

Mieux gouverner l'entreprise

La chute soudaine d'entreprises tenues il y a peu pour les fleurons de l'économie mondiale a ruiné des milliers d'actionnaires et de salariés. Elle a aussi durablement fragilisé la confiance dans le capitalisme et replacé la question du gouvernement d'entreprise au cœur des priorités des pouvoirs publics, des investisseurs et des dirigeants d'entreprise. L'avenir de l'économie de marché, créatrice de richesses pour tous, passe par la restauration de la "société de confiance" cet ensemble d'institutions et de règles, normatives ou éthiques, sans lesquelles la légitime recherche du profit n'aboutit qu'à l'enrichissement sans cause de quelques-uns. C'est dans cet esprit que l'Institut Montaigne formule vingt-deux propositions concrètes afin de contribuer au débat public en cours sur les "bonnes pratiques" du gouvernement d'entreprise.

Institut Montaigne

18, avenue Matignon
75008 Paris
Tél. : +33 (0)1 40 75 73 73
Fax : +33 (0)1 40 75 73 70
info@institutmontaigne.org

10 €
ISBN : en cours
Mars 2003

Mieux gouverner l'entreprise

IM Institut Montaigne

"Il n'est désir plus naturel que le désir de connaissance"

Mieux gouverner
l'entreprise

Mars 2003

Créé fin 2000, l'Institut Montaigne regroupe des cadres d'entreprises, des hauts fonctionnaires, des universitaires et des représentants de la société civile issus des horizons les plus divers.

Espace indépendant d'analyse et de réflexion, libre de toute contrainte politique ou économique, l'Institut Montaigne élabore et diffuse des propositions concrètes de long terme sur les grands enjeux auxquels nos sociétés sont confrontées.

Ces propositions résultent d'une méthode d'analyse rigoureuse et critique, qui cherche à s'affranchir des schémas de pensée existants, en s'appuyant notamment sur l'étude d'exemples étrangers pertinents. Une fois arrêtées, ces recommandations sont relayées au sein de l'opinion publique, afin de susciter un débat le plus large possible.

À travers ses groupes de travail, ses conférences mensuelles et son site Internet, l'Institut Montaigne souhaite devenir un acteur autonome et non partisan du débat démocratique.

Comité directeur

Claude Bébéar : *Président*

Alain Mérieux : *Vice-Président*

Henri Lachmann : *Vice-Président et Trésorier*

Bruno Erhard-Steiner : *Délégué Général*

Nicolas Baverez : *Economiste, Avocat*

Jacques Bentz : *Président de Tecsi*

Guy Carcassonne : *Professeur de droit public à l'Université Paris X-Nanterre*

Marie-Anne Frison Roche : *Professeur de droit à l'Institut d'études politiques de Paris*

Bernard de La Rochefoucauld : *Fondateur de l'Institut La Boétie*

Ezra Suleiman : *Professeur de science politique à l'Université de Princeton (États-Unis)*

Les Publications de l'Institut Montaigne

- **Management public & tolérance zéro**
(novembre 2001)
- **Vers des établissements scolaires autonomes**
(novembre 2001)
- **Enseignement supérieur : aborder la compétition mondiale à armes égales ?**
(novembre 2001)
- **L'homme et le climat (1)** *(mars 2002)*
- **La sécurité extérieure de la France face aux nouveaux risques stratégiques** *(mai 2002)*
- **Le modèle sportif français : mutation ou crise ?**
(juillet 2002)
- **L'articulation recherche-innovation**
(septembre 2002)
- **Comment améliorer le travail parlementaire**
(octobre 2002)
- **Vers une assurance maladie universelle ?**
(octobre 2002)
- **25 propositions pour développer les fondations en France** *(novembre 2002)*
- **L'Europe présence (tomes 1 et 2)**
(janvier 2003)

Les publications peuvent être obtenues auprès du secrétariat de l'Institut (Tél.: 01 40 75 73 73) et sont également consultables sur le site Internet : www.institutmontaigne.org



Mieux gouverner l'entreprise

Mars 2003

S O M M A I R E

Préface5

Propositions.....7

Introduction.....11

**I. Capitalisme actionnarial ou
capitalisme partenarial ?.....21**

1.1. Pour qui l'entreprise est-elle
gouvernée ?22

1.2. Quel sens pour une approche
française ?.....32

1.3. Des contraintes internationales38

**II. Pour une entreprise mieux
gouvernée : efficacité et
transparence.....43**

2.1. Les actionnaires43

2.2. Le Conseil d'administration55

2.3. Les dirigeants70

2.4. La société et l'information financière79

MIEUX GOUVERNER L'ENTREPRISE

III. Vers un Code de gouvernement des entreprises	87
3.1. Quel édifice normatif pour le gouvernement d'entreprise ?	87
3.2. Quels principes pour le Code de gouvernement de la place de Paris ?	93
Notes.....	97
Remerciements.....	105

