peut se produire lorsque la personne qui donne un conseil aspire parallèlement à fournir d'autres services à la société concernée ou lorsqu'un intérêt direct important la lie à cette société ou à ses concurrents. Ce problème met en relief une dimension très pertinente de la transparence et de la diffusion d'informations qui intéresse de près les normes professionnelles applicables aux analystes financiers et aux études boursières, aux agences de notation, aux banques d'investissement, etc.

245. L'expérience acquise dans d'autres domaines donne à penser que la solution adoptée le plus souvent consiste à exiger la diffusion de toutes les informations relatives aux conflits d'intérêts et à la manière dont l'entité concernée a choisi de les gérer. La diffusion d'informations sur la manière dont une organisation structure les incitations de ses propres salariés afin d'éliminer tout risque de conflits d'intérêts revêt à cet égard une importance particulière. Cela permet en effet aux investisseurs d'apprécier les risques encourus et les biais pouvant entacher les conseils et les informations fournis ; le contrôle repose alors sur le marché. Un certain nombre de juridictions ont adopté ces procédures de diffusion des informations alors que plusieurs d'entre elles interdisent certains mécanismes de rémunération comme les commissions portant sur d'autres aspects des activités de l'entité concernée et qui ne sont pas directement liées à un conseil ou à une évaluation faite par un salarié. Des mécanismes de contrôle des conflits d'intérêts peuvent prendre corps dans la réglementation publique, les règles imposées par une autorité de tutelle indépendante, ne relevant pas des pouvoirs publics, des règles exécutoires imposées par une autorité de marché et/ou par des codes de conduite sectoriels qui contribuent à accroître les pressions exercées par le marché. Quel que soit l'équilibre trouvé, l'examineur doit constater que l'application de ce principe et/ou les pressions exercées par le marché permet effectivement de supprimer, de gérer et de rendre publics les conflits d'intérêts.

246. L'OICV a rédigé un énoncé sur les principes relatifs aux activités des agences de notation (*Déclaration de principes concernant les activités des agences de notation*) qui a été complété par les *Fondements du code de conduite des agences de notation*. Parmi les éléments importants pour l'évaluation du principe V.F figure l'obligation imposée aux agences de notation de rendre public leur code de bonne conduite et de préciser comment les dispositions de ce code reprennent toutes les dispositions prévues par les principes de l'OICV (*Déclaration de principes concernant les activités des agences de notation*) et les éléments fondamentaux (*Fondements du code de conduite des agences de notation*). Les modes de diffusion de l'information dont disposent les salariés des agences de crédit et leurs mécanismes de rémunération doivent être structurés afin d'éliminer ou de gérer efficacement tout conflit d'intérêts réels ou éventuels. Les codes internes des entreprises doivent également préciser qu'aucun analyste de l'agence de notation ne saurait être rémunéré ou évalué en fonction du niveau de revenu que l'agence tire des émetteurs évalués par l'analyste en question ou auxquels il a affaire. Lorsque le code de bonne conduite d'une entreprise s'inspire des principes de l'OICV, l'agence doit préciser s'il comporte des dérogations à ces principes et pour quelle raison et expliquer comment ces clauses dérogatoires n'empêchent pas pour autant d'atteindre les objectifs visés par les dispositions de l'OICV.

247. Les normes de l'OICV et le principe V.F visant un objectif commun, l'examineur peut s'appuyer sur tous les travaux concernant l'application des normes dans la juridiction. Un élément essentiel de l'évaluation consistera à examiner si les agences de notation ont diffusé leur code de bonne conduite et si ceux-ci se conforment aux provisions de l'OICV, s'en remettant ainsi entièrement aux mécanismes du marché. Les quatre principales agences de notation sont présentes partout dans le monde et il est logique que la juridiction où elles sont domiciliées prenne la direction des activités de surveillance et que l'examineur s'intéresse aux entreprises implantées localement. Un bon moyen de se faire une idée de l'application du principe consiste à déterminer si les acteurs du marché, en particulier les actionnaires et les

détenteurs d'obligations, ont été confrontés à des problèmes de conflits d'intérêts qui ont abouti à des notations inexactes ou s'ils sont insatisfaits du degré d'information diffusée par les agences de notations dans la juridiction examinée. La présence d'une mauvaise agence de notation dans une juridiction qui en comporte plusieurs ne devrait pas nécessairement amener à conclure que le principe n'est pas appliqué.

248. Les conflits d'intérêts auxquels sont confrontés ou peuvent être confrontés les analystes financiers (autrement dit les analystes financiers, dits « sell side », qui travaillent pour les sociétés de bourse) varient d'une juridiction et d'une société à l'autre, de telle sorte que les sociétés, les régulateurs et les autorités de marché peuvent estimer qu'il est préférable de gérer ces conflits en imposant des limitations ou des interdictions alors que d'autres seront mieux traités par la diffusion des informations qui s'y rapportent. Les normes de l'OICV relatives aux conflits d'intérêts pour les analystes financiers (*Statement of Principles for Addressing Sell-side Securities Analyst Conflicts of Interest*) doivent servir de fondement à l'évaluation car ils sont adaptés à un grand nombre de cas et sont acceptés par tous les membres de l'OICV. L'examineur ne s'intéresse pas à tous les aspects des normes de l'OICV mais seulement à ceux qui concernent les conflits d'intérêts et devrait consulter l'OICV et le membre de l'OICV dans la juridiction concernée afin de savoir si une évaluation de la mise en œuvre des principes a été entreprise. Si tel est le cas, l'examineur doit en tenir compte dans son évaluation.

249. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe et la norme correspondante de l'OICV amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise est complété par une approche efficace, fondée sur le marché ou la réglementation, en matière de conflits d'intérêts des agences de notation, conformément aux Déclarations de principes concernant les activités des agences de notation de l'OICV, et les codes de conduite des agences de notation s'appuient généralement sur les *Fondements du code conduite des agences de notation* publiés par l'OICV.
2. La juridiction applique pleinement le *Statement of Principles for Addressing Sell-side Securities Analyst Conflicts of Interest* de l'OICV. La méthodologie d'application et de mise en œuvre retenue tient compte de la structure du marché sur lequel l'analyste exerce son activité, du dispositif réglementaire et d'application des textes et des conflits d'intérêts probables et autres sources de distorsion des faits auxquels l'analyste peut être confronté.
3. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise que les prestataires de services d'analyse ou de conseil utiles aux décisions des investisseurs diffusent des informations relatives aux conflits d'intérêts auxquels ils sont confrontés et à la manière dont ils les gèrent. La méthodologie d'application et de mise à exécution retenue doit tenir compte de la structure du marché sur lequel les analystes exercent leur activité, du dispositif réglementaire et d'application des textes et des conflits d'intérêts probables et autres sources de distorsion des faits auxquels ils peuvent être confrontés.

CHAPITRE VI : LES RESPONSABILITÉS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

6.1 Introduction

250. Selon le principe essentiel du chapitre VI, « *un régime de gouvernement d'entreprise doit assurer le pilotage stratégique et la surveillance effective de la gestion par le conseil d'administration, ainsi que la responsabilité du conseil d'administration vis-à-vis de la société et de ses actionnaires* ». Ce principe a pour objet que les entreprises soient gérées par des professionnels mais en étant soumises à une surveillance véritable du conseil d'administration afin d'empêcher les opérations pour compte propre et de veiller à ce que les intérêts des actionnaires soient pris en compte par la direction. En d'autres termes, le rôle du conseil d'administration est de maîtriser le problème d'agence associé aux sociétés cotées gérées par des professionnels.

251. Ce principe se veut suffisamment général pour pouvoir s'appliquer à n'importe quelle structure ayant compétence pour présider aux destinées d'une entreprise et en surveiller la gestion. Dans les systèmes où le conseil d'administration comporte deux organes, cette responsabilité est en général confiée à un « conseil de surveillance » composé de membres sans fonctions de direction, tandis que dans les systèmes qui fonctionnent avec un organe unique, le conseil d'administration comporte également des administrateurs dirigeants. Dans les deux cas, le conseil d'administration a principalement pour mission de surveiller les performances de la direction et d'assurer aux actionnaires un rendement satisfaisant, tout en veillant à prévenir les conflits d'intérêts et à trouver un équilibre entre les sollicitations contradictoires auxquelles l'entreprise se trouve soumise. Le conseil d'administration est certes responsable devant la société et ses actionnaires, mais il a en outre obligation de servir au mieux leurs intérêts. Il est par ailleurs censé prendre dûment en considération les autres parties prenantes et servir loyalement leurs intérêts.

252. Juger la mise en œuvre des principes énoncés dans le présent chapitre représente une tâche particulièrement difficile pour un examinateur. Même dans des juridictions qui définissent explicitement les responsabilités assumées par le conseil d'administration ainsi que celles qui incombent à la direction, les textes législatifs et réglementaires sont, de par la nature même du sujet, incomplets, et à maints égards, il incombe au conseil d'administration de définir lui-même ses modalités de fonctionnement. Dans d'autres juridictions, le droit des sociétés et les autres instruments réglementaires sont encore plus généraux, et ce sont les entreprises elles-mêmes qui définissent les détails essentiels. En conséquence, l'organisation et le fonctionnement proprement dits des conseils d'administration dans une juridiction donnée sont susceptibles de varier considérablement entre les sociétés et dans certains cas, le conseil d'administration ne peut tout simplement pas remplir sa mission, même si un cadre juridique très précis a été établi. Pour porter une appréciation sur la mise en œuvre du principe, l'examineur a par conséquent la tâche difficile de juger du mode de comportement prédominant.

253. Pour évaluer le comportement du conseil d'administration et par là, la mise en œuvre des principes préconisés dans le présent chapitre, il convient de se reporter aux appréciations portées sur l'application des principes énoncés dans les autres chapitres, en particulier les chapitres II et III concernant les droits des actionnaires et le chapitre V, consacré à la transparence et à la diffusion de l'information. Le jugement porté sur la qualité des droits des actionnaires, les pouvoirs effectifs des assemblés d'actionnaires et les différents éléments de la diffusion de l'information et de la transparence sera très utile pour se faire une idée précise du comportement effectif des conseils d'administration et de l'application des principes du présent chapitre. Cela dit, l'appréciation favorable du respect des droits des actionnaires et de la transparence doit plutôt constituer pour l'examineur une condition nécessaire, mais non suffisante, pour porter un jugement positif sur l'application des principes de ce chapitre par le conseil d'administration.

6.3 Problèmes et critères d'évaluation

6.3.1 Principe VI.A

254. Selon le principe VI.A, « *les administrateurs doivent agir en toute connaissance de cause, de bonne foi, avec toute la diligence et le soin requis et dans l'intérêt de la société et de ses actionnaires* ». Ce principe a pour objet qu'un conseil d'administration soit informé et objectif dans sa surveillance de la gestion professionnelle. Il peut être considéré comme le plus important de tous. De fait, si ce principe était pleinement appliqué et si son respect était effectivement assuré dans une juridiction donnée, les divers autres principes deviendraient superflus à toutes fins pratiques. À bien des égards, bon nombre d'entre eux visent en effet à s'assurer que ce principe est appliqué aussi efficacement que possible.

255. Ce principe indique les deux éléments essentiels des obligations des administrateurs, à savoir le devoir de diligence et le devoir de loyauté. S'agissant du devoir de diligence, il existe, dans certaines juridictions, une norme qui fait référence au comportement qu'une personne raisonnablement prudente adopterait dans des circonstances similaires. Dans pratiquement toutes les juridictions, le devoir de diligence ne permet pas de sanctionner une erreur commise dans le cadre de l'exercice du jugement commercial dès lors que les administrateurs n'ont pas été extrêmement négligents et que la décision a été prise avec toute la diligence requise, etc. Le principe invite les administrateurs à agir en toute connaissance de cause. La bonne pratique veut que l'on entende par là qu'ils doivent avoir la conviction que les principaux systèmes d'information et de mise en conformité avec la loi sont fondamentalement sains et facilitent l'exercice par le conseil d'administration des Principes, en matière de suivi. Un grand nombre de juridictions considèrent déjà que cet aspect est une composante du devoir de diligence tandis que d'autres en font une obligation dans le cadre de la réglementation relative aux valeurs mobilières, des normes comptables, etc. Le principe VI.D.7 indique explicitement qu'il incombe au conseil d'administration de mettre en place des systèmes d'information et de mise en conformité.

256. Le devoir de loyauté revêt une importance capitale car il conditionne le respect effectif d'autres principes évoqués dans le présent document se rapportant par exemple au traitement équitable des actionnaires, à la surveillance et à la gestion des transactions effectuées avec des parties liées et à la définition d'une politique de rémunération des dirigeants et administrateurs. Il est également fondamental pour les administrateurs qui travaillent au sein d'un groupe de sociétés : même lorsqu'une société est contrôlée par une autre société, le devoir de loyauté des administrateurs devrait en effet être un devoir vis-à-vis de la société et de tous ses actionnaires, et non vis-à-vis de la société qui contrôle le groupe. Le devoir de loyauté est traité plus explicitement par le principe VI.D.6.

Pratiques probables à examiner

257. L'application du principe VI.A n'est pas observable en tant que telle par des personnes autres que les administrateurs, de sorte que l'examineur doit contrôler les « éléments d'appréciation ». Il doit d'abord vérifier si la juridiction examinée se caractérise de fait par des textes législatifs, réglementaires et jurisprudentiels, de même que des pratiques qui définissent le devoir de diligence et le devoir de loyauté comme étant les éléments essentiels des obligations d'un administrateur. Cela n'est peut-être pas le cas dans de nombreuses juridictions, même celles qui, selon un usage établi de longue date, s'appuient sur la jurisprudence élaborée par une autre juridiction. Il convient toutefois de noter qu'en ce qui concerne la définition des obligations, les lois et pratiques nationales peuvent être moins exigeantes que les Principes, qui par définition sont un idéal vers lequel il faut tendre. Dans ces cas, lorsque les obligations sont particulièrement vagues ou mal définies, l'examineur doit conclure que les principes sont « largement » ou « partiellement » appliqués.

258. Il importe également de prendre en compte le comportement observé. Le respect du devoir de loyauté est essentiel à l'application des principes énoncés au chapitre III, en particulier les principes III.A.2, III.B et III.C. Lorsque l'examineur a des doutes quant à l'application intégrale de ces principes, il peut s'avérer nécessaire d'ajuster en conséquence l'évaluation du principe VI.A. L'examineur doit toutefois prendre également en compte d'autres aspects concernant l'application et le respect du principe.

259. L'évaluation doit s'attacher à trois problèmes qui sont ressortis des études effectuées sur l'application du devoir de loyauté. Premièrement, faire respecter ce devoir grâce à des plaintes en nom collectif ou à des voies de recours subrogatoires (ou action sociale) est souvent difficile et, dans certains cas, est tributaire de la réalisation d'une enquête préalable par un organisme de réglementation. Qui plus est, les règles de procédure sont souvent très restrictives, par exemple lorsqu'il s'agit de prouver l'existence de transactions avec des parties liées (problèmes de communication et d'accès à l'information). De fait, dans de nombreux cas, l'examineur ne peut trouver d'historique des mesures d'exécution, ce qui rend ardu l'exercice d'un jugement. Il peut toutefois considérer que le fait que les administrateurs détiennent généralement une assurance responsabilité civile est le signe qu'il existe au moins un certain risque que des mesures d'exécution soient prises, et que le principe est appliqué, du moins partiellement. Bon nombre de ces aspects sont liés au principe III.A.2, selon lequel « *les actionnaires minoritaires doivent être protégés contre les actes abusifs commis directement ou indirectement par les actionnaires de contrôle ou dans leur intérêt, et disposer de voies de recours efficaces* », afin qu'il y ait concordance entre les deux évaluations.