P R É F A C E

Il arrive que les capitalistes compliquent la tâche de tous ceux qui croient aux vertus du capitalisme. Les événements récents, plus encore aux États-Unis qu'en Europe, ont abondamment illustré ce paradoxe. Alan Greenspan a, le premier, rappelé avec force que : *“la falsification et la fraude détruisent le capitalisme et la liberté de marché et, plus largement, les fondements de notre société.”*

On dira qu'il est abusif de confondre dans un même opprobre des comportements purement criminels d'une part et, de l'autre, ce qui relève du jeu avec les règles (notamment comptables) lorsqu'il est poussé jusqu'à ses limites. Pourtant, l'un comme l'autre de ces dysfonctionnements ont été rendus possibles par un facteur commun : le collapsus des systèmes de contrôle (comités spécialisés du *Board*, auditeurs, analystes, agences de notation, autorités de place). C'est-à-dire par la disparition de fait de toutes les instances dont la raison d'être est de porter un jugement indépendant sur les performances de l'entreprise. Ils ont une conséquence commune : la ruine des actionnaires et des salariés.

Parce qu'il croit à l'économie de marché, et qu'il est convaincu que l'Europe ne pourra promouvoir sa vision d'un capitalisme équilibré face au modèle américain de capitalisme actionnarial pur qu'en prenant une part active au débat en cours,

MIEUX GOUVERNER L'ENTREPRISE

l'Institut Montaigne a jugé utile d'apporter sa contribution à la réflexion sur le gouvernement d'entreprise. Après bien d'autres (notamment les commissions Viénot et Bouton), qui, en France, ont ouvert la voie, un groupe de professionnels issus d'horizons divers – dirigeants d'entreprise, banquiers, avocats, consultants – a tenté de répondre à trois questions simples : à quelles conditions les organes créés par la loi de 1966 pourraient-ils fonctionner plus efficacement ? Comment l'information livrée au marché pourrait-elle être plus complète et plus claire – en un mot plus sincère ? Quelles normes nouvelles pourraient orienter la gestion des entreprises, et comment ?

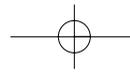
Approche modeste, on en conviendra. Approche efficace ? Il appartiendra au lecteur d'en juger.

Laurent Mènière
Président du groupe de travail

PROPOSITIONS

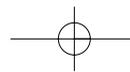
Les actionnaires

- › Énonciation d'un "devoir d'implication" des investisseurs institutionnels possédant une part significative du capital de la société ;
- › Communication par les investisseurs institutionnels de la politique générale de vote et des votes émis en Assemblée générale ;
- › Inclusion des observations émises par les groupes d'actionnaires structurés (représentant plus de 5 % des droits de vote) dans les documents communiqués aux actionnaires ;
- › Publicité des franchissements de seuils statutaires et accès à la liste des actionnaires en période d'offre publique ;
- › Transmission aux actionnaires des comptes dès leur approbation par le Conseil d'administration ;
- › Présentation systématique d'un rapport du Conseil d'administration à l'Assemblée générale sur son fonctionnement ;
- › Communication détaillée aux actionnaires des conséquences pour l'entreprise et les actionnaires d'un plan de *stock options* (dilution, impact sur le bénéfice par action).



Les administrateurs et le fonctionnement du Conseil d'administration

- › Déclaration des liens d'intérêts éventuels, présents ou passés, des administrateurs avec la société et/ou ses dirigeants et déclaration d'indépendance pour les administrateurs considérés comme indépendants ;
- › Création, dans le cas d'une société contrôlée, d'un Comité des conventions au sein du Conseil, chargé de se prononcer sur les relations entre la société et l'actionnaire de contrôle ;
- › Nomination d'un "Collège des censeurs" chargé notamment de veiller au respect des bonnes pratiques en matière de gouvernement d'entreprise ;
- › Interdiction des administrateurs croisés entre sociétés cotées hors lien de capital significatif ;
- › Généralisation et publicité du règlement intérieur du Conseil d'administration, définissant notamment :
 - les périmètres de responsabilité des dirigeants et du Conseil,
 - les devoirs des administrateurs,
 - le mode de fonctionnement du Conseil et de ses comités,
 - les moyens mis à la disposition du Conseil et les délais de transmission des documents au Conseil ;



- › Obligation de motivation des votes au sein du Conseil pour les délibérations engageant significativement l'avenir de la société (opération de croissance externe par exemple) ;
- › Sécurisation juridique de la prise en charge par l'entreprise des frais d'assurance des administrateurs, sous réserve d'une franchise à la charge des administrateurs.

Les dirigeants

- › Prise en compte renforcée des objectifs de long terme de l'entreprise dans la rémunération des dirigeants et limitation des critères liés au cours de bourse ;
- › Communication détaillée dans le rapport annuel des critères et principes servant de base au calcul de la rémunération individuelle des dirigeants ;
- › Publicité des transactions sur titres et dérivés des titres de la société réalisées par les dirigeants, les administrateurs et leurs proches dès leur exécution .

L'information financière

- › Définition par la société d'un seuil de matérialité du hors bilan (agrégat au-delà duquel les engagements hors bilan devront être détaillés) ;

MIEUX GOUVERNER L'ENTREPRISE

› Étude par la société et publication de son exposition aux instruments financiers utilisés à des fins spéculatives ;

› Étude par la société et publication dans le rapport annuel de la sensibilité de sa situation de trésorerie à l'évolution de sa notation financière.

Les normes du gouvernement d'entreprise

› Adoption par les acteurs de la place de Paris (émetteurs, investisseurs, régulateur, bourses) d'un Code de place énonçant les recommandations en matière de gouvernement d'entreprise (*Code of Best Practice*) ;

› Contrôle *a posteriori* par l'Autorité de marché de l'adhésion de chaque entreprise cotée aux recommandations du Code de place ou de la mention par l'entreprise des dispositions du Code auxquelles elle a choisi de déroger.

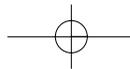
INTRODUCTION

La chute soudaine d'entreprises tenues pour les fleurons de l'économie mondiale a fragilisé durablement la confiance dans le capitalisme et a replacé la question du gouvernement d'entreprise au cœur des priorités des dirigeants d'entreprises, des investisseurs et des pouvoirs publics.

L'avenir du capitalisme passe par la restauration de la "société de confiance", c'est-à-dire de cet ensemble d'institutions, de règles normatives ou éthiques, de contrats, sans lesquels la recherche du profit légitime pour tous n'aboutit qu'à l'enrichissement sans cause de quelques-uns.

Les États-Unis, par la loi *Sarbanes-Oxley*, ont réagi vigoureusement. En Europe, la Commission européenne s'est saisie du sujet et des Codes de gouvernement ont été adoptés dans la plupart des États. En France, le rapport Bouton (AFEP/MEDEF) a, en septembre 2002, contribué de façon importante à enrichir le débat public. La loi sur la sécurité financière doit être présentée au Parlement en mars 2003.

Les mesures prises devront corriger les failles que les crises récentes ont mises en lumière. Elles devront également préparer l'avenir en tenant compte des contraintes qui pèsent sur la gestion des entreprises : d'une part, le développement



des marchés financiers qui s'accompagne d'une transformation profonde dans la relation de l'entreprise avec son actionnariat ; d'autre part, la révolution de l'information qui bouleverse le périmètre de l'entreprise, son organisation et la nature même du rapport salarial.

Ces nouvelles mesures devront répondre aux enjeux français tout en s'intégrant dans un dispositif international qui tend à se structurer autour des normes américaines. Elles devront aussi être adaptées à des actionnariats qui restent, en France, fréquemment dominés par des blocs importants, familiaux ou institutionnels, tenir compte du poids de l'État dans la régulation des rapports sociaux, tout en offrant aux investisseurs internationaux, de plus en plus importants sur la place de Paris, rigueur, transparence et lisibilité.

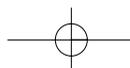
Le présent rapport n'est ni une étude académique ni un pré-projet de loi. Il est le résultat de la réflexion d'un groupe de professionnels - dirigeants d'entreprises, banquiers, avocats ou investisseurs - réunis au sein de l'Institut Montaigne, qui sont confrontés quotidiennement aux enjeux de l'entreprise et de son gouvernement. Il est une contribution, parmi d'autres, au débat démocratique.

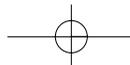
Dans cet esprit, l'Institut Montaigne propose vingt-deux mesures qui doivent trouver leur

place à la suite des recommandations formulées par les rapports Viénot et Bouton. Elles concernent, pour l'essentiel, les sociétés cotées ou qui font publiquement appel à l'épargne.

Ces propositions ne visent pas à imposer aux entreprises de nouvelles réglementations. Ces dernières manquent en effet fréquemment de cohérence, sont parfois aisément contournables et sont, par nature, rapidement dépassées par des pratiques en constante évolution. Les affaires récentes ont montré les limites d'un gouvernement d'entreprise fondé sur le respect exclusivement formel de règles précises (exemple du groupe Enron, réputé pour la qualité de sa *corporate governance*). Les propositions de l'Institut Montaigne visent à illustrer les éléments d'une pratique efficace du gouvernement d'entreprise. À chacune d'entre elles de les adapter à sa situation propre et de les faire évoluer au gré des changements de son environnement et des attentes des marchés.

Pour l'Institut Montaigne, l'intervention généralisée du législateur ne pourrait, dans cette perspective, que résulter de l'incapacité des acteurs de la place de Paris à trouver par eux-mêmes des solutions adaptées. Sur certains aspects, cette intervention est aujourd'hui indispensable. Sur la plupart des thèmes du gouvernement d'entreprise, elle devrait rester marginale.