260. Deuxièmement, même lorsqu'il est possible d'engager des actions en justice, se pose la question du niveau approprié des sanctions. Une forte responsabilité nominale et une faible probabilité réelle de condamnation peuvent être ce qu'il y a de mieux en théorie mais peuvent également être le fait du hasard plutôt que d'une élaboration intentionnelle. Les travaux déjà réalisés dans différents pays partout dans le monde concernant l'orientation réelle en matière de responsabilité des administrateurs peuvent peut-être servir à mener l'évaluation. La mise en jeu de la responsabilité au motif de l'atteinte à la réputation peut également se révéler utile. Cependant, dans certains pays caractérisés par la concentration de l'actionnariat, il semble que l'on accorde moins d'importance à la réputation. La réputation peut revêtir plus d'importance lorsque les actionnaires participent davantage à l'élection des administrateurs et que les entreprises offrent des possibilités d'emploi sont plus nombreuses.

261. Troisièmement, dans de nombreux pays, les groupes d'entreprises contribuent souvent à l'érosion considérable du devoir de loyauté des administrateurs à l'égard d'une entreprise spécifique s'ils sont en même temps tenus de respecter les stratégies du groupe. En l'absence de dispositifs compensatoires, il faut en conclure que le principe n'est pas mis en œuvre ou qu'il ne l'est que partiellement. L'existence d'actionnaires de contrôle crée par ailleurs de la confusion autour de l'identité de la personne à l'égard de laquelle doit s'appliquer le devoir de loyauté. Ce problème a également été couvert par le critère essentiel énoncé pour le principe III.A.2, de sorte qu'il doit y avoir une certaine concordance entre les deux évaluations.

262. Dans le monde entier, l'expérience démontre qu'il est extrêmement difficile de faire respecter le devoir de vigilance, en particulier lorsqu'une règle relative à l'exercice du jugement commercial est en place. Il est en conséquence de la plus haute importance que les actionnaires puissent surveiller les caractéristiques des administrateurs et puissent prendre des mesures efficaces ainsi que le préconisent plusieurs principes. Lorsque l'examineur juge que ces principes (V.A.1, II.C.3) ne sont pas appliqués ou ne le sont que partiellement, il se peut, de prime abord, que le principe VI.A ne soit pas appliqué.

263. L'évaluation doit prendre en compte d'autres moyens utilisés pour garantir l'application du principe VI.A, notamment tout recours à des administrateurs indépendants et la participation effective des actionnaires à l'élection des administrateurs. La question des administrateurs indépendants est couverte par

le principe VI.E. La forme d'indépendance accordée aux administrateurs est très importante. Dans de nombreux cas, les définitions sont mal interprétées et les administrateurs proviennent de sociétés apparentées, étant donné que le texte de loi se borne à préciser qu'ils ne peuvent être issus de filiales. Lorsque l'évaluation du principe VI.E détermine qu'il n'est pas pleinement appliqué, celle du principe VI.A ne doit pas être plus favorable.

264. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise définit les obligations des administrateurs de sorte qu'il existe un concept bien défini concernant le devoir de loyauté due par les administrateurs et dirigeants à la société et aux actionnaires de manière générale. Le respect de ce principe est effectivement assuré (par les autorités ou grâce à un recours privé largement accessible, à titre individuel ou collectif) et des mécanismes de réparation efficaces existent. Lorsque le devoir de loyauté des administrateurs est défini de façon très générale et peut s'étendre à d'autres sociétés d'un groupe, des mesures de protection claires et efficaces sont mises en place afin de protéger les intérêts de la première société et de ses actionnaires.
2. Le régime de gouvernement d'entreprise définit les obligations des administrateurs de sorte qu'il existe un concept bien défini concernant le devoir de diligence des administrateurs à l'égard de la société et de tous ses actionnaires. Le devoir de diligence reconnaît la nécessité que les administrateurs puissent exercer leur jugement commercial sans risquer de voir chacune de leurs décisions scrutée rétrospectivement par les autorités, les actionnaires ou les tribunaux, tout en fournissant une orientation suffisante sur les types de processus que les administrateurs doivent suivre pour veiller à prendre des décisions en connaissance de cause. Le respect de ce principe est effectivement assuré (par les autorités ou grâce à un recours privé largement accessible, à titre individuel ou collectif) et il existe des mécanismes de réparation efficaces.

6.3.2 Principe VI.B

265. Selon le principe VI.B, « *lorsque ses décisions peuvent affecter de manière variable les différentes catégories d'actionnaires, le conseil d'administration doit veiller à traiter équitablement tous les actionnaires* ». Ce principe complète le chapitre III, mais étend la portée du principe III.A, selon lequel « *tous les actionnaires détenteurs d'actions d'une même série à l'intérieur d'une classe doivent être traités sur un pied d'égalité* ». Le résultat préconisé par ce principe est que quels que soient les actionnaires qui ont les ont élus (par exemple les actionnaires de contrôle), les administrateurs doivent assumer leurs responsabilités en traitant avec impartialité l'ensemble des actionnaires. Ce principe complète également le principe VI.A, qui sous-tend le devoir de loyauté et le devoir de diligence, et le principe III.A.2 concernant les actionnaires minoritaires.

Pratiques probables à examiner

266. Dans la pratique, la situation examinée peut être celle où des administrateurs individuels estiment qu'ils sont des représentants de groupes d'intérêts particuliers. Elle concerne notamment les cas où les actionnaires de contrôle sont normalement en mesure de choisir tous les administrateurs. Bien que ce pouvoir soit légitime, le principe requiert que lors de leur entrée en fonction, les administrateurs acceptent de se conformer à leur devoir de loyauté à l'égard de tous les actionnaires. L'évaluation du principe III.A.2 devrait influencer considérablement celle du principe VI.B.

267. L'absence d'historique bien établi des jugements portés sur la mise en œuvre ne permet pas à l'examineur de déterminer si celle-ci est effective. Dans ce cas, le fait que les administrateurs détiennent

généralement une assurance responsabilité civile peut être le signe que le risque que des mesures d'exécution soient prises est considéré comme réel. Lorsque le devoir est clairement prescrit dans les textes juridiques ou les normes mais qu'il n'y a pas d'historique détaillé de mise en œuvre même si la menace de mise en œuvre est crédible, le principe peut être considéré comme étant appliqué dans l'ensemble. Lorsque le devoir n'est pas clairement spécifié mais qu'il existe une certaine menace de prise de mesures, le principe pourrait être considéré comme partiellement appliqué et des précisions pourraient être apportées sur la nature des faiblesses.

268. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le principe requiert ou préconise que les administrateurs prennent en compte la possibilité que les décisions du conseil d'administration affectent diversement les différentes catégories d'actionnaires et qu'ils n'agissent pas de manière à exercer des pressions excessives à l'égard d'une catégorie d'actionnaires ou à lui porter abusivement préjudice. Le respect de ce principe est effectivement assuré (par les autorités ou grâce à un recours privé largement accessible, à titre individuel ou collectif) et des mécanismes de réparation efficaces existent.

6.3.3 Principe VI.C

269. Selon le principe VI.C, « *le conseil d'administration doit appliquer des normes éthiques élevées. Il doit prendre en considération les intérêts des différentes parties prenantes* ». Ce principe établit clairement que le conseil d'administration est responsable de définir une ligne de conduite et de s'y conformer, non seulement par ses propres actes mais aussi en nommant et en surveillant les principaux dirigeants et, en conséquence, la direction en général. Un régime global de ligne de conduite sur le plan éthique dépasse le respect de la loi, qui devrait toujours être une obligation fondamentale.

270. L'application du principe n'est pas observable par des personnes extérieures au conseil d'administration, de sorte que l'évaluation doit se fonder sur les institutions et les processus. L'examineur doit également prendre en compte les conclusions de l'examen du chapitre IV des Principes.

Pratiques probables à examiner

271. Pour que leurs normes éthiques soient claires et réalisables, un grand nombre de sociétés ont jugé utile d'élaborer leur propres codes de conduite, qui définissent le cadre dans lequel elles exercent leur faculté d'appréciation face à des groupes d'intérêts différents et souvent contradictoires. Le contenu général du code devrait normalement être communiqué par les sociétés dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise ou séparément. Ce type de codes ne constituent toutefois pas une condition nécessaire ni suffisante pour l'application du principe.

272. Dans certaines juridictions, la jurisprudence et le droit des sociétés exigent que les administrateurs prennent en compte les intérêts des parties prenantes et spécifient généralement ce que cela entraîne dans la pratique. Par exemple, le conseil d'administration peut, dans certaines juridictions, rejeter une offre publique d'achat en invoquant les intérêts plus larges des actionnaires, bien qu'il ait parfois recours à cette possibilité pour assurer l'inamovibilité des administrateurs. Dans d'autres juridictions, il apparaît nécessaire de tenir compte de l'utilité qu'il y a pour une société à conserver son indépendance. Dans quelques juridictions encore, les codes de conduite et les principes sont utilisés pour établir des normes vers lesquelles il convient de tendre dans ce domaine et leur formulation est souvent semblable à celle de ce principe. Il faut toutefois noter également que les normes minimales concernant le traitement des parties prenantes sont souvent énoncées par le biais des lois régissant la protection des créanciers (voir le

principe IV.F) et les règlements concernant les licenciements massifs ou individuels et les modifications des contrats d'emploi. Le principe V.A.7 requiert que les entreprises communiquent des informations sur les questions intéressant les parties prenantes et dans la pratique, l'appréciation du principe VI.C doit être fondée sur le jugement qui a été porté sur la communication d'informations. Compte tenu de l'incertitude quant au respect de ce principe qui décrit un comportement idéal vers lequel il faut tendre, il est plus indiqué que l'examineur appuie son jugement sur des considérations très générales.

273. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise que les sociétés élaborent, sous la supervision du conseil d'administration, un code déontologique couvrant notamment le respect de la loi et des normes professionnelles et fixant des limites précises à la poursuite d'intérêts privés par les salariés. Le conseil d'administration rend compte régulièrement du respect du code par les administrateurs et les salariés et des mesures d'application prises par la société. Lorsque la diffusion d'informations est requise, il existe des mécanismes efficaces pour faire respecter la norme de diffusion. Qu'elle soit requise ou préconisée, la norme de diffusion de l'information est généralement observée.
2. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise que les administrateurs prennent en compte les intérêts des parties prenantes et indiquent publiquement comment ils procèdent à cet égard en ce qui concerne les affaires importantes. Lorsque la norme est obligatoire, il existe des mécanismes efficaces pour faire respecter les obligations de diffusion, de même que des voies de recours efficaces. Qu'elle soit requise ou préconisée, la norme de diffusion d'informations sur la manière dont la société traite les questions intéressant les parties prenantes est généralement observée.

6.3.4 Principe VI.D

274. Le principe VI.D apporte des précisions sur le comportement idéal vers lequel il faut tendre requis par le principe VI.A en spécifiant les principales fonctions qui doivent être remplies par le conseil d'administration. Ces fonctions sont également abordées dans le chapitre V sur la communication d'informations et la transparence. Lorsqu'il juge que les sociétés ne respectent pas les obligations relatives à la communication d'information énoncées dans les principes, l'examineur est largement fondé à conclure également que les sous-principes énoncés dans le principe VI.D, et, par voie de conséquence, le principe lui-même, ne sont pas pleinement appliqués.

6.3.4.1 Principe VI.D.1 : Revoir et guider la stratégie de l'entreprise, ses principaux plans d'action, sa politique de risque, ses budgets annuels et programmes d'activités; définir ses objectifs de résultats, assurer la surveillance de la mise en œuvre de ces objectifs et des résultats de l'entreprise et contrôler les principales dépenses d'équipement, acquisitions et cessions d'actifs.

275. Le sous-principe spécifie les principaux éléments nécessaires pour le respect du principe VI.A et souligne que l'objet du conseil d'administration n'est pas de gérer la société au jour le jour mais d'en contrôler la gestion.

Pratiques probables à examiner

276. Les fonctions explicites du conseil d'administration peuvent être spécifiées par le droit des sociétés ou se refléter dans des normes non écrites élaborées par le biais de la jurisprudence ou de manière similaire. On peut aussi les retrouver dans les codes de gouvernement d'entreprise. Dans ce dernier cas, elles concernent en particulier la politique de risque qui est étroitement liée à la stratégie de l'entreprise.

277. Il semble toutefois qu'en réalité, dans un certain nombre d'entreprises et de juridictions, le conseil d'administration n'a pas souvent joué un rôle central et stratégique. Comme pour les autres principes, le critère essentiel demande que le principe fasse l'objet d'une application générale. Celle-ci est particulièrement difficile à évaluer et l'examineur doit pour ce faire examiner des affaires récentes de scandales et de faillites d'entreprises, qui font souvent apparaître que le conseil d'administration n'a en réalité pas fait preuve de diligence à l'égard des dépenses et acquisitions importantes et/ou n'avait qu'une idée très générale du profil de risque souhaité par la société. Ces indicateurs doivent être étayés par des observations plus générales du milieu des affaires concernant ce qui constituerait une pratique normale dans une juridiction donnée et ce qui y est généralement considéré comme une bonne pratique. Cela peut consister à examiner la nature des informations communiquées aux investisseurs au sujet des démarches engagées par le conseil d'administration aboutissant à des acquisitions, à des dépenses d'investissement et à des cessions importantes. Lorsque ces informations ne sont pas communiquées ou le sont incomplètement, on peut supposer que le principe n'est pas appliqué dans la pratique. L'examineur doit donc porter une appréciation fondée sur des discussions, notamment avec des administrateurs, des instances de réglementation, des investisseurs et d'autres organismes professionnels sur les pratiques réelles des conseils d'administration.

278. L'examen des mesures d'exécution pose également un problème. Dans certaines juridictions, il peut y avoir des recours contre le conseil d'administration si celui-ci omet de remplir ces fonctions (devoir de diligence), mais comme on l'a vu précédemment en ce qui concerne le principe VI.A, il est possible que dans la pratique, il soit malaisé de prouver que le conseil d'administration a omis de remplir ses fonctions. Un point plus important a trait à la capacité de révoquer les administrateurs dont le rendement est insatisfaisant, ce qui est en réalité lié aux droits réels des actionnaires et à la concentration de la propriété. L'examineur doit fonder son appréciation à cet égard sur l'importance du risque réel de mesures d'exécution, même s'il y a peu d'indices que de telles mesures aient été activement engagées par le passé.

279. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise spécifie clairement que les principales fonctions du conseil d'administration comprennent les exigences spécifiques du principe. Il y a des indications selon lesquelles les conseils d'administration jouent en général un rôle central et stratégique dans la juridiction étudiée.

6.3.4.2 Principe VI.D.2 : Surveiller les pratiques effectives de la société en matière de gouvernement d'entreprise et procéder aux changements qui s'imposent.

280. Le sous-principe découle du principe V.A.8, qui requiert la diffusion d'informations sur les « structures et politiques de gouvernance de l'entreprise, et en particulier sur le contenu de tout code ou de toute stratégie de gouvernement d'entreprise rédigée par la société et sur le processus permettant de mettre en œuvre cette stratégie ». Il s'inscrit dans la suite du devoir de diligence décrit par le principe VI.A, à savoir que les administrateurs doivent agir en toute connaissance de cause, ce qui veut dire qu'ils doivent avoir la conviction que les principaux systèmes d'information et de mise en conformité avec la loi de l'entreprise, notamment les pratiques en matière de gouvernance, sont fondamentalement sains et facilitent l'exercice par le conseil d'administration des principales fonctions qui lui incombent, en vertu des Principes, en matière de suivi. Le suivi de la gouvernance exercée par le conseil d'administration comporte l'examen régulier de la structure interne de l'entreprise dans le but de veiller à ce qu'il y ait des chaînes de responsabilité précises pour la gestion à l'échelle de l'organisation.