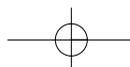


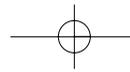
Le groupe de travail opte résolument pour un renforcement de la transparence et de la responsabilité des acteurs. Ce parti pris répond à l'impératif actuel de restauration de la confiance en vers les entreprises. Il a cependant des contreparties : en rendant plus aisé l'accès à l'information sur l'actionnariat, on facilite les offres publiques d'achat ; en rendant public dans le rapport annuel la sensibilité de la situation de trésorerie de l'entreprise à sa notation financière, on ouvre un champ plus large à la spéculation des fonds spécialisés (*hedge funds*) ; le renforcement des obligations de communication financière peut avoir pour effet la révélation de précieuses informations à la concurrence. Ces conséquences ont fait l'objet de discussions, parfois vives, entre les membres du groupe.

Les propositions qui suivent s'efforcent d'articuler les principes de l'équilibre qu'actionnaires, Conseil d'administration et mandataires sociaux doivent construire afin de mettre en place un gouvernement tourné vers la valorisation à long terme de l'entreprise pour l'ensemble de ses actionnaires et attentif aux intérêts de chacun de ses partenaires, salariés, clients, créanciers, fournisseurs ou communauté d'implantation (*stakeholders*).

› Le bon fonctionnement du Conseil d'administration est la clé de voûte du gouvernement d'entreprise. Loyal en vers les actionnaires, il défi-

nit et protège collégialement l'intérêt social de l'entreprise, dont la définition devrait englober les intérêts de l'ensemble des partenaires. Sa composition devrait être adaptée aux enjeux propres à l'entreprise et à la structure de son capital et, en tout état de cause, privilégier la compétence des administrateurs et la diversité de leurs expériences. Le respect d'un critère unique de proportion d'administrateurs dits "indépendants" au sein d'un Conseil d'administration ne saurait être par lui-même une garantie de bon gouvernement : vouloir enfermer dans une définition de nature législative ou réglementaire la notion d'indépendance d'un administrateur est illusoire, tant peuvent être multiples et complexes les liens de dépendance éventuels susceptibles de "compromettre l'exercice de sa liberté de jugement" (rapport Bouton). Un engagement personnel - et public - de l'administrateur, complété le cas échéant par la déclaration des liens, présents ou passés, avec l'entreprise et/ou sa direction, constitue une meilleure garantie d'indépendance. Au sein du Conseil d'une société cotée, la présence d'administrateurs se déclarant indépendants est nécessaire, mais leur juste proportion doit s'apprécier selon la structure de l'actionnariat de la société (présence ou non de blocs structurants). Afin de garantir la rigueur procédurale des travaux du Conseil, un règlement intérieur, détaillant en particulier les responsabilités propres du Conseil et des mandataires sociaux, est indispensable. La





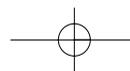
motivation des votes les plus importants devra également être recherchée. Enfin, dans le cas d'une société contrôlée, un Comité des conventions au sein du Conseil d'administration, pourrait, afin de renforcer la protection des minoritaires, être chargé de se prononcer sur les relations entre la société et l'actionnaire de contrôle.

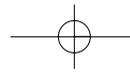
› Les mandataires sociaux assurent la direction quotidienne de l'entreprise. La dissociation des fonctions de Président et de Directeur général au sein d'une société cotée peut contribuer à la clarté de leurs responsabilités respectives. La rémunération des mandataires sociaux devrait mieux prendre en compte les objectifs de long terme de l'entreprise. Un effort de transparence supplémentaire est, à cet égard, indispensable : les principes et critères fondant l'évaluation de la performance individuelle devraient être détaillés dans le rapport annuel ; les plans de *stock options* devraient faire l'objet d'une diffusion claire aux actionnaires, analysant notamment leurs conséquences en termes de coût ou de dilution ; les dirigeants devraient être tenus à une obligation de publicité de leurs transactions sur les titres et dérivés des titres de la société dès leur exécution.

› La communication financière est un élément de la gestion quotidienne de l'entreprise et doit rester de la compétence de la direction générale.

Il appartient au Conseil de s'assurer régulièrement de sa cohérence. D'une façon générale, un effort important de clarification des informations financières et comptables doit être réalisé, notamment par des analyses plus poussées sur la sensibilité de la situation de trésorerie à l'évolution de la notation financière de l'entreprise et sur les risques qu'implique l'utilisation d'instruments financiers à des fins spéculatives.