Pratiques probables à examiner

281. Certaines juridictions exigent que ce suivi soit exercé et certaines vont jusqu'à recommander ou à exiger que les administrateurs évaluent eux-mêmes leur performance et celle d'administrateurs particuliers, et qu'il soit procédé à l'évaluation des principaux dirigeants. Certains codes demandent également que les administrateurs identifient les points à améliorer et cela est en outre souvent demandé par les groupes d'investisseurs.

282. Comme le note le principe V.A.8, de nombreuses entreprises rendent désormais publiques les pratiques de gouvernement d'entreprise mais dans ces cas, l'examineur doit aller au-delà des normes de diffusion pour évaluer le processus suivi par le conseil d'administration. Compte tenu que ce principe représente un idéal vers lequel il faut tendre et que les autoévaluations ont, comme on le sait, tendance à insister sur les aspects favorables, l'examineur doit fonder son jugement sur les informations disponibles sur les pratiques du conseil d'administration et ne pas se fier uniquement aux autoévaluations.

283. Le jugement de l'examineur doit en premier lieu reposer sur l'évaluation du principe V.A.8 demandant la diffusion d'informations sur les structures et politiques de gouvernement d'entreprise, et prendre en compte le fait que cette diffusion d'informations est générale et considérée comme significative par les investisseurs. Dans les juridictions dans lesquelles un code de gouvernement d'entreprise est recommandé ou obligatoire, l'examineur peut utiliser comme élément d'appréciation tout rapport à l'échelle de la juridiction faisant la synthèse des déclarations des entreprises relatives à son application, y compris la fréquence du respect de ce code. Lorsque les pratiques de gouvernement d'entreprise sont obligatoires, un dispositif efficace devrait assurer leur respect.

284. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise que le conseil d'administration se charge des pratiques de gouvernement d'entreprise, à savoir : (a) surveiller le respect des pratiques obligatoires de gouvernement d'entreprise y compris de tout code imposé par une autorité compétente; (b) mettre en œuvre et superviser les pratiques de gouvernement d'entreprise recommandées par le code de gouvernement d'entreprise adopté par l'autorité de tutelle et s'appliquant à l'entreprise ou par le code que l'entreprise a adopté ; (c) lorsque l'entreprise n'a pas mis en œuvre certaines pratiques de gouvernement d'entreprise recommandées et spécifiées dans un code de ce type, expliquer pourquoi les pratiques recommandées n'ont pas été adoptées et (d) surveiller l'organisation et le fonctionnement du conseil d'administration et d'autres pratiques de gouvernement d'entreprise. Lorsque les pratiques de gouvernement d'entreprise sont requises, il existe des mécanismes efficaces pour faire respecter cette norme. Que ces pratiques soient requises ou préconisées, la mise en œuvre de cette norme de gouvernance fait l'objet de rapports de manière générale.
2. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise que le conseil d'administration évalue au moins une fois par an le rendement du conseil d'administration en tant que groupe et de ses comités actifs ainsi que celui de chaque administrateur et des dirigeants, identifie les points à améliorer et élabore un programme à cet effet. Ces évaluations doivent jouer un rôle dans la détermination des politiques de rémunération. Cette norme est largement appliquée.

6.3.4.3 Principe VI.D.3 Recruter les principaux dirigeants, déterminer leurs rémunérations, suivre leurs activités et, le cas échéant, les remplacer et préparer les plans de succession.

Pratiques probables à examiner

285. Dans de nombreuses juridictions et de nombreuses entreprises, le directeur général/président du conseil d'administration se charge habituellement de la désignation de son successeur, pratique qui n'est pas compatible avec l'application du sous-principe. Le principe vise à empêcher ce type d'inamovibilité mais ne s'étend pas au cas des sociétés dont les actionnaires de contrôle pourraient avoir un rôle prépondérant dans la désignation des principaux dirigeants.

286. Pour exercer son jugement, l'examineur pourra utiliser des informations fournies par des agences de notation de gouvernance d'entreprise et des agences de placement de dirigeants afin de déterminer les pratiques habituelles dans une juridiction donnée en matière de recrutement et de licenciement des directeurs généraux et des autres principaux dirigeants. Dans les systèmes comportant deux organes, le conseil de surveillance est également responsable de nommer le « directoire », qui comprend normalement la plupart des principaux dirigeants. Toutefois, même dans ce type de système, c'est souvent l'inverse qui se produit. Lorsque le conseil de surveillance ne nomme pas les membres du directoire, il faut en conclure que le principe n'est pas appliqué.

287. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise que le conseil d'administration se charge de recruter les principaux dirigeants, déterminer leurs rémunérations, suivre leurs activités et, le cas échéant, les remplacer et préparer les plans de succession. Des dispositifs efficaces permettent aux actionnaires de demander des comptes aux administrateurs s'ils ne se sont pas acquittés convenablement de cette responsabilité, par exemple en prévoyant des possibilités significatives pour les actionnaires d'exprimer leurs inquiétudes lors des assemblées d'actionnaires, d'inscrire des points à l'ordre du jour des assemblées d'actionnaires et de voter contre des décisions des administrateurs, et/ou en assurant le fonctionnement efficace des marchés du contrôle des sociétés. Qu'elles soient requises ou préconisées, cette norme fait l'objet d'une adhésion générale.

6.3.4.4 Principe VI.D.4 : Aligner les rémunérations des principaux dirigeants et des administrateurs avec les intérêts à long terme de la société et de ses actionnaires.

288. Les notes explicatives concernant ce principe précisent que la préoccupation porte ici sur le processus plutôt que sur un résultat spécifique, c'est-à-dire sur la politique de rémunération et la fixation du niveau et des conditions de rémunération.

Pratiques probables à examiner

289. Suivant le principe V.A.4, la rédaction et la diffusion par le conseil d'administration d'une déclaration d'orientation sur la politique de rémunération des administrateurs et des principaux dirigeants sont considérées comme une bonne pratique dans un nombre croissant de juridictions. Cette déclaration précise la nature de la relation entre rémunérations et résultats et définit des critères de référence mesurables (pouvant comprendre des objectifs à court terme) mettant l'accent sur les intérêts à long terme de la société. Lorsque la rémunération n'est assez étroitement liée aux considérations à long terme de la société, il faut en conclure que le principe n'est pas appliqué.

290. Généralement, la déclaration d'orientation tente d'indiquer des conditions pour la rémunération des administrateurs en contrepartie de prestations ne relevant pas de leurs fonctions d'administrateurs, notamment des services de conseil. Souvent, elle précise aussi les conditions dans lesquelles les administrateurs et les principaux dirigeants peuvent détenir et négocier les titres de la société, ainsi que les procédures à suivre pour l'attribution des options d'achat d'actions et l'ajustement de leur prix. Selon le principe II.C.3, « *la composante en actions de la rémunération des administrateurs, des principaux dirigeants et des salariés doit être soumise à l'approbation des actionnaires* ». La politique de rémunération peut également couvrir les versements à effectuer lors de la résiliation du contrat d'un dirigeant de la société.

291. De plus en plus nombreux sont les pays qui considèrent comme une bonne pratique le fait de confier la responsabilité de la politique de rémunération et des contrats d'emploi des administrateurs et des principaux dirigeants à un comité spécialisé entièrement ou majoritairement composé d'administrateurs indépendants. Des voix s'élèvent également pour demander que les comités de rémunération ne comptent pas d'administrateurs siégeant dans les comités de rémunération les uns des autres, ce qui pourrait donner lieu à des conflits d'intérêts. Les informations concernant les dispositifs doivent constituer un élément important de la diffusion d'informations sur le gouvernement d'entreprise. Les critères essentiels portent sur le recours à des administrateurs sans fonctions de direction capables d'exercer un jugement de manière indépendante. Bien qu'elle ne soit pas couverte par ce principe, cette recommandation est établie dans le principe VI.E.1, tout au moins en ce qui concerne les administrateurs.

292. En ce qui concerne les dispositions visant à faire respecter le principe, il est habituellement préférable que cet aspect relève des actionnaires (d'où l'importance du principe II.C.3), mais dans certaines juridictions, le fait de ne pas suivre les procédures constitue un manquement au devoir de diligence ou au devoir de loyauté à l'égard de la société ou d'autres parties prenantes.

293. Pour juger l'application du principe, l'examineur pourra utiliser des informations et des exemples fournis par des conseils en rémunération et des agences de notation de gouvernance d'entreprise.

294. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise que le conseil d'administration : (a) rédige et diffuse une déclaration d'orientation sur la politique de rémunération des principaux dirigeants et des administrateurs qui aligne et explique de quelle manière cela est fait, les rémunérations avec les intérêts à long terme de la société et de ses actionnaires ; (b) veille à ce que la rédaction de la politique de rémunération, son application continue et l'établissement de la rémunération réelle soient revues par un nombre suffisant d'administrateurs qui ne sont pas des dirigeants et qui sont en mesure d'exercer une appréciation en toute indépendance. Des dispositifs efficaces permettent aux actionnaires de tenir les administrateurs responsables de ne pas s'être acquittés convenablement de cette mission, et qu'elles soient requises ou publiées, ces normes font l'objet d'une adhésion générale.

6.3.4.6 *Principe VI.D.6 : S'assurer de la mise en place d'une procédure clairement définie et transparente pour la nomination et l'élection des administrateurs.*

295. Le sous-principe complète le principe II.C.3, selon lequel « *il convient de faciliter la participation réelle des actionnaires aux grandes décisions relevant du gouvernement d'entreprise, notamment la nomination et l'élection des administrateurs* » et est également une condition essentielle du principe V.A.4, selon lequel « *la diffusion de ces informations doit porter (...) sur (...) la politique de rémunération des administrateurs et des principaux dirigeants, ainsi que les données relatives aux administrateurs portant*

notamment sur leurs qualifications, le processus de sélection, leur appartenance au conseil d'administration d'autres sociétés et le fait qu'ils sont considérés comme indépendants par le conseil d'administration ». Le conseil d'administration a un rôle essentiel à jouer à cet égard en veillant à ce que les deux principes soient appliqués par le biais de procédures de nomination et d'élection clairement définies et transparentes. L'évaluation du principe VI.D.5 doit se faire au regard du jugement porté sur les deux autres principes connexes qui sont plus directement observables par des personnes extérieures au conseil d'administration.

296. Les notes explicatives du principe VI.D.5 précisent également que le conseil d'administration a un rôle essentiel à jouer dans la recherche de candidats aux postes d'administrateurs possédant les connaissances, les compétences et les qualifications nécessaires pour compléter celles des administrateurs en fonction et accroître par là même sa valeur ajoutée potentielle pour la société. Dans plusieurs pays, des voix s'élèvent pour demander que le processus de sélection des administrateurs s'effectue de manière transparente et soit ouvert à une large palette de candidats.

Pratiques probables à examiner

297. Les notes explicatives des principes II.C.3 et V.A.4 soulignent également que dans un grand nombre de juridictions et d'entreprises, les pratiques sont parfois très opaques et le processus d'élection, très contraignant, par exemple lorsqu'une liste de candidats à une élection est présentée sans qu'il soit possible de s'opposer aux candidatures ou de proposer d'autres listes. Dans certaines juridictions, interdiction est faite aux dirigeants et aux administrateurs d'avoir un comportement répréhensible lorsqu'ils sollicitent des procurations (par exemple rétribuer les actionnaires pour leurs procurations) Les sociétés dotées d'un actionnaire de contrôle ou de détenteurs de blocs d'actions peuvent également avoir des pratiques opaques même si elles ont le droit de désigner les administrateurs.

298. Certaines juridictions commencent à encourager ou à exiger le recours à un comité de nomination comprenant au moins une majorité d'administrateurs indépendants. Ces comités revêtent une importance particulière dans les juridictions où le directeur général/le président du conseil d'administration choisissent habituellement les nouveaux administrateurs et où la structure de l'actionnariat est peu transparente. Dans d'autres juridictions, les principaux actionnaires et/ou les actionnaires de contrôle ont souvent participé directement à la nomination et à l'élection des administrateurs, de sorte qu'il est moins urgent de créer des comités de nomination indépendants, mais le besoin transparence est plus vif que jamais. Comme le droit des sociétés n'est pas nécessairement un instrument approprié pour imposer des procédures transparentes, de nombreuses juridictions ont jugé approprié d'avoir recours à des codes/des principes pour demander que les procédures d'élection s'effectuent de manière ouverte et transparente.

299. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise que les conseils d'administration :
 - (a) mettent en place des procédures de nomination des administrateurs clairement définies et transparentes dans le cadre desquelles les conflits d'intérêts potentiels sont gérés convenablement ;
 - (b) adoptent, pour l'élection et la nomination des administrateurs, une procédure qui garantit la participation réelle des actionnaires ; et
 - (c) informent les actionnaires des procédures de nomination ainsi que du rôle et de la composition du comité de nomination s'il y en a un. Toute modification apportée à cette politique doit être rendue publique et justifiée par le conseil d'administration. Des dispositifs efficaces permettent aux actionnaires de tenir les administrateurs responsables de ne pas s'être acquittés convenablement de cette mission, et qu'elles soient requises ou préconisées, les normes font l'objet d'une adhésion générale.

6.3.4.6 *Principe VI.D.6 : Surveiller et gérer les conflits d'intérêts pouvant survenir entre la direction, les administrateurs et les actionnaires, y compris relatifs à des abus de biens sociaux ou à des abus commis dans le cadre de transactions avec des parties liées.*

300. Le principe VI.D.6 peut être considéré comme apportant d'autres précisions sur l'obligation relative au devoir de diligence et au devoir de loyauté préconisée par le principe VI.A. Il constitue également une contrepartie essentielle du principe III.A.2 concernant la protection des actionnaires minoritaires, du principe III.B portant sur l'interdiction des opérations d'initiés et des opérations pour compte propre abusives et du principe III.C selon lequel les administrateurs et les principaux dirigeants doivent informer le conseil d'administration de tout intérêt significatif qu'ils pourraient avoir, directement ou indirectement, dans une opération ou une affaire affectant directement la société. Le principe V.A.5 préconise également la diffusion des informations relatives aux transactions effectuées avec des parties liées.

301. Les notes explicatives du sous-principe VI.D.6 précisent donc clairement que le point central à cet égard concerne les procédures suivies par le conseil d'administration. Le conseil d'administration doit mettre en place des dispositifs de contrôle interne concernant la communication financière et les systèmes de surveillance et de gestion des transactions avec des parties liées et de l'utilisation des actifs de la société. Ces fonctions sont quelquefois confiées au contrôleur interne, qui doit entretenir des contacts directs avec le conseil d'administration. Lorsque d'autres cadres dirigeants de la société sont investis d'une responsabilité à cet égard, comme le secrétaire général, il importe qu'ils soient assujettis aux mêmes obligations de rendre des comptes que le contrôleur interne. Pour mener à bien sa mission de surveillance, le conseil d'administration doit également encourager les témoins à faire état de comportements contraires à l'éthique/illicites sans crainte de représailles. Cette obligation est pleinement couverte par le principe IV.1.

Pratiques probables à examiner

302. Pour se former un jugement sur la mise en œuvre de ce principe, l'examineur devra examiner les faits concernant les opérations pour compte propre et les transactions avec des parties liées, ainsi que le rôle des conseils d'administration, à la fois *de facto* et *de jure*. Le principe ne définit pas ce qu'il entend par « gestion » des conflits d'intérêts, des opérations pour compte propre et des transactions abusives avec les parties liées. Différentes pratiques fonctionnellement équivalentes sont largement observées. Au minimum, le conseil d'administration doit vérifier la diffusion d'information sur les transactions avec les parties liées (Principe V.A.5.). Dans certaines juridictions, le conseil d'administration (ou un de ses comités) doit aussi approuver les transactions avec des parties liées alors que dans d'autres il doit soumettre ces transactions à l'approbation de l'assemblée des actionnaires. L'intention du principe (et particulièrement du chapitre III) est qu'un tel vote doit exclure les actionnaires intéressés et il est également attendu que les membres du conseil d'administration intéressés doivent s'abstenir d'approuver une telle transaction. Lorsqu'il y a simplement une obligation de divulgation d'information et que les voies de recours sont faibles, l'examineur devrait être incliné à juger que le principe est soit non mise en œuvre soit seulement partiellement mis en œuvre.

303. Dans les systèmes faisant une place importante aux actionnaires de contrôle, l'expérience démontre que ce sont les actionnaires de contrôle qui commettent des transactions abusives avec des parties liées et qu'ils ont également un rôle important dans le conseil d'administration. Bien que les contrôles internes conservent leur importance, l'expérience a souvent démontré que le conseil d'administration ou des comités du conseil d'administration ont éprouvé de la difficulté à établir la loyauté de certaines transactions avec des parties liées et de l'utilisation des actifs de la société, et il faudrait peut-être compléter les contrôles internes tels que ceux discutés ci-dessus par d'autres mesures pour permettre au conseil d'administration de mener à bien sa mission.

304. Le contrôle interne est d'une importance primordiale afin de s'assurer que le code éthique d'une société est respecté et également pour s'assurer de la conformité avec les lois et réglementations relatives aux délits d'initiés et aux transactions avec les parties liées. Dans certaines juridictions il existe une longue tradition de normes de contrôle interne, et celles-ci doivent être examinées par l'examineur. La pratique a souvent été pour l'organe de contrôle interne de rendre compte au directeur général plutôt qu'au conseil d'administration. Depuis quelque temps, les dispositifs de contrôle interne rendent compte au conseil d'administration des affaires relatives à ce principe. De tels développements doivent être notés par l'examineur. Un comité d'audit du conseil d'administration ou un organe équivalent est souvent désigné pour assumer cette responsabilité. Plutôt que de juste noter l'existence de tels organes, l'examineur devrait également s'enquérir des éléments existant tendant à prouver qu'ils fonctionnent effectivement tel que prévu. Dans certains cas, de tels organes sont entravés par des règles procédurales et par leur composition.

305. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise que le conseil d'administration supervise un système de contrôles internes destinés à faciliter la surveillance et la gestion des conflits d'intérêt potentiels, l'utilisation des actifs de la société et les conditions de réalisation des transactions avec des parties liées. Le dispositif et les sanctions prévues doivent être rendus publics dans le cadre des responsabilités du conseil d'administration relatives à la diffusion des structures et des politiques de gouvernement d'entreprise, et aux transactions effectuées avec des parties liées (principes V.A.5 et V.A.8). Lorsque cela est requis, des dispositifs d'application efficaces de la responsabilité du conseil d'administration d'instituer des règles procédurales sont en place. Qu'elle soit requise ou préconisée, la norme fait l'objet d'une adhésion générale.
2. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise que le conseil d'administration gère les opérations pour compte propre et les transactions avec les parties liées conformément au devoir des membres du conseil d'administration d'agir dans l'intérêt de la société et de ses actionnaires. Il existe des mécanismes effectifs de mise en œuvre de ces normes, des voies de recours efficaces pour ceux qui seraient lésés par de telles transactions, et il y a une mise en œuvre générale de cette norme.

6.3.4.7 Principe VI.D.7 : S'assurer de l'intégrité des systèmes de comptabilité et de communication financière de la société, notamment de l'indépendance de la vérification des comptes, et que l'entreprise est dotée de dispositifs de contrôle adéquats, en particulier de dispositifs de gestion des risques et de contrôle financier et opérationnel, ainsi que de respect du droit et des normes applicables.

306. On peut considérer que le principe VI.D.7 précise davantage ce que requièrent le devoir de diligence et le devoir de loyauté préconisés par le principe VI.A. Il constitue également une contrepartie essentielle des principes V.A, V.B et V.C concernant la diffusion d'informations et l'indépendance de la vérification des comptes. Comme le principe VI.D.6, il concerne les procédures et, outre les contrôles financier et comptable, comprend la gestion des risques et les contrôles opérationnels, autrement dit, les contrôles internes en général. Il est complété par le principe VI.E.1, qui précise le type d'administrateurs qui devraient superviser le processus.

307. Selon les notes explicatives, garantir l'intégrité des principaux systèmes d'information et de surveillance impose au conseil d'administration de définir clairement et de faire respecter les chaînes de responsabilité et la façon de rendre des comptes dans l'ensemble de l'organisation. Le conseil d'administration doit en outre veiller à ce que la direction générale exerce une supervision convenable. L'un des moyens d'atteindre ces objectifs consiste à instaurer un système d'audit interne placé sous la

responsabilité directe du conseil d'administration. Dans certaines juridictions, on considère comme une bonne pratique le fait que les contrôleurs internes rendent compte à un comité d'audit indépendant du conseil d'administration, ou à un organe équivalent, à qui il incombe de gérer les relations avec l'auditeur externe, ce qui favorise une réaction coordonnée de la part du conseil d'administration. Il convient également de considérer comme une bonne pratique que ce comité, ou l'organe équivalent, examine les méthodes comptables les plus importantes qui constituent le fondement des états financiers, et rende compte au conseil de ces conclusions. Le conseil d'administration doit toutefois conserver la responsabilité finale de l'intégrité des systèmes d'information. Certains pays ont adopté des dispositions en vertu desquelles il incombe au président du conseil d'administration de faire rapport sur les procédures de contrôle interne.

Pratiques probables à examiner

308. Plusieurs juridictions ont institué des codes énonçant des principes de gestion des risques et de contrôle financier et opérationnel. Les codes de gouvernement d'entreprise incorporant ces principes sont normalement assortis d'obligations suivant le principe « respecter les textes ou se justifier. » Dans un cas, il est obligatoire de rendre compte de l'efficacité des contrôles internes relatifs à l'information financière, les dirigeants doivent faire des déclarations et un auditeur doit formuler un avis quant à leur exactitude. Lorsque leur mise en œuvre par les sociétés est généralisée, les codes doivent être traités comme étant fonctionnellement équivalents aux dispositifs obligatoires, même s'ils ont souvent une portée plus générale.

309. Par le biais de principes/codes, ou, dans un nombre croissant de juridictions, de la réglementation du marché secondaire, le conseil d'administration doit gérer les relations avec les auditeurs externes afin de garantir l'indépendance de la vérification des comptes. Il doit autrement dit gérer la relation d'ensemble avec ces derniers, y compris les autres travaux qu'ils effectuent pour la société et qui pourraient compromettre leur indépendance. D'autres aspects éventuels de la gestion de ces relations sont examinés dans la section consacrée au principe V.C en relation avec l'exigence de transparence.

310. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise que le conseil d'administration supervise l'exercice des contrôles internes destinés à (a) garantir l'intégrité des systèmes de comptabilité et de communication financière de la société et (b) veiller à ce que la société soit dotée de dispositifs de contrôle adéquats, notamment pour la gestion des risques et le contrôle financier et opérationnel. Le dispositif doit être rendu public en vertu de l'obligation qui incombe au conseil d'administration de faire rapport sur les structures et politiques de gouvernance d'entreprise (principe V.A.8). Des dispositifs efficaces sont en place pour faire respecter la norme. Qu'elle soit requise ou préconisée, la norme fait l'objet d'une adhésion générale.
2. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise que le conseil d'administration gère l'ensemble des relations avec les auditeurs externes, de manière à obtenir l'assurance raisonnable que la vérification des états financiers a été effectuée de manière indépendante et compétente. Des dispositifs efficaces assurent le respect de la responsabilité d'établir des règles procédurales qui incombe au conseil d'administration et l'application de la norme est générale.
3. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise que le conseil d'administration mette au point des plans d'action et des procédures internes pour favoriser le respect des lois, règlements et normes qui leur sont applicables, y compris le code d'éthique de la société. Les plans d'action doivent veiller à récompenser le respect des prescriptions et à ce que les

manquements à la loi aient des conséquences ou donnent lieu à des sanctions dissuasives. Ces plans d'action doivent également s'appliquer dans la mesure du possible, aux filiales.

6.3.4.8 Principe VI.D.8 : Surveiller le processus de diffusion de l'information et de communication de l'entreprise.

311. On doit considérer que le sous-principe découle du chapitre V concernant la diffusion de l'information et la transparence. Il confie au conseil d'administration les responsabilités relatives au respect du principe V.E. Il concerne également le processus qui conforte les principes II.A, II.B et II.C, selon lesquels l'obtention en temps opportun des informations pertinentes sur la société est un droit élémentaire des actionnaires.

Pratiques probables à examiner

312. Dans de nombreuses juridictions, l'examineur peut fonder son jugement sur des informations concernant la qualité de la diffusion de l'information et de la communication des entreprises recueillies par des agences de notation et d'autres organismes. Le processus de communication avec les investisseurs est souvent plus complexe, toutefois, et peut intervenir sur une base bilatérale. L'examineur doit en conséquence chercher à connaître l'appréciation portée par des groupes d'investisseurs sur la qualité des communications dans la juridiction concernée. Certaines sociétés ont créé un poste de responsable des relations avec les investisseurs, qui rend compte directement au conseil d'administration, et d'autres ont institué des codes/principes en vertu desquels un administrateur doit jouer un rôle significatif dans le processus.

313. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert que le conseil d'administration : (a) surveille la diffusion d'informations significatives sur la société et (b) assume la responsabilité de la stratégie de communication avec les actionnaires. Des dispositifs efficaces assurent le respect du principe et la procédure fait l'objet d'une application générale.

6.3.5 Principe VI.E

314. Selon le principe VI.E, « *le conseil d'administration doit être en mesure de porter un jugement objectif et indépendant sur la conduite des affaires de la société* ». Il constitue un complément important du principe VI.A mais demande que l'examineur porte un jugement distinct. Ce principe est sans doute celui dont l'évaluation pose le plus de difficultés à l'examineur.

315. Selon les notes explicatives, la diversité des modes d'organisation du conseil d'administration et des structures de l'actionariat et des pratiques selon les juridictions appelle des approches également diverses à la question de l'objectivité du conseil d'administration. Dans certains pays, la principale préoccupation concerne l'indépendance et l'objectivité du conseil d'administration. L'indépendance du conseil d'administration nécessite le plus souvent la présence d'un nombre suffisant d'administrateurs indépendants qui ne soient ni salariés de la société ou de sociétés affiliées, ni étroitement reliés à elle ou à sa direction par des liens significatifs, qu'ils soient économiques, familiaux ou autres. Ce principe n'empêche pas les actionnaires de siéger au conseil d'administration. Dans d'autres circonstances, il conviendra de mettre l'accent sur l'indépendance vis-à-vis des actionnaires de contrôle ou d'un autre organe exerçant un contrôle, en particulier quand les droits *ex ante* des actionnaires minoritaires ne sont pas très affirmés ou les possibilités de recours qui leur sont offertes sont limitées. C'est ce qui a conduit tant des auteurs de codes que le législateur dans certaines juridictions à exiger la présence d'administrateurs indépendants des actionnaires en position dominante, sachant que le critère

d'indépendance impose qu'ils ne les représentent pas, ni n'entretiennent de liens commerciaux étroits avec eux. Lorsqu'une tierce partie jouit d'une position particulière lui permettant d'exercer une influence sur la société, il convient de veiller, par l'application de critères stricts, à l'objectivité du jugement du conseil d'administration.

6.3.5.1 Principe VI.E.1 : Le conseil doit confier les tâches pouvant être source de conflit d'intérêts à un nombre suffisant d'administrateurs sans fonctions de direction et capables d'exercer un jugement indépendant. Figurent notamment au nombre de ces responsabilités essentielles : la surveillance de l'intégrité de la communication financière et non financière, l'examen des transactions avec des parties liées, la nomination des administrateurs et des principaux dirigeants et la rémunération des administrateurs.

316. Le principe VI.E.1 établit le lien entre la capacité du conseil d'administration à porter un jugement objectif et indépendant sur les procédures proprement dites en faisant appel à certains administrateurs capables d'exercer un jugement indépendant. Il complète et met en œuvre, en conséquence, un certain nombre de considérations sur les procédures énoncées par le principe VI.D. Les notes explicatives soulignent que les administrateurs indépendants peuvent apporter une contribution significative aux décisions du conseil d'administration. Ils peuvent exprimer un point de vue objectif sur l'évaluation des résultats obtenus par le conseil d'administration et la direction de l'entreprise. En outre, ils peuvent jouer un rôle important dans des domaines où les intérêts de la direction, de la société et de ses actionnaires peuvent diverger, à savoir la rémunération des cadres dirigeants, les projets concernant leur remplacement, les changements intervenant dans le contrôle de la société, les dispositifs anti-OPA, les acquisitions majeures et la fonction de vérification des comptes.

Pratiques probables à examiner

317. En ce qui concerne le principe VI.E, la façon de procéder pour porter un « jugement objectif et indépendant » varie considérablement selon les juridictions, et l'examineur doit donc étudier attentivement un certain nombre d'aspects. De nombreuses juridictions s'attachent au concept de l'indépendance des administrateurs en encourageant ou en rendant obligatoire l'indépendance d'un certain pourcentage des administrateurs et non seulement celle des cadres dirigeants. Toutefois, même lorsque l'indépendance est obligatoire, sa définition est parfois si étroite qu'elle peut facilement être contournée. Dans une juridiction, par exemple, même si les administrateurs d'une filiale ne peuvent être considérés comme indépendants, ceux de sociétés apparentées le sont. Dans certains cas, la mise en œuvre du concept a pratiquement pris la forme d'une transposition juridique et, contrairement à ce qu'indiquent les notes explicatives, n'a pas été adapté à l'organisation du conseil d'administration et à la structure de l'actionnariat dans le pays concerné. Certaines juridictions ont retenu le concept plus souple d'administrateur sans fonctions de direction mais des questions similaires à celles que pose l'indépendance des administrateurs ont été soulevées. Lorsque l'indépendance des administrateurs n'est pas obligatoire mais recommandée ou encouragée, les sociétés ont également considéré qu'elle existait en fonction de l'interprétation la plus favorable du critère. L'examineur doit enfin s'attacher à la définition et à sa pertinence et déterminer si cette indépendance est appliquée dans la pratique.

318. Une question centrale pour l'examineur porte sur le fait de savoir si l'organisation incite les administrateurs à vouloir être objectifs et indépendants. Dans de nombreuses juridictions, l'accent est mis sur le fait que des administrateurs sans fonctions de direction ou indépendants exercent un contrôle sur les dirigeants et les actionnaires de contrôle potentiellement récalcitrants et corrompus et que la menace de voir leur responsabilité engagée les incite à davantage de vigilance. L'examineur doit comprendre le système de responsabilité qui s'applique aux administrateurs d'une juridiction donnée, dont il est sans doute exagéré de s'attendre à ce qu'il constitue une incitation efficace, ainsi que l'expérience semble d'ailleurs le démontrer partout dans le monde. L'examineur doit en conséquence accorder plus

d'importance à l'appréciation du rôle des actionnaires et, en particulier, du principe II.C.3 ; de la transparence des administrateurs, et en particulier du principe V.A.4 ; et des procédures générales concernant les administrateurs couvertes par les principes VI.D.5 et VI.D.6.