› L'implication des actionnaires est une condition indispensable, et pourtant trop souvent négligée, de l'équilibre des pouvoirs au sein de l'entreprise. Il convient d'inciter les investisseurs institutionnels à participer aux moments-clés de la vie de l'entreprise, notamment au vote en Assemblée générale – dans le respect de leurs obligations propres vis-à-vis de leurs mandants. À cet égard, l'existence d'une politique générale de vote en Assemblée générale, sa publicité et, sur demande de leurs mandants, la communication des votes particuliers, est indispensable. Un "devoir d'implication" pourrait être ainsi énoncé vis-à-vis des investisseurs institutionnels. Il est également nécessaire que l'expression des actionnaires éclatés puisse être structurée, notamment par l'inclusion des observations de groupes d'actionnaires minoritaires dans les documents diffusés par l'entreprise, en permettant l'accès des actionnaires aux franchissements de seuils statutaires et en facilitant l'accès à la liste des actionnaires en période d'offre.





› Pour assurer la diffusion des bonnes pratiques de gouvernement au sein des entreprises, l'Institut Montaigne propose un dispositif mêlant la flexibilité d'une démarche autorégulatrice et la rigueur qu'apporte l'implication des pouvoirs publics, via l'Autorité de marché. Le dispositif proposé repose sur l'adoption par les acteurs de la place de Paris (émetteurs, investisseurs, sociétés de marché et régulateur) d'un Code énonçant les recommandations de la place en matière de gouvernement d'entreprise (*Code of Best Practice*). Chaque entreprise cotée pourrait prendre position par rapport à ces recommandations, soit en s'y conformant en bloc, soit en indiquant celles des recommandations qu'elle s'abstient de respecter – et pour quelle raison. L'Autorité de marché se verrait alors confier la responsabilité d'un “contrôle minimum” des documents de référence : l'adhésion de chaque société cotée à Paris aux recommandations du Code ou la mention des dispositions auxquelles il est dérogé.

L'entreprise bien gouvernée est un équilibre complexe entre actionnaires, salariés et partenaires. Au cœur du “bon” gouvernement d'entreprise, il doit y avoir un projet partagé, susceptible de limiter les tentations d'opportunisme de la part de l'un ou l'autre des “constituants” de l'entreprise, dirigeants, salariés ou actionnaires. Plus que dans des réglementations exté-

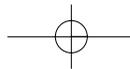
rieures, c'est dans les pratiques quotidiennes que doit être recherchée la meilleure garantie du bon gouvernement d'entreprise.

Le chantier du gouvernement d'entreprise est ouvert. Les pouvoirs publics, garants du bon fonctionnement du bien public qu'est le marché, doivent s'y impliquer. Mais, c'est d'abord des entreprises elles-mêmes que devront venir les évolutions les plus décisives. Il convient d'aboutir rapidement. À défaut, les entreprises françaises n'auront le choix qu'entre l'adoption en bloc de règles américaines, conçues pour un environnement différent, et une fragilisation dans la compétition internationale pour le capital.

CAPITALISME ACTIONNARIAL OU CAPITALISME PARTENARIAL ?

Le gouvernement d'entreprise n'est ni un débat exclusivement juridique, ni un thème purement économique ou financier : il appelle une perspective plus large. La manière dont s'organise le gouvernement des entreprises dans un pays reflète l'idée que ce pays se fait de la place et de la responsabilité de l'entreprise dans la communauté nationale. À l'inverse, les normes et pratiques de gouvernement des entreprises implantées sur un territoire affectent en profondeur la communauté qui y vit.

Au-delà de la réaction immédiate à des scandales qui ont ébranlé la confiance dans l'économie de marché, deux forces influencent profondément l'indispensable évolution des structures du gouvernement des entreprises : d'un côté le développement des marchés financiers qui transforme en profondeur la nature du lien entre l'entreprise et ses actionnaires et fait peser sur les dirigeants la menace d'une prise de contrôle, de l'autre la révolution de l'information qui place le savoir au cœur de l'entreprise, contribuant ainsi à une redéfinition de son périmètre traditionnel et à la transformation des relations salariales.



1.1. Pour qui l'entreprise est-elle gouvernée ?

Le débat sur le gouvernement d'entreprise oppose souvent les tenants d'un capitalisme de l'actionnariat (*shareholders*) aux partisans d'un capitalisme de partenariat (*stakeholders*). Alors que le premier accorde les pouvoirs les plus larges aux actionnaires dans la gestion de l'entreprise, et dans les décisions qui engagent son avenir, par exemple lors d'une tentative de prise de contrôle, le capitalisme partenarial reconnaît l'importance de partenaires distincts des actionnaires - salariés, clients, fournisseurs, environnement ou communauté d'implantation - et institutionnalise, à des degrés divers, leur participation au gouvernement de l'entreprise.