319. Un autre aspect qui doit être examiné et pour lequel des données doivent être accessibles dans les comptes rendus relatifs au gouvernement d'entreprise concerne la séparation du rôle du directeur général et du président du conseil d'administration ou, lorsqu'il y a cumul des fonctions, la nomination d'un administrateur principal sans fonctions de direction chargé de convoquer ou de présider des réunions réservées aux seuls administrateurs n'occupant pas de poste de direction. La séparation entre les fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration fait parfois figure de bonne pratique car elle peut contribuer à assurer un juste équilibre entre les pouvoirs, à renforcer l'obligation de rendre des comptes et à accroître la capacité du conseil d'administration de prendre des décisions en toute indépendance vis-à-vis de la direction. La nomination d'un administrateur principal est considérée comme une autre bonne pratique par certaines juridictions. Même lorsque la séparation n'est pas obligatoire, il semble que de nombreuses entreprises adoptent la règle de la séparation. Lorsque la pratique est générale, l'examineur devrait normalement conclure que le principe est appliqué. Ce jugement dépend toutefois de la structure de l'actionnariat dans une juridiction donnée et des droits des actionnaires minoritaires (principe III.A.2), de la diffusion (V.A.5) et du contrôle des transactions avec des parties liées (VI.D.6).

320. Dans certaines juridictions, le principe VI.E.1 est appliqué indirectement par le biais des tribunaux, qui accordent le bénéfice du doute au conseil d'administration pour ses décisions lorsqu'il est clair que les administrateurs capables d'exercer un jugement indépendant ont participé étroitement à la prise d'une décision controversée. Le jugement est souvent fondé sur la prise en compte du contexte général plutôt que sur des critères d'indépendance *ex ante*. Tel est souvent le cas, par exemple, des transactions avec des parties liées et de la vente et de l'acquisition d'actifs. Dans d'autres cas, le recours à des administrateurs considérés comme indépendants par le conseil est parfois obligatoire.

321. En référence au principe VI.D.7, de plus en plus fréquemment, les auditeurs externes sont recommandés par un comité d'audit indépendant du conseil d'administration ou un organe équivalent et nommés soit par ce comité/organe, soit directement par les actionnaires. Le comité d'audit ou un organe équivalent est souvent chargé de superviser les opérations de contrôle interne ainsi que l'ensemble des relations avec les auditeurs externes, y compris en examinant la nature des services autres que la révision des comptes que l'auditeur fournit à la société. Certaines juridictions exigent maintenant que ce rôle soit rempli par des administrateurs indépendants et d'autres en font souvent un élément essentiel des codes/principes.

322. Comme les entreprises sont souvent obligées de fournir des précisions sur les dispositifs concernant les administrateurs, notamment ceux qu'elles considèrent comme indépendants, de nombreuses agences de notation ont recueilli des données sur le respect par les entreprises du principe VI.E.1 qui seront utiles à l'examineur, qui devra toutefois prendre en compte également la définition de l'indépendance et la pratique observée dans la juridiction en question. Par exemple, même lorsqu'un sous-comité comprend une majorité d'administrateurs indépendants et qu'il est également présidé par le directeur général/le président du conseil d'administration, il se peut que le groupe pris dans son ensemble ne puisse pas porter un jugement objectif et indépendant. Le contexte juridique global est également important. Par exemple, dans certaines juridictions, les transactions avec des sociétés affiliées ne sont pas nécessairement classées dans la catégorie des transactions avec des parties liées lorsqu'une majorité d'actionnaires en a ainsi décidé, ce qui rend impossible toute décision indépendante et objective.

323. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise : (a) qu'une certaine proportion des administrateurs soit indépendante ; (b) que soient fixés des critères d'indépendance pour prévenir les problèmes d'agent principal dus à la structure de l'actionnariat et du contrôle dans la juridiction concernée, et que ces critères soient difficilement contournables ; et (c) qu'il incombe aux entreprises d'indiquer quels sont les administrateurs qu'elles jugent indépendants et quels sont leurs critères d'appréciation en la matière. Des dispositifs efficaces permettent aux actionnaires de demander des comptes aux administrateurs s'ils ne se sont pas acquittés convenablement de cette responsabilité, par exemple en prévoyant des possibilités significatives pour les actionnaires d'exprimer leurs inquiétudes lors des assemblées d'actionnaires, d'inscrire des points à l'ordre du jour des assemblées d'actionnaires et de voter contre des décisions des administrateurs, et/ou en assurant le fonctionnement efficace des marchés du contrôle des sociétés. Cette norme fait l'objet d'une adhésion générale.
2. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise que le conseil confie les tâches pouvant être source de conflit d'intérêts à un nombre suffisant d'administrateurs sans fonctions de direction et capables d'exercer un jugement indépendant, notamment en ce qui concerne : (a) la surveillance de l'intégrité de la communication financière et non financière, y compris des audits externes ; (b) l'examen et la gestion des transactions avec des parties liées et les opérations pour compte propre ; (c) la nomination des administrateurs et des principaux dirigeants et (d) la rémunération des administrateurs et des dirigeants. Lorsque la norme est obligatoire, les obligations sont étayées par des mesures d'exécution efficaces et des voies de recours appropriées. Lorsque la norme n'est pas obligatoire ou appliquée d'une autre manière, des dispositifs efficaces permettent aux actionnaires de demander des comptes aux administrateurs s'ils ne se sont pas acquittés convenablement de cette responsabilité, par exemple en prévoyant des possibilités significatives pour les actionnaires d'exprimer leurs inquiétudes lors des assemblées d'actionnaires, d'inscrire des points à l'ordre du jour des assemblées d'actionnaires et de voter contre des décisions des administrateurs, et/ou en assurant le fonctionnement efficace des marchés du contrôle des sociétés. Cette norme fait l'objet d'une adhésion générale.

6.3.5.2 Principe VI.E.2 : Lorsque des comités spéciaux sont créés au sein du conseil d'administration, leur mandat, leur composition et leurs procédures doivent être clairement définis et rendus publics par le conseil d'administration.

324. On a vu précédemment que le rôle des administrateurs indépendants s'exerce souvent par l'intermédiaire de comités spéciaux et ne découle pas seulement du fait de l'appartenance de ces administrateurs au conseil d'administration en général. Si le recours à la création de comités spécialisés peut améliorer la qualité des travaux du conseil d'administration, cette pratique risque également de susciter des interrogations concernant la responsabilité collective du conseil d'administration et des différents administrateurs. Pour pouvoir évaluer les vertus de ces comités, il est donc important de veiller à ce que le marché ait une connaissance claire et complète de leur objet, de leurs missions et de leur composition. Ces informations sont également couvertes par le principe V.A.8 concernant les structures et les politiques de gouvernement d'entreprise, de sorte que le jugement du principe VI.E.2 devrait être compatible avec celui qui est porté sur ce principe.

Pratiques probables à examiner

325. Les informations dont la diffusion est préconisée par ce principe revêtent une importance particulière dans les juridictions, de plus en plus nombreuses, où les conseils d'administration mettent en

place des comités d'audit permanents indépendants habilités à surveiller les relations avec l'auditeur externe et à agir, dans un grand nombre de cas, en toute indépendance. Parmi les autres comités de ce type, on retiendra ceux qui traitent des nominations et des rémunérations. Les responsabilités des autres administrateurs et du conseil d'administration dans son ensemble doivent être clairement définies.

326. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise que le mandat, la composition et les procédures de fonctionnement des principaux comités permanents et *ad hoc* du conseil d'administration. Ces informations doivent constituer un aspect essentiel des rapports fournis par la société sur ses pratiques de gouvernement d'entreprise. Des dispositifs efficaces assurent le respect des obligations, et notamment, la reconnaissance des droits des actionnaires de demander des informations. Qu'elle soit requise ou préconisée, la norme est largement appliquée.

6.3.5.3 Principe VI.E.3 : Les administrateurs doivent pouvoir s'investir véritablement dans l'exercice de leurs responsabilités.

327. Ce principe vise à appuyer la capacité des administrateurs de porter un jugement objectif et indépendant. En particulier, le fait de siéger dans un trop grand nombre de conseils d'administration peut nuire aux performances des administrateurs. Les notes explicatives précisent en outre que le principe porte sur la formation et les qualifications des administrateurs en général. Il complète donc le principe VI.D.5 concernant la responsabilité qui incombe au conseil d'administration de rechercher des administrateurs possédant les connaissances, les compétences et les qualifications nécessaires.

Pratiques probables à examiner

328. Certaines juridictions ont limité le nombre de sièges d'administrateurs qui peuvent être occupés par une même personne. Définir les limites précises est sans doute moins important que de s'assurer que les administrateurs jouissent d'une légitimité auprès des actionnaires et de leur confiance. L'acquisition de cette légitimité sera également facilitée par la publication des registres de présence aux réunions du conseil (en indiquant, par exemple, si des administrateurs ont été absents lors d'un nombre substantiel de réunions) et de la liste des travaux entrepris par chacun pour le compte du conseil d'administration, avec les rémunérations correspondantes. Cette transparence est préconisée par le principe V.A.4 relatif à la diffusion des informations qui concernent les administrateurs et notamment, leurs qualifications.

329. Un nombre croissant de juridictions encouragent désormais les sociétés à organiser à l'intention des administrateurs, lorsqu'ils entrent en fonction et ultérieurement, des actions de formation et des autoévaluations volontaires répondant aux besoins spécifiques de l'entreprise. Il peut s'agir de proposer aux administrateurs d'acquérir les compétences voulues lorsqu'ils entrent en fonction, puis de se tenir informés des nouvelles lois et réglementations, ainsi que de l'évolution des risques commerciaux, que ce soit dans le cadre de sessions organisées dans l'entreprise ou dispensées à l'extérieur.

330. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise que les sociétés fournissent des détails précis sur les activités de chaque administrateur, notamment en ce qui concerne : (a) la durée de son mandat comme administrateur et le fait qu'il siège dans différents comités du conseil d'administration ; (b) des informations générales sur son emploi principal, le cas échéant ; (c) le fait qu'il siège dans d'autres conseils d'administration ; (d) les registres de sa présence aux réunions du conseil et des différents comités et (e) tous les travaux entrepris pour le compte du

conseil d'administration, avec les rémunérations correspondantes. Ces critères sont efficacement respectés. Qu'elle soit requise ou préconisée, la norme fait l'objet d'une mise en œuvre générale.

2. Le régime de gouvernement d'entreprise requiert ou préconise que le conseil d'administration fournisse aux administrateurs, lorsqu'ils entrent en fonction et ultérieurement, une formation qui leur permette de s'acquitter de leur mission. Les besoins de formation de chaque administrateur sont revus régulièrement et une formation additionnelle est fournie pour répondre aux besoins de perfectionnement des compétences de l'administrateur. Qu'elle soit requise ou préconisée, la norme fait l'objet d'une mise en œuvre générale.

6.3.6 Principe VI.F

331. Selon le principe VI.F, « *pour assumer leurs responsabilités, les administrateurs doivent avoir accès à des informations exactes, pertinentes et disponibles en temps opportun* ». Les administrateurs ont besoin de disposer en temps opportun des informations nécessaires pour pouvoir prendre des décisions. Les administrateurs sans fonctions de direction n'ont généralement pas accès à l'information dans les mêmes conditions que certains des principaux dirigeants de la société mais ils doivent s'assurer, de même que le conseil d'administration dans son ensemble, de disposer en temps opportun d'informations exactes et pertinentes. Il s'agit d'une condition essentielle de l'accomplissement de leur devoir de diligence. Ce principe s'étend toutefois aussi aux administrateurs qui ont des fonctions de direction.

Pratiques probables à examiner

332. Partout dans le monde, on a recensé de nombreux cas d'administrateurs qui ne sont pas informés par la direction de tous les faits et qui doivent prendre des décisions importantes sans disposer du temps voulu pour réfléchir, ni d'informations pertinentes. Cela empêche les administrateurs de remplir leur devoir de diligence. L'examineur doit étudier des affaires rendues publiques récemment et s'entretenir avec des acteurs du marché afin de savoir si le conseil d'administration est traité de cette manière par la direction et/ou les actionnaires de contrôle. Lorsqu'il est prouvé que cette pratique est générale, il faut en conclure que le principe n'est que partiellement mis en œuvre. L'évaluation du principe VI.A doit également être menée en tenant compte de ce jugement.

333. Dans de nombreuses juridictions, le recours accru à des administrateurs sans fonctions de direction a soulevé le problème de l'accès de ces derniers à l'information qui va de pair avec leurs responsabilités. Dans certaines juridictions, les textes de loi et les codes ne font pas directement référence à l'accès de ces administrateurs à l'information, pas plus qu'ils ne mentionnent de problèmes à cet égard. L'examineur devrait conclure dans ces cas que le principe est partiellement appliqué. Certaines juridictions requièrent ou préconisent que les administrateurs sans fonctions de direction puissent communiquer avec certains responsables principaux, par exemple, le secrétaire général et le contrôleur interne, et qu'ils soient autorisés à faire appel à des conseillers extérieurs indépendants au frais de l'entreprise.

334. Citons le cas particulier des transactions ou des activités inhabituelles qui se présentent. Dans certaines juridictions, les administrateurs reçoivent en temps opportun, sans frais, l'avis de conseillers qualifiés (juristes, comptables, conseillers financiers, selon le cas) sur les procédures qu'ils devraient suivre et les facteurs dont ils devraient tenir compte pour s'acquitter de leur devoir de loyauté et de leur devoir de diligence à l'égard de l'entreprise dans le cadre de la transaction ou de l'activité en question. Le processus est clairement précisé dans les comptes rendus relatifs au processus de décision. L'examineur devra fonder son jugement sur ces documents. Lorsqu'ils ne sont pas disponibles, non plus que d'autres informations sur le fonctionnement du conseil d'administration, l'examineur devrait conclure que le principe n'est pas appliqué.

335. De telles pratiques et l'intention ayant présidé au principe amènent à formuler les critères essentiels suivants :

1. Le régime de gouvernement d'entreprise exige que les administrateurs ayant des fonctions de direction et les administrateurs sans fonctions de direction disposent des informations qu'ils estiment nécessaires pour s'acquitter de leurs responsabilités. Le code d'éthique de l'entreprise interdit la rétention d'informations importantes ou leur diffusion tardive au conseil d'administration et des dispositifs efficaces visent à s'assurer que ces informations ne sont pas dissimulées aux administrateurs. Qu'elle soit requise ou préconisée, la norme fait l'objet d'une mise en œuvre générale.
2. Lorsque des projets de transactions ou d'activités inhabituelles se présentent, les informations fournies par les sociétés indiquent que les administrateurs ont reçu en temps opportun, sans frais, l'avis de conseillers qualifiés (juristes, comptables, conseillers financiers, selon le cas) sur les procédures qu'ils devraient suivre et les facteurs dont ils devraient tenir compte pour s'acquitter de leur devoir de loyauté et de leur devoir de diligence à l'égard de l'entreprise dans le cadre de la transaction ou de l'activité en question. Les informations fournies par les sociétés indiquent que lorsqu'ils le jugent approprié, les administrateurs sollicités pour siéger dans des comités indépendants peuvent faire appel à des conseillers extérieurs indépendants au frais des sociétés. Ces pratiques font l'objet d'une application générale.

PARTIE D. FORMULATION DE POSSIBILITÉS D'ACTION ET DE RECOMMANDATIONS SUR LES POLITIQUES À SUIVRE

336. Cette méthodologie doit servir de support à une évaluation destinée à déceler la nature et l'ampleur des points forts et des carences spécifiques au régime de gouvernement d'entreprise et ainsi à contribuer à définir les priorités en matière de réformes par le biais d'un dialogue sur les politiques à suivre, de sorte à amener, en fin de compte, une amélioration des performances économiques. L'accent est mis sur le fonctionnement réel du régime de gouvernement d'entreprise globalement : le tout peut être supérieur à la somme des parties, ce dont il importe de tenir compte dans la perspective des priorités de l'action.

337. Bien que la Méthodologie influence la forme de l'évaluation écrite, elle laisse à l'utilisateur le choix de la présentation. Cependant, le rapport devrait contenir au moins une courte synthèse incluant à son tour un résumé des principaux résultats et recommandations. Le texte principal de la documentation accompagnant cette synthèse devrait également inclure un tableau résumant les évaluations de chaque principe et sous-principe. Il convient de noter que les RONC établis par la Banque mondiale suivent un modèle de présentation très spécifique. L'utilisateur qui a l'intention de produire un document de type RONC doit s'enquérir auprès de la Banque mondiale des normes de présentation arrêtées en la matière.

338. Il s'agit dans cette Partie du contenu et du processus suivi pour parvenir à une conclusion et à la formalisation des possibilités d'action et des priorités plus que de la présentation du rapport écrit. Trois éléments interdépendants doivent être pris en compte et présentés de manière transparente par l'examineur : le paysage du gouvernement d'entreprise ; la synthèse de ce qui a été appris de l'évaluation des différents principes ; la formation d'un jugement sur les implications et les priorités qui en résultent.

1.1 Formulation d'une évaluation des possibilités d'action et des priorités

339. *Le paysage du gouvernement d'entreprise* : L'examineur doit identifier la nature et l'ampleur des problèmes de gouvernement d'entreprise dans la juridiction en prenant en compte la structure des entreprises, les régimes actuels d'actionnariat et de contrôle, ainsi que leur genèse et leur évolution au cours des dernières années. Les facteurs sous-jacents ayant conduit à la situation actuelle pourraient comprendre les privatisations récentes, les politiques industrielles et commerciales passées, les décisions prises par le passé dans le but d'implanter des éléments de droit provenant de l'étranger et un historique de l'incertitude due, par exemple, aux confiscations. Il faudrait également faire état des facteurs actuels d'évolution, par exemple des accords internationaux qui ont une influence le droit des sociétés, etc. Pour assurer la transparence du processus d'évaluation, il convient d'étudier les structures juridiques, réglementaires et répressives et d'exposer les leçons tirées de tout « scandale » récent. En résumé, cette section doit s'interroger sur la manière dont surviennent les principaux problèmes de gouvernement d'entreprise (c'est-à-dire les coûts d'agence) et sur les raisons qui sont à l'origine de la situation examinée plus en détail dans le cadre de l'évaluation de certains principes.

340. *Synthèse de ce qui a été appris de l'évaluation de la mise en œuvre* : L'examen doit présenter une synthèse des évaluations de chaque principe et les principales raisons qui ont mené à chaque évaluation : (législation inappropriée, application défaillante, pratique peu courante au sein des entreprises). Dans certains cas, il sera utile de préciser quel critère essentiel est la raison essentielle du jugement. Un processus approfondi comme celui-ci sert à montrer clairement que la juridiction a été entièrement évaluée en fonction des Principes et réduit le risque de ne pas tenir compte d'éléments importants. Il n'est pas

nécessaire d'aborder tous les principes en détail, compte tenu du fait que certains seront considérés comme revêtant moins d'importance que d'autres. Cela est fonction du paysage du gouvernement d'entreprise propre à une juridiction et des problèmes de gouvernement d'entreprise qui doivent être résolus. L'interaction (la complémentarité) fondamentale entre les différents principes doit également être prise en considération. À titre d'exemple, l'exercice effectif des droits des actionnaires devra être rapproché des évaluations de la transparence et du fonctionnement des conseils d'administration. L'examen doit également prendre en considération les domaines dans lesquels la juridiction concernée applique largement ou pleinement les Principes selon l'examineur et où elle aurait même pu aller au-delà de leurs prescriptions et elle est en train d'élaborer des « bonnes pratiques ». Les points forts et les lacunes doivent donc être pris en compte. Les évaluations détaillées de chaque principe et les critères essentiels y afférents, assortis de courtes annotations, pourraient ou non faire partie d'un rapport, compte tenu, notamment, du fait des informations confidentielles ont ou non été utilisées pour se faire une idée de l'application d'un critère essentiel. Ces informations constituent toutefois une donnée indispensable pour permettre à l'examineur de se former un jugement sur les priorités.

341. *Formation d'un jugement sur les implications pour l'action des pouvoirs publics et les priorités.* Cette partie du processus consiste à s'éloigner des évaluations spécifiques à chaque principe pour formuler des options et des priorités pour l'action. Pour l'examineur, le constat selon lequel un principe n'est que partiellement, voire nullement appliqué n'est en lui-même porteur que de peu d'informations sur les mesures qu'il conviendrait d'adopter, sur le moment où elles devraient l'être, de même que sur l'importance relative de chaque « défaillance ». Le Chapitre I des Principes fournit des orientations utiles à l'examineur confronté à cette situation. L'examineur doit, après avoir pris en compte l'évaluation de l'ensemble des principes des chapitres I à VI, se demander où et comment les faiblesses du gouvernement d'entreprise sont susceptibles d'influer sur la croissance et la stabilité économiques générales et sur la promotion de la transparence et de l'efficacité des marchés. Il doit évaluer les différentes politiques et priorités envisageables, en tenant dûment compte de leur interaction avec d'autres aspects du régime de gouvernement d'entreprise et des rapports coût/avantage probables ou de leur impact global, en mettant l'accent sur les plus grands avantages probables et les plus faibles coûts probables, directement ou indirectement associés à ces mesures. Cette distinction ne doit pas être confondue avec la division entre court et long terme. Ainsi, la réforme du système judiciaire et des tribunaux peut demander beaucoup de temps avant de devenir effective mais doit néanmoins être engagée parce qu'elle représente une priorité si l'impact réglementaire escompté est considérable. Cependant, l'expérience démontre qu'il ne faut pas prendre d'autres mesures entre-temps en misant sur le fait que le système des tribunaux pourrait fonctionner efficacement dans un proche avenir. La cohérence dans le temps de l'action engagée est nécessaire. Autrement dit, s'agissant de l'examen des avantages et des coûts probables des politiques envisagées, le principe I.A implique que la présence ou l'absence de caractéristiques complémentaires du régime de gouvernement d'entreprise doivent être prises en compte.

342. Deux autres exemples illustrent bien le processus de formulation des possibilités d'action et des priorités. Une initiative visant à accroître la flexibilité des entreprises en matière de financement et de prise de décision par les conseils d'administration pourrait être considérée comme une évolution encourageante. Cependant, d'un point de vue global, un tel jugement pourrait paraître abusif. Dans un contexte où l'actionnariat est concentré, où le conseil d'administration exerce un contrôle fort sur les assemblées des actionnaires et où les actionnaires minoritaires sont peu protégés, une flexibilité accrue pourrait entraîner une détérioration des normes de gouvernement d'entreprise. La méthodologie décrite au principe I.A exige que l'examineur s'intéresse tout particulièrement aux domaines dans lesquels sont susceptibles de survenir des coûts d'agence et sur l'existence de complémentarités. Lorsque l'examineur juge que des avantages privés du contrôle sont en cause, l'accent devra être mis sur le renforcement des droits des actionnaires minoritaires, en commençant par les mesures les plus efficaces en termes de coûts et d'avantages. C'est à ce stade que l'examineur doit s'éloigner de l'identification des grandes priorités pour se pencher sur les possibilités d'action.

343. Dans le cas des droits des actionnaires minoritaires, l'amélioration de la transparence compte parmi ces possibilités d'action, ainsi que la définition précise de la responsabilité du conseil d'administration et, le cas échéant, l'élargissement de ses responsabilités. À l'autre extrémité de l'échelle coûts-avantages se trouve l'approbation, par la majorité des actionnaires minoritaires, des transactions avec des parties liées et la capacité des actionnaires minoritaires réunissant un quorum insuffisant de convoquer une assemblée générale ou d'introduire un recours d'actionnaires sur une base individuelle. Ces dernières mesures induisent un coût potentiel à travers une moindre flexibilité entrepreneuriale mais si la situation initiale est particulièrement faussée, les avantages peuvent aussi être considérables. Les complémentarités sont importantes. Dans l'exemple ci-dessus, du fait de l'absence de marchés financiers actifs et de mode d'application publique ou privée des textes, l'amélioration de la transparence ne constitue peut-être pas une réponse très efficace ; le paysage des entreprises et des institutions existantes doit être pris en compte. Par ailleurs, lorsque les marchés de capitaux sont actifs et que la répression représente une menace crédible, l'amélioration de la transparence peut s'avérer extrêmement efficace.

344. Lorsque les problèmes de gouvernement d'entreprise sont les plus manifestes, au vu de la faiblesse des investissements et d'une allocation médiocre des ressources, les options disponibles sont nettement plus complexes et doivent être davantage axées sur les marchés financiers. Élargir le champ d'action de la transparence, par exemple en exigeant des détails sur le taux de rendement des sociétés du groupe, etc., peut constituer l'instrument le plus efficace en termes de coûts, à l'inverse des mesures comme la restriction des participations croisées et des investissements intragroupe. Cependant, l'examineur ne doit pas oublier que d'autres éléments du contexte législatif et réglementaire, comme la politique fiscale, peuvent constituer une solution encore plus efficace en termes de coûts pour traiter les problèmes de gouvernement d'entreprise.

345. En présentant un éventail de possibilités d'action, l'examineur peut également se reporter à l'expérience acquise dans d'autres juridictions. Cependant, l'expérience d'autres pays doit être envisagée avec soin et l'évaluateur doit notamment se demander si les complémentarités requises (par exemple entre des institutions spécifiques) sont présentes dans le régime de gouvernement d'entreprise existant. Le principe de l'équivalence fonctionnelle doit faire partie du processus d'évaluation.

346. Le principe I.D est particulièrement important pour une évaluation globale permettant à l'examineur d'éviter le « sophisme de composition ». Le fait de prendre en considération les priorités pour l'action des pouvoirs publics à partir de l'évaluation de principes individuels au cas par cas pourrait conduire, par exemple, à trente recommandations distinctes en faveur d'une mise en œuvre accrue et de l'augmentation des ressources des instances compétentes en matière de surveillance et de réglementation. D'un point de vue global, le coût de la réglementation pourrait dépasser celui qu'avaient laissé prévoir les différentes recommandations. En ce qui concerne les ressources réglementaires, la question fondamentale devrait cependant être l'échelonnement des priorités et la répartition de maigres ressources de manière efficace pour maximiser l'impact réglementaire.



**METHODOLOGIE D’EVALUATION DE LA MISE EN ŒUVRE DES
PRINCIPES DE L’OCDE SUR LE GOUVERNEMENT D’ENTREPRISE**

ANNEXE I

INDICATEURS DE LA SITUATION D’ENTREPRISE

1er décembre 2006

Ce document a été préparé par la division des affaires d’entreprise au sein de la direction des affaires financières et d’entreprise (DAF) sous l’autorité du Groupe de Réflexion sur le Gouvernement d’Entreprise. N’hésitez pas à faire part à l’OCDE de votre expérience de l’utilisation de la Méthodologie d’évaluation sur le site <http://www.oecd.org/daf/corporate-affairs>.

347. L'une des exigences de la Méthodologie veut qu'un examinateur ait une bonne connaissance du paysage des entreprises : la structure de l'actionnariat et du contrôle, les techniques en place pour s'assurer du contrôle des sociétés par certaines entités et les conséquences probables de ces dispositifs pour le gouvernement d'entreprise. Plutôt que de s'en remettre uniquement à des éléments anecdotiques et afin de parvenir à un jugement général sur une juridiction, un examinateur peut étayer ce jugement par une utilisation judicieuse d'indicateurs statistiques. La disponibilité de telles statistiques varie considérablement selon les juridictions, mais leur absence ne doit pas influencer l'évaluation à laquelle procède un examinateur.

Mesures de concentration de la propriété

348. La concentration de l'actionnariat mesure la répartition du pouvoir entre les principaux actionnaires et les actionnaires dispersés. C'est un indicateur de l'influence de certains actionnaires sur la direction de l'entreprise et de la contestabilité du contrôle. Un indice élevé de concentration de l'actionnariat est associé à un rôle actif des actionnaires dans la direction de l'entreprise, notamment en ce qui concerne la nomination des administrateurs, ainsi qu'à une contestabilité limitée du contrôle (la contestabilité est inexistante lorsque les actionnaires les plus importants détiennent plus de la moitié des droits de vote). Un indice faible de concentration de l'actionnariat va de pair avec une plus grande indépendance des administrateurs, et en particulier des dirigeants, vis-à-vis des actionnaires, et avec une possibilité plus grande de modification du contrôle par le biais d'OPA amicales ou inamicales.

349. La concentration de la propriété peut être calculée d'après les participations directes et les blocs d'actions avec droit de vote. Cette dernière façon est préférable dans la mesure où la propriété est considérée comme concentrée et exercée au travers de divers entités juridiques, fondations, etc. Cependant les exigences en terme d'informations sont plus grandes qu'avec les mesures des participations directes.

350. Une participation directe correspond à la part du capital assorti de droits de vote qui est détenue par un actionnaire direct d'une entreprise. Dans l'exemple de la figure 1, l'entreprise cotée Y fait l'objet de trois participations directes détenues respectivement par le propriétaire effectif X (5 %), l'entreprise D (25 %) et l'entreprise C (21 %). Dans l'exemple de la figure 2, l'entreprise cotée Z fait l'objet de trois participations directes détenues respectivement par le propriétaire effectif E (10 %), l'entreprise F (15 %) et le propriétaire effectif G (6 %).

351. Un bloc d'actions représente la part de droits de vote détenue par le propriétaire effectif d'une entreprise, directement ou indirectement (c'est-à-dire par le biais de sociétés dont il possède la majorité des actions ou d'autres individus dont les droits de vote dans l'entreprise cotée lui sont attribués). Dans l'exemple de la figure 1, on remarque qu'un seul bloc d'actions avec droit de vote est détenu dans l'entreprise cotée Y par le propriétaire effectif X (qui possède 51 % des actions, à savoir 5 % directement et 46 % indirectement par le biais de sociétés dont il possède la majorité des actions). Dans l'exemple de la figure 2, les trois blocs d'actions de l'entreprise cotée Z sont détenus respectivement par le propriétaire effectif E (10 %), le propriétaire effectif W (15 %) et le propriétaire effectif G (6 %).