Au cours de la dernière décennie, les faveurs des théoriciens ont largement oscillé entre ces deux modèles de gouvernement. Au début des années 90, marqué par les succès des industries manufacturières allemandes et japonaises, on vantait la capacité du modèle partenarial à financer des projets industriels de long terme, à l'opposé du court-termisme des financiers américains⁽¹⁾. La stabilité sociale du modèle allemand suscitait l'envie de ses voisins européens⁽²⁾. En revanche, au milieu de la décennie écoulée, le dynamisme de l'économie américaine et les succès de ses entreprises, notamment dans le domaine de l'innovation technologique, ont fait entrevoir

⁽¹⁾ Toutes les notes sont renvoyées page 97.

à certains la "fin de l'histoire"⁽³⁾ pour le gouvernement d'entreprise, marquée par la victoire sans appel du capitalisme actionnarial.

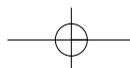
Les événements récents ont montré qu'aucun des deux modèles ne pouvait prétendre à l'infailibilité. Les fraudes à grande échelle induites par une focalisation excessive sur la croissance rapide du cours de bourse ont fragilisé profondément le capitalisme américain, tandis que le modèle partenarial, en Allemagne comme au Japon, continue de se débattre dans ses contradictions internes⁽⁴⁾.

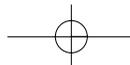
Sans prétendre trancher le débat, l'Institut Montaigne souhaite rappeler les principes suivants, qui doivent aider à une prise de décision équilibrée au sein de l'entreprise :

- L'accroissement de la valeur de l'entreprise sur le long terme est la véritable mesure de sa performance
- L'entreprise existe pour d'autres fins que l'accroissement de sa valeur

1.1.1. L'accroissement de la valeur de l'entreprise sur le long terme est la véritable mesure de sa performance

L'existence d'un critère de performance quantitatif constitue un gage de clarté et de transparence dans la prise de décision (par exemple dans





MIEUX GOUVERNER L'ENTREPRISE

la définition des objectifs assignés aux managers). Il évite que la défense d'intérêts personnels (maintien en poste dans le cas d'une prise de contrôle, accroissement du périmètre de décision dans le cas d'une opération de croissance externe...) ne se dissimule derrière la prise en compte d'autres intérêts. De plus, dans un univers régi par les marchés financiers, la valorisation est un gage d'indépendance et de pérennité de l'entreprise. Elle est, en économie ouverte, la seule véritable arme anti-OPA.

Toutefois, les remarques précédentes doivent s'accompagner d'une réflexion sur les déterminants de la valeur des entreprises. Le cours de bourse ne peut être qu'une *indication* de la valeur de long terme de l'entreprise. Les années récentes

« *Un cours surévalué peut avoir des effets aussi dévastateurs qu'un cours sous-évalué* »

ont montré que le marché pouvait mal interpréter une décision stratégique, ignorer les perspectives d'un secteur d'activité ou au contraire s'enthousiasmer pour des perspectives de valorisation qui se sont révélées sans fondement. La volatilité des marchés ne correspond pas à des variations soudaines de la valeur intrinsèque de l'entreprise. Un cours de bourse surévalué peut avoir des effets aussi dévas-

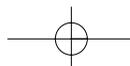
I. CAPITALISME ACTIONNARIAL OU CAPITALISME PARTENARIAL ?

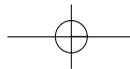
tateurs qu'un cours de bourse sous-évalué, en incitant les dirigeants à des décisions stratégiques inopportunes ou mal fondées⁽⁵⁾.

La valeur actionnariale ne devrait donc être qu'un instrument de mesure de la performance de l'entreprise. La focalisation exclusive sur cet indicateur a, sans doute, fait perdre de vue les véritables avantages compétitifs de l'entreprise et est, sans conteste, la cause de nombreuses catastrophes managériales récentes⁽⁶⁾.

1.1.2. L'entreprise existe pour d'autres fins que l'accroissement de sa valeur

Chaque entreprise exprime une ambition qui lui est propre. L'histoire économique montre que les entreprises qui ont prospéré dans la durée ont su construire un projet d'entreprise et développé au fil des ans des valeurs fortes. Elles ont su créer la confiance chez leurs employés, mais aussi leurs clients, fournisseurs, créanciers et plus largement dans la communauté dans laquelle elles se sont développées. Le discours d'une entreprise sur ses valeurs n'est pas une rhétorique vide de sens mais la formalisation du projet qui engage dans la durée l'entreprise et ses membres. Le développement de la société de l'information et le bouleversement de la relation sala-





MIEUX GOUVERNER L'ENTREPRISE

riale qu'elle implique renforcent l'impératif de confiance au sein de l'entreprise et imposent l'invention de nouveaux modes d'adhésion : alors que la productivité d'un ouvrier posté sur une ligne de production se mesurait facilement, comment évaluer la productivité d'un développeur logiciel spécialisé ?

Pour autant, la recherche de l'adhésion des partenaires de l'entreprise ne doit pas conduire à un principe d'immobilité, qui l'amènerait rapidement à la faillite. L'efficacité économique peut imposer la mise en concurrence régulière des fournisseurs, l'adaptation des sites et des structures de production ou la cession d'activités qui contraint l'entreprise à réinventer en permanence son identité.