352. Les règles de diffusion de l'information concernant l'actionnariat sont habituellement fondées sur le concept de bloc d'actions avec droit de vote. Autrement dit, le propriétaire effectif d'un bloc d'actions supérieur à un seuil spécifique (l'actionnaire principal) doit communiquer au marché la composition de l'actionnariat du bloc d'actions en question (ainsi que toute modification significative apportée à ce bloc d'actions avec droit de vote). Le seuil et les modifications significatives qui doivent être diffusés varient selon les pays (par exemple le seuil est de 5 % dans les pays de l'Union européenne et aux États-Unis). Lorsque cela est possible, les statistiques synthétiques devraient être fondées sur les blocs d'actions avec droit de vote excédant le seuil de 5 %, mais le seuil et la définition de l'actionnariat (participations directes ou blocs d'actions avec droit de vote) retenus par la législation nationale doivent être précisés clairement

dans la documentation et leur importance économique doit être évaluée au regard de ce qui est connu de la juridiction.

353. Il serait très utile de calculer les indices de concentration de propriété, aussi bien en termes de blocs d'actions avec droit de vote que de participations directes. Pour définir les indices de concentration, il conviendrait de procéder comme suit.

- BLOCS D' ACTIONS AVEC DROIT DE VOTE

Pour chaque entreprise cotée :

- Identifier les blocs d'actions avec droit de vote (v) détenus par l'ensemble des actionnaires principaux (1,2,..., n) et les classer par « taille » ;
- définir v_1 comme étant le bloc d'actions avec droit de vote détenu par le premier actionnaire, v_2 comme le bloc d'actions avec droits de vote détenu par le deuxième actionnaire, ...et v_n comme étant le bloc d'actions avec droit de vote détenu par le nième actionnaire.
- Calculer l'indice d'Herfindahl ($\sum v_n^2$)³

Pour l'ensemble des entreprises :

- C_1 = Moyenne du bloc d'actions avec droit de vote détenu par le premier actionnaire s_1 (moyenne simple et moyenne pondérée)
- C_n = Moyenne de la somme des blocs d'actions avec droit de vote détenus par les n premiers actionnaires $\sum s_n$ (moyenne simple et moyenne pondérée)
- C_{all} = Moyenne de la somme des blocs d'actions avec droit de vote détenus par l'ensemble des actionnaires principaux (moyenne simple et moyenne pondérée)
- Flottant = Moyenne du bloc d'actions avec droit de vote détenu par le marché ($100 - C_{all}$) (moyenne simple et moyenne pondérée)
- Indice d'Herfindahl = Moyenne des différents indices d'Herfindahl
- Indice de seuil = proportion (en pourcentage) des entreprises dans lesquelles $C_n >$ un seuil spécifique (l'indice de seuil le plus répandu dans les écrits économiques correspond au nombre d'entreprises où $C_1 > 20\%$) mais il convient de s'en remettre aux informations sur la juridiction.

354. En appliquant cette méthode aux exemples des figures 1 et 2, et en supposant que les entreprises concernées sont les seules entreprises cotées d'un pays donné, nous obtenons :

Pour l'entreprise Y :

- $V1 = 51\%$

3. L'indice d'Herfindahl, qui correspond au carré du bloc d'actions avec droit de vote v_n , confère une valeur plus forte aux gros blocs d'actions avec droit de vote, ce qui est significatif du point de vue économique. Dans la pratique, il n'est pas nécessaire de disposer de données précises sur les actions avec droit de vote des petits actionnaires, mais ces données revêtent plus d'importance pour les plus gros blocs d'actions.

- Indice d'Herfindahl = $(51 \%)^2 = 0.26$

Pour l'entreprise Z :

- $V1 = 15 \%$, $V2 = 10 \%$, $V3 = 6 \%$
- Indice d'Herfindahl = $(15 \%)^2 + (10 \%)^2 + (6 \%)^2 = 0.04$

Pour l'ensemble des entreprises :

- $C1 = 33 \%$
- $C3 = 41 \%$
- $C_{all} = 41 \%$
- Flottant = 59%
- Indice d'Herfindahl = 0.15
- Indice de seuil = 50% lorsque $C_1 > 20 \%$
- PARTICIPATIONS DIRECTES

Pour chaque entreprise cotée :

- Identifier les participations directes (s) détenues par l'ensemble des actionnaires principaux. Dans l'exemple de la figure 1 :
- Définir s_1 comme étant la première participation directe, s_2 comme étant la deuxième participation directe, ... s_n comme étant la nième participation directe.
- Calculer l'indice d'Herfindahl ($\sum s_n^2$)

Pour l'ensemble des entreprises :

- C_1 = Participation moyenne détenue par le premier actionnaire principal s_1 (moyenne simple et moyenne pondérée⁴)
- C_n = Somme des participations moyennes détenues par les n premiers actionnaires principaux $\sum s_n$ (moyenne simple et moyenne pondérée). On a habituellement recours à C_3 .
- C_{all} = Somme des participations moyennes détenues par l'ensemble des actionnaires principaux (moyenne simple et moyenne pondérée)
- Flottant = Participation moyenne détenue par le marché ($100 - C_{all}$) (moyenne simple et moyenne pondérée)

4. Résultat de la pondération des participations directes et des blocs d'actions avec droit de vote selon la valeur de marché du capital d'actions ordinaires de chaque entreprise.

- Indice d'Herfindahl = Moyenne des différents indices d'Herfindahl
- Indice de seuil = nombre d'entreprises où $C_n >$ un seuil donné. L'indice de seuil le plus répandu dans les écrits économiques correspond au nombre d'entreprises où $C_1 > 20\%$ mais il convient de s'en remettre également aux informations sur la juridiction.

355. En appliquant cette méthode aux exemples des figures 1 et 2, et en supposant que les entreprises concernées sont les seules entreprises cotées d'un pays donné, nous obtenons :

Pour l'entreprise Y :

- $V_1 = 25\%$, $V_2 = 10\%$, $V_3 = 6\%$
- Indice d'Herfindahl = $(25\%)^2 + (10\%)^2 + (6\%)^2 = 0.08$

Pour l'entreprise Z :

- $V_1 = 15\%$, $V_2 = 10\%$, $V_3 = 6\%$
- Indice d'Herfindahl = $(15\%)^2 + (10\%)^2 + (6\%)^2 = 0.04$

Pour l'ensemble des entreprises :

- $C_1 = 38\%$
- $C_3 = 46\%$
- $C_{all} = 46\%$
- Flottant = 54%
- Indice d'Herfindahl = 0.6
- Indice de seuil = 50% lorsque $C_1 > 20\%$

L'estimation du flottant

356. Il est souvent utile pour l'évaluation du fonctionnement des marchés financiers comme de l'utilisation des mécanismes de contrôle de connaître la proportion d'actions susceptibles d'être négociées sur le marché. Dans de nombreuses juridictions, des restrictions s'appliquent au niveau minimum du flottant aussi bien lors de l'introduction en bourse que pour que le titre reste inscrit à la cote. La proportion des votes par rapport au flottant qui est exprimée lors des assemblées générales est aussi indicative du degré d'activisme actionnarial est peut également indiquer l'importance des barrières à la participation tels que des préavis très courts.

357. Selon la définition la plus générale du terme, le flottant est le pourcentage des actions restant après avoir appliqué au nombre total d'actions des ajustements pour les blocs de participation et les actions subalternes.

Flottant (%) = $100\% - [\text{Maximum (ajustement pour les blocs de participation (\%)) ; ajustement pour les actions subalternes (\%)}]$

358. La capitalisation boursière mesurée par le flottant représente la part de la capitalisation boursière totale d'une valeur qui est disponible pour la négociation :

Capitalisation boursière mesurée par le flottant = flottant . capitalisation boursière totale

359. La correction des blocs de participation est appliquée si des blocs représentant au moins 5 % du capital total d'une entreprise sont détenus dans le cadre de :

- participations croisées : capital détenu soit par l'entreprise elle-même, sous forme d'autocontrôle, soit par d'autres sociétés.
- participations publiques : capital détenu par l'État ou des organismes publics.
- participations privées : bloc d'actions détenu par des particuliers ou des familles et par conséquent pas susceptible d'être disponible pour l'échange.

360. Cet ajustement des blocs de participation n'est pas appliqué si :

- les blocs représentent moins de 5 % du capital total car ceux-ci peuvent être suffisamment petits pour être échangés.
- Les blocs sont détenus — de façon non exclusive — par des mandataires dépositaires, des sociétés fiduciaires, des groupes de fonds communs de placement et de fonds de pension, des sociétés d'investissement appliquant des stratégies de placement à court terme et des fonds de pension.

361. En outre, le nombre total d'actions est aussi corrigé des actions subalternes, à savoir celles qui ne peuvent pas être négociées durant un certain temps, ou celles qui sont soumises à des restrictions relatives à l'actionariat étranger. On applique l'ajustement pour les blocs de participation ou l'ajustement pour les actions subalternes, selon l'ajustement qui aboutit au résultat le plus élevé.

362. Dans cette annexe, on utilise une démarche plus simple :

Flottant = Moyenne du bloc d'actions avec droit de vote détenu par le marché ($100 - C_{all}$) (moyenne simple et moyenne pondérée)

où :

C_{all} = Moyenne de la somme des blocs d'actions avec droit de vote détenus par l'ensemble des actionnaires principaux (moyenne simple et moyenne pondérée) et définis comme ci-dessus.

363. Sachant qu'il est difficile d'obtenir des informations sur les actions subalternes, cette formule est un bon indicateur du flottant. Pour chaque société, le flottant est égal à 100- la somme des blocs « pertinents » d'actions avec droit de vote, ces blocs étant ceux qui dépassent 5 % du capital assorti de droits de vote. Si c'est possible, un bloc « pertinent » d'actions assorties d'un droit de vote ne doit pas comprendre les blocs supérieurs à 5 % mais détenus par des mandataires dépositaires, des sociétés fiduciaires, des groupes de fonds communs de placement et de fonds de pension, des sociétés d'investissement appliquant des stratégies de placement à court terme et des fonds de pension, car on considère qu'ils ne sont pas stables et qu'ils sont donc négociables.

TYPES DE CONTRÔLE

364. Toutes les entreprises cotées pourraient être classées selon leur type de contrôle associés avec des indicateurs statistiques:

- contrôle exercé par un *actionnaire majoritaire*, dans lequel le bloc d'actions avec droit de vote détenu par le premier actionnaire principal (s1) est supérieur à 50 %
- *contrôle de fait*, où le bloc d'actions avec droit de vote détenu par le premier actionnaire principal (s1) est inférieur à 50 % mais où, selon la définition du contrôle applicable en vertu de la législation nationale, celui-ci exerce un contrôle sur l'entreprise, seul ou avec des parties liées⁵ (par exemple, si le bloc d'actions avec droit de vote est suffisamment important pour disposer de la majorité des votes à l'assemblée annuelle des actionnaires ou pour nommer la majorité des administrateurs ou s'il existe un règlement intérieur ou d'autres dispositions juridiques ou contractuelles permettant l'exercer une position dominante sur la société cotée⁶);
- *contrôle conjoint*, dans lequel l'ensemble du bloc d'actions avec droit de vote détenu par un groupe d'actionnaires principaux liés par un accord formel est supérieur à 50 % (contrôle conjoint par des actionnaires majoritaires) ou est inférieur à 50 % mais suffit pour exercer un contrôle sur l'entreprise (contrôle conjoint de fait);
- *contrôle directorial*, catégorie résiduelle où aucun actionnaire principal ou groupe d'actionnaires principaux n'exerce de contrôle sur l'entreprise suivant les définitions adoptées dans les points précédents.

365. En appliquant ces définitions aux exemples des figures 1 et 2, et en supposant que les entreprises concernées sont les seules entreprises cotées d'un pays donné, nous obtenons :

- l'entreprise Y est contrôlée par un actionnaire majoritaire ;
- il n'est pas possible de classer l'entreprise Z sur la seule foi des informations concernant l'actionariat. Nous devons savoir si le propriétaire effectif W (qui détenait le plus gros bloc d'actions avec droit de vote) peut obtenir un contrôle de fait de l'entreprise Z (par exemple, s'il a

⁵ La définition des *parties liées* devra reposer sur des conditions spécifiques au pays. Cette définition peut couvrir : (i) les parents, (ii) les organismes sans but lucratif auxquels l'actionnaire de contrôle, seul ou avec des *parties liées*, a apporté au moins 30 % du total des donations, (iv) des organismes sans but lucratif dans lesquels, directement ou par l'intermédiaire de *parties liées*, détient une influence dominante sur la nomination des administrateurs ou sur les activités, (v) toute société dont l'activité est contrôlée de fait par l'actionnaire de contrôle et (vi) les agents de l'actionnaire de contrôle ou de ses parties liées, y compris les hauts dirigeants.

⁶ La définition du contrôle de fait devra reposer sur des conditions spécifiques au pays. On peut utiliser les critères suivants : (i) un actionnaire, seul ou avec des *parties liées*, détient une participation supérieure à un seuil spécifique (par exemple, 30 % ou 40 %) d'actions avec droit de vote en circulation et il est le plus gros actionnaire, (ii) un actionnaire nomme l'administrateur représentatif ou au moins la moitié des administrateurs, (iii) un actionnaire directement ou par l'intermédiaire de *parties liées*, détient une influence dominante sur les décisions stratégiques de l'entreprise, (iv) l'entreprise concernée et une autre entreprise contrôlée de fait par un actionnaire ont mis en place un programme d'échange de personnel, (v) l'entreprise et un actionnaire ou ses *parties liées* procèdent à des opérations sur des fonds, des actifs, des biens, des services ou des garanties d'emprunt d'un volume supérieur à la normale, (vi) l'entreprise peut être raisonnablement considérée aux termes des normes sociales comme une filiale du groupe d'entreprises contrôlé par un actionnaire (par exemple, utilisant les mêmes marques commerciales).

le pouvoir de nommer la majorité des administrateurs, aux termes du règlement intérieur de l'entreprise ou d'autres dispositions juridiques). Si ce n'est pas le cas, il faut savoir si les principaux actionnaires de Z sont liés par un pacte d'actionnaires et si leur bloc d'actions avec droit de vote global (31 %) suffit pour exercer un contrôle sur l'entreprise.

366. Pour établir des statistiques sur les modèles de contrôle, il faut disposer de certaines informations sur :

- la structure de l'actionnariat
- les pactes d'actionnaires
- la répartition réelle du pouvoir de contrôle (on pourrait l'estimer d'après la concentration de l'actionnariat en supposant qu'un bloc d'actions avec droit de vote (simple ou global) dépassant un certain seuil, par exemple 30 %, correspond à une position de contrôle).

RÉPARTITION DE L'ACTIONNARIAT ENTRE LES DIFFÉRENTES CATÉGORIES DE PROPRIÉTAIRES

367. La répartition de l'actionnariat entre les différentes catégories de propriétaires apporte des informations utiles sur le régime de gouvernement d'entreprise des différents pays. Par exemple les juridictions dans lesquelles les banques et les compagnies d'assurances sont des propriétaires dominants soulèvent un certain nombre de questions de gouvernance pour l'examineur (telles que les lois concernant les crédits à des parties liées, est-ce que ces institutions jouissent de tous les droits de la même manière que les autres actionnaires) La répartition de l'actionnariat peut être établie d'après les participations directes et les blocs d'actions avec droit de vote (définis ci-dessus).

368. Premièrement, les propriétaires de participations directes et de blocs d'actions avec droit de vote doivent être classés selon une classification normalisée des catégories d'investisseurs. La classification suivante pourrait être retenue :

Investisseurs nationaux

Familles/particuliers

Entreprises non financières

Intermédiaires financiers

Dont :

- Banques
- Assurances
- Sociétés de placements collectifs (notamment les fonds communs de placement, les fonds de pension et les autres sociétés de placements financiers collectifs)

Secteur public (notamment l'État, les autorités locales et d'autres instances publiques)

Fondations

Investisseurs étrangers

En principe il devrait être utile d'adopter la même répartition que pour les investisseurs nationaux mais une valeur globale pourrait également se révéler suffisante.

Deuxièmement, pour l'ensemble des entreprises, il convient d'établir une moyenne (moyenne simple et moyenne pondérée) des participations directes et des blocs d'actions avec droit de vote concernant chaque catégorie d'investisseurs.

MOYENS DE DISSOCIER L'ACTIONNARIAT DU CONTRÔLE

369. De nombreux moyens peuvent être utilisés pour dissocier l'actionnariat du contrôle, suivant le cadre juridique et les pratiques du marché du pays. Un petit nombre d'entre eux seulement peut être évalué facilement au moyen d'indicateurs statistiques.

Le recours à des actions assorties de droits de vote différents

370. Dans de nombreuses juridictions, les entreprises cotées peuvent émettre différentes catégories d'actions assorties de droits de vote différents. Voici une classification possible des actions en fonction des droits de vote dont elles sont assorties :

- actions ordinaires (un vote par action à chaque assemblée générale)
- actions à droits de vote multiples (plusieurs droits de vote par action à chaque assemblée générale)
- actions privilégiées (action assortie de droits de vote dans des situations spécifiques seulement)
- actions sans droit de vote (action non assortie de droits de vote)

371. En fonction de cette classification, les indicateurs statistiques suivants pourraient être établis :

- VC_1 = le pourcentage d'entreprises cotées ayant différentes catégories d'actions (accordant des droits de vote différents) ;
- VC_2 = la part du capital de l'ensemble des entreprises cotées représentée par chaque catégorie d'actions (part moyenne, dans le capital, de chaque catégorie d'actions) ;
- VC_3 = pour le sous-ensemble d'entreprises cotées ayant différentes catégories d'actions, la part moyenne de capital représentée par chaque catégorie d'actions.

372. En supposant qu'il existe 10 entreprises cotées dont la composition du capital correspond à la description du tableau 1 :

- $VC_1 = 60\%$ (6 entreprises sur 10 proposent différentes catégories d'actions)
- $VC_2 = 66\%$ pour les actions ordinaires, 17 % pour les actions privilégiées, 10 % pour les actions à droits de vote multiples et 7 % pour les actions sans droit de vote
- $VC_3 = 43.3\%$ pour les actions ordinaires, 28.3 % pour les actions privilégiées, 16.7 % pour les actions à droits de vote multiples et 11.7 % pour les actions sans droit de vote

373. Les indicateurs des droits des actionnaires tendent à être plus répandus, souvent sous forme de tableaux de bord et souvent avec le type de classification décrit précédemment. Avant d'utiliser ces indicateurs, l'examineur doit s'assurer qu'ils répondent au critère de préservation de l'équivalence fonctionnelle et qu'ils sont compatibles avec les Principes. Un certain nombre d'entre eux reposent sur le principe du dividende dans le rapport « une action, une voix », ce qui n'est pas préconisé par les Principes. En général, il convient de privilégier les principes désagrégés car on peut dire à tout le moins que les mécanismes de pondération utilisés pour l'agrégation sont rarement testés.

Groupes d'entreprises

374. Plusieurs aspects essentiels des groupes d'entreprises ont été mis en évidence dans les publications, y compris le nombre de leurs strates et la différence entre droits de vote et droits sur els flux de trésorerie. La position d'une entreprise dans une pyramide va affecter la structure des incitations qui lui sont offertes. Dans le cas du groupe d'entreprises simple présenté à la Figure.1, la société cotée Y se situe dans la troisième strate d'une pyramide et les entreprises D et C pourraient aussi être cotées. L'entreprise Y pourrait aussi détenir des actions de ces autres entreprises (en d'autres termes, il peut y avoir des participations croisées).

375. Les définitions de la différence entre droits de contrôle et droits sur les flux de trésorerie diffèrent selon les études, ce qui traduit souvent les conditions régnant dans les pays concernés. Le concept de contrôle est ici essentiel. Dans certains cas, le contrôle n'impose pas de détenir 50 % au moins des actions avec droit de vote en circulation et dans certains cas, il n'est peut-être même pas nécessaire d'être actionnaire pour contrôler l'entreprise. Certaines études déterminent donc le niveau du contrôle à l'aide d'un certain nombre d'autres indicateurs⁷. Il est en outre important de savoir si des entreprises privées, sur lesquelles il n'est pas nécessaire de divulguer beaucoup d'informations, sont intégrées dans un groupe d'entreprises.

L'actionnaire de contrôle

376. La première étape du calcul du contrôle des droits de vote consiste à identifier l'actionnaire de contrôle de chaque entreprise cotée, en fonction des considérations décrites dans la section « types de contrôle » ci-dessus. Lorsque l'on peut identifier un actionnaire de contrôle, soit sous forme de contrôle majoritaire ou de contrôle de fait, il est possible d'analyser la séparation entre actionnariat et contrrôle, en calculant pour chaque actionnaire de contrôle un indicateur des droits de vote qu'il contrôle et un indicateur des droits sur les flux de trésorerie qu'ils détient.

⁷ Cette section s'inspire fortement des travaux de Woochan Kim, *What determines the ownership structure of business conglomerates?: On the cash flow rights of Korea's chaebol*, contribution à la KDI Conference on Corporate Governance of Groups, Séoul, 2004

Contrôle des droits de vote

377. Le contrôle des droits de vote (hereafter voting rights) est défini comme la somme des participations directes détenues par l'actionnaire de contrôle et ses *parties liées* (correspondant au bloc de contrôle avec droit de vote ci-dessus). Supposons que d_i est la participation directe détenue par l'actionnaire de contrôle de l'entreprise i . Supposons en outre que r_i est la participation directe détenue par les *parties liées*, y compris tous les sujets qui sont considérés comme tels dans une loi spécifique. Supposons enfin que s_{ij} est la participation directe dans l'entreprise i détenue par l'entreprise j , qui se trouve sous l'influence dominante des actionnaires de contrôle. Dès lors on peut définir un droit de vote pour l'entreprise i à l'aide de l'équation (1).

$$vr_i = d_i + r_i + \sum_{j=1}^n s_{ij} \quad (1)$$

dans laquelle n est le nombre d'entreprises placées sous l'influence des actionnaires de contrôle. Lors du calcul de la fraction des actions, il peut être aussi nécessaire d'apporter un ajustement pour l'autocontrôle, si les actions concernées n'ont pas de droit de vote.

378. Il convient de mentionner deux points qui ont été soulignés par les chercheurs. Premièrement, il peut être important d'établir une différence entre le concept de *contrôle* et celui de *contrôle des droits de vote*. Comme on l'a expliqué, le concept de contrôle peut couvrir non seulement l'actionnariat, mais aussi d'autres voies de contrôle, comme la nomination des administrateurs, les échanges de personne, les volumes de transactions anormaux, etc. Le contrôle des droits de vote, en revanche, ne fait référence qu'à l'actionnariat. C'est donc un concept plus restrictif. Bien que l'actionnaire de contrôle puisse exercer un *contrôle de fait* sur toutes les entreprises affiliées, cela ne signifie pas qu'il contrôle 100 % des droits de vote. Lors du calcul d'indicateurs de la dissociation entre actionnariat et contrôle (voir ci-dessous la section *Disparité*), on utilise le concept de droits de vote. Dans le cas de l'exemple simple donné à la Figure.1, le contrôle des droits de vote est de 5 % + 21 % + 25 % = 51 %.

Droits sur les flux de trésorerie

379. Les droits sur les flux de trésorerie sont égaux à la somme des produits des participations actionnariales détenues par l'actionnaire de contrôle⁸, et les *parties liées* tout au long de la chaîne des droits de vote. Supposons que f_i est la participation directe détenue par les actionnaires de contrôle et les *parties liées* dans l'entreprise i . Les droits sur les flux de trésorerie dans l'entreprise i peuvent être calculés à l'aide de l'équation (2):

$$cfr_i = d_i + f_i + \sum_{j=1}^n s_{ij} (d_j + f_j) + \sum_{j=1}^n s_{ij} \sum_{k=1}^n s_{jk} (d_k + f_k) + \dots \quad (2)$$

380. Les deux premiers termes de l'équation sont les niveaux de participation directe de l'actionnaire de contrôle, des membres de sa famille et des *parties liées*. Les autres termes sont les niveaux de participation indirecte de l'actionnaire de contrôle, des membres de sa famille et des *parties liées*, par l'intermédiaire d'entreprises à but lucratif. Pour être plus précis, le troisième terme correspond à la participation indirecte dans l'entreprise i par l'intermédiaire de l'entreprise j (j peut prendre les valeurs de 1 à n). Le quatrième

⁸ Voir Kim pour une étude approfondie de ce domaine difficile.

terme est la participation indirecte dans l'entreprise i par l'intermédiaire de l'entreprise k et de l'entreprise j (k peut aussi prendre les valeurs de 1 à n).

381. Dans le cas de l'exemple simple donné à la Figure.1, les droits sur les flux de trésorerie sont de :
 $5\% + 51\% \cdot 25\% \cdot 51\% + 51\% \cdot 21\% \cdot 51\% = 17\%$

Disparité

382. Les études diffèrent sensiblement quant à la façon de présenter la dissociation de l'actionariat et du contrôle. Certaines utilisent les droits de vote diminués des droits sur les flux de trésorerie ($51\% - 17\% = 34\%$), et d'autres utilisent les droits sur les flux de trésorerie divisés par les droits de vote ($17\% / 51\% = 0.33$). D'autres encore procèdent à une normalisation à des fins économétriques, en utilisant une variable comme les droits de vote diminués des droits sur les flux de trésorerie le tout étant divisé » (normalisé) par les droits de vote ($34\% / 51\% = 0.67$). D'autres enfin, utilisent le concept de levier des droits sur els flux de trésorerie qui est égal aux droits de contrôle du groupe dirigeant divisé par les droits du groupe dirigeant sur les flux de trésorerie et couvre à la fois les effets de la pyramide et des actions sans droit de vote. La prudence est donc de mise lorsque l'on procède à des comparaisons internationales.

383. Les indicateurs de dissociation les plus intuitifs sont les suivants :

- le levier de contrôle, qui exprime les unités de capital contrôlées pour chaque unité de droits sur les flux de trésorerie détenue. Comme l'actionnaire de contrôle exerce le contrôle sur la totalité des actifs de l'entreprise, ce levier est égal à 100 % divisé par les droits sur les flux de trésorerie ($100\% / 17\% = 5.9$, ce qui signifie que le propriétaire effectif X contrôle 5.9 unités de capital de la société cotée Y pour chaque unité de droits sur les flux de trésorerie qu'il détient).
- le levier de vote, qui exprime les droits de vote contrôlés pour chaque chaque unité de droits sur les flux de trésorerie détenue. Il est égal aux droits de vote divisés par les droits sur les flux de trésorerie ($51\% / 17\% = 3$, ce qui signifie que le propriétaire effectif X contrôle 3 droits de vote de la société cotée Y pour chaque unité de droits sur les flux de trésorerie qu'il détient).

384. On peut calculer un chiffre agrégé pour un groupe entier, en pondérant chaque entreprise en fonction de sa capitalisation ou de ses actifs. A l'échelle de l'économie, on peut calculer les indicateurs moyen et médian en appliquant pondération de la capitalisation du marché ou sans pondération.

Tableau 1
STRUCTURE DU CAPITAL DES ENTREPRISES COTÉES
CATÉGORIES D' ACTIONS

ENTREPRISE	ORDINAIRES PRIVILÉGIÉES À DROITS DE VOTE MULTIPLES SANS DROIT DE VOTE			
A	100			
B	50	50		
C	50		50	
D	100			
E	50			50
F	10	90		
G	100			
H	50	30		20
I	50		50	
L	100			

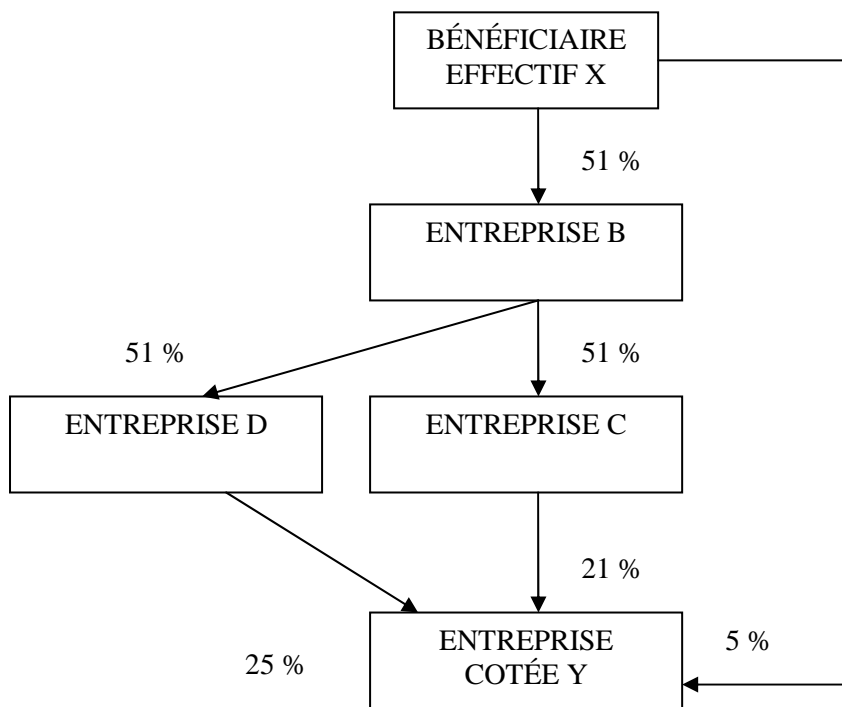


Figure 1

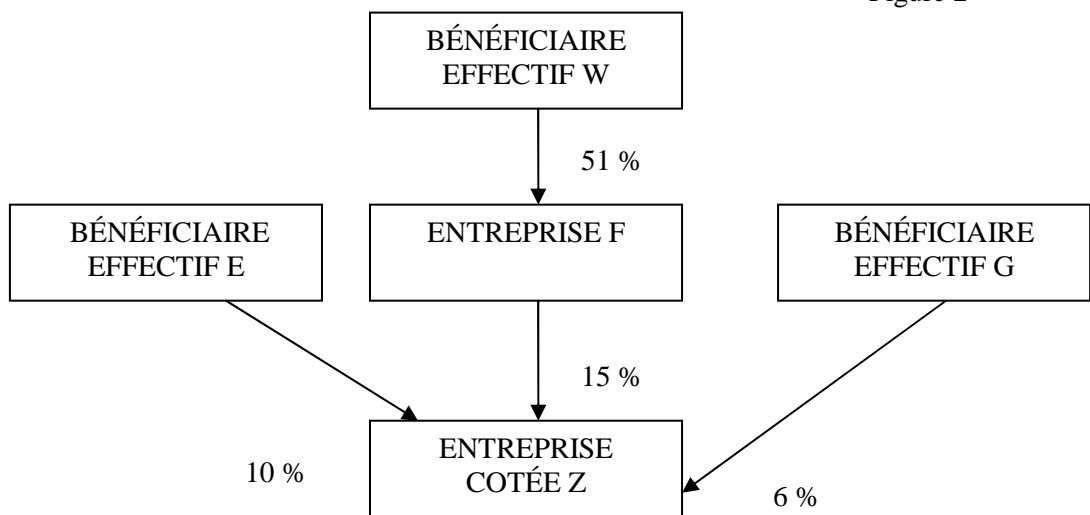


Figure 2