Le gouvernement de l'entreprise doit à la fois permettre la maximisation de la valeur de l'entreprise sur le long terme et protéger l'ambition propre que poursuit l'entreprise.

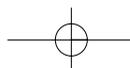
1.1.3. Loyauté du Conseil d'administration à l'égard des actionnaires et des actionnaires vis-à-vis de l'entreprise

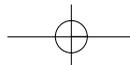
L'objectif de maximisation de la valeur de l'entreprise sur le long terme est l'expression de la loyauté des organes du gouvernement en vers les

I. CAPITALISME ACTIONNARIAL OU CAPITALISME PARTENARIAL ?

actionnaires qui les ont institués. Les organes du gouvernement d'entreprise sont les mandataires des actionnaires. Ils doivent en conséquence s'attacher à préserver la compétitivité de l'entreprise, assurer une allocation des *cash-flows* économiquement efficace et préserver les intérêts patrimoniaux des actionnaires lors d'une prise de contrôle⁽⁷⁾.

Le développement des marchés financiers a entraîné une modification profonde de la nature du lien entre l'entreprise et ses actionnaires. Alors que le phénomène est ancien aux États-Unis⁽⁸⁾, la libéralisation des marchés financiers ne l'a imposée en France qu'au milieu des années quatre-vingt. Pendant longtemps, la difficulté d'échanger des titres de société, tenant à la complexité de la valorisation de l'entreprise et aux coûts associés à la transaction, inscrivait de fait l'actionnariat dans la durée et contraignait l'investisseur à un engagement actif dans la vie de la société. Mais l'actionnariat s'est dispersé. Partout dans le monde, les blocs de contrôle et les actionnaires de référence ont été dilués sous l'effet d'appels répétés aux marchés ou d'opérations de fusion-acquisition financées par des échanges de titres. Les investisseurs institutionnels diversifient leur risque en limitant la taille de leur participation au capital. Les actionnaires choisissent leurs investissements en fonction des perspectives de rendement qu'ils anti-





MIEUX GOUVERNER L'ENTREPRISE

cipent, selon un horizon temporel qui leur est propre. Lorsque les objectifs de valorisation sont atteints, ils veulent pouvoir céder leurs titres rapidement et à un faible coût.

« L'aimable négligence des actionnaires »

Cette évolution a profité aux entreprises. Grâce à un accès plus aisé au capital, elles bénéficient de financements moins coûteux et plus facilement activables en cas d'opportunité de croissance ou de besoin de liquidité.

Le cadre du mandat confié aux organes du gouvernement d'entreprise s'en est trouvé profondément transformé. La dispersion et la volatilité croissante de l'actionnariat ont réduit l'incitation à un engagement actif des actionnaires dans la surveillance des dirigeants, et ont conduit fréquemment à une "aimable négligence" s'agissant de la nomination des administrateurs, qui, à son tour, rend possible un certain nombre de dérives.

Les droits de vote double, acquis après une période de détention du titre (2 ans en France) sont l'un des instruments permettant de restaurer un lien dans la durée entre l'entreprise et l'actionnaire. Leur pérennité doit être assurée. Il convient de noter d'ailleurs, que leur existence

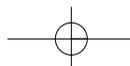
I. CAPITALISME ACTIONNARIAL OU CAPITALISME PARTENARIAL ?

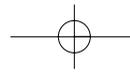
n'a jamais conduit à l'échec d'une prise de contrôle⁽⁹⁾. Il en va de même de la possibilité de verser sous certaines conditions un dividende majoré à certaines catégories d'actionnaires.

1.1.4. Prise en compte des intérêts de l'ensemble des partenaires

L'objectif de maximisation de la valeur de l'entreprise ne définit pas à lui seul la mission des organes du gouvernement d'entreprise. L'intérêt social ne saurait s'y réduire. La prise en compte des intérêts de l'ensemble des partenaires de l'entreprise est indispensable. Il appartient au Conseil d'administration de veiller à une prise en compte équilibrée des intérêts de chaque catégorie de partenaires au service de l'intérêt social⁽¹⁰⁾.

Notons à cet égard que la jurisprudence américaine en matière de prise de contrôle (notamment celle de l'État du Delaware) reconnaît au Conseil d'administration un large pouvoir d'appréciation de l'intérêt de l'offre pour l'ensemble de l'entreprise, au-delà de l'intérêt patrimonial immédiat des actionnaires. Le juge accorde ainsi la plus extrême déférence au jugement des administrateurs⁽¹¹⁾. "Directors are not obligated to abandon a deliberately conceived corporate plan for short-term shareholder profit unless there is clearly no basis to sustain the corporate strategy"⁽¹²⁾.





MIEUX GOUVERNER L'ENTREPRISE

En Grande-Bretagne, dans sa revue du droit des sociétés, le *Company Law Review Committee*, sous l'égide du ministère de l'Industrie, recommande une formalisation législative explicite des devoirs des administrateurs qui va dans le même sens⁽¹³⁾.

En droit français, il appartient clairement au Conseil d'administration de défendre et de constamment redéfinir le projet de l'entreprise. La loi de 1966 reconnaît expressément le rôle du Conseil d'administration dans la préservation de l'intérêt social : *“Le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la société et veille à leur mise en oeuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent.”*

L'Institut Montaigne ne considère pas qu'une évolution de l'article de loi formalisant les devoirs du Conseil d'administration soit nécessaire.

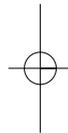
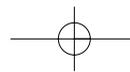
Néanmoins, il souhaite rappeler que les principes directeurs suivants pourraient contribuer à une prise en compte équilibrée des intérêts des partenaires de l'entreprise dans le respect de l'objectif de maximisation à long terme de sa valeur :

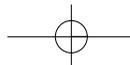
■ *Collégialité de la prise de décision* : devant la complexité croissante des décisions à prendre et

I. CAPITALISME ACTIONNAIRE OU CAPITALISME PARTENARIALE ?

la diversité des intérêts entre lesquelles il convient d'arbitrer, l'Institut Montaigne considère que la collégialité de la réflexion et de la prise de décision constitue la meilleure garantie d'équité et de sérieux. Elle doit éviter les dérives que le pouvoir excessif d'un petit nombre d'administrateurs au sein d'un Conseil est susceptible d'entraîner. La contrepartie du principe de collégialité doit être trouvée dans l'information donnée aux administrateurs, qui doit être complète, claire et précise. Les rapports Viénot II et Bouton ont à cet égard émis des recommandations importantes. On pense notamment à la possibilité pour les administrateurs de rencontrer les principaux dirigeants de l'entreprise, y compris hors la présence des mandataires sociaux.

■ *Diversité de la composition du Conseil d'administration* : l'Institut Montaigne n'est pas favorable à une institutionnalisation systématique de la représentation des partenaires de l'entreprise au sein du Conseil d'administration. Il considère en effet qu'une telle approche contribuerait à cristalliser les oppositions au sein du Conseil et à paralyser la prise de décisions. Il recommande, en revanche, qu'un effort de recrutement soit accompli dans la composition du Conseil d'administration afin d'assurer en son sein l'expression des sensibilités les plus variées. À ce titre, un renouvellement régulier des administrateurs de l'entreprise paraît être de bonne pratique.





MIEUX GOUVERNER L'ENTREPRISE

■ *Adaptation des structures du gouvernement à la situation de l'entreprise* : il est clair que les priorités d'action du Conseil dépendent de paramètres propres à l'entreprise. Elles varient ainsi suivant que la société est cotée ou non sur un marché réglementé, qu'elle dispose ou non d'un actionnaire de référence, que son environnement compétitif est stabilisé ou au contraire en perpétuel changement. Elles varient également lorsque la société fait l'objet d'une offre d'achat, traverse une crise de liquidité ou procède au contraire à une acquisition importante. Les normes de gouvernement doivent accorder aux organes la flexibilité indispensable pour répondre à ces situations particulières.

1.2. Quel sens pour une approche française ?

La réflexion sur le gouvernement d'entreprise est profondément marquée par les concepts et les approches britannique et américaine. Le poids des investisseurs anglo-saxons leur confère une influence prépondérante que vient renforcer de manière croissante l'implication des pouvoirs publics américains.

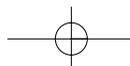
Ces normes répondent avant tout aux enjeux propres aux capitalismes britannique et américain. De plus, le regroupement traditionnel sous

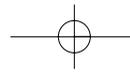
I. CAPITALISME ACTIONNARIAL OU CAPITALISME PARTENARIAL ?

le vocable anglo-saxon dissimule en réalité des divergences profondes entre les pratiques britannique et américaine (s'agissant par exemple de la réglementation des offres publiques ou de la séparation des rôles entre Président et Directeur général). En fin, loin d'être homogènes, les normes de gouvernement d'entreprise aux États-Unis sont largement marquées par les spécificités des 50 États de l'Union.

Le capitalisme américain a été caractérisé par l'éclatement des actionnariats et la séparation de la propriété et de la gestion des entreprises que cette dispersion a entraînée. Dans un tel environnement, la question centrale du gouvernement d'entreprise est de discipliner le management dans l'intérêt exclusif des actionnaires. C'est à partir des années quatre-vingt, par réaction à la diversification excessive des conglomerats et l'appropriation des *cash-flows* de l'entreprise par ses managers que les intérêts des actionnaires se sont à nouveau imposés au cœur des mécanismes du gouvernement d'entreprise. L'attribution de *stock options* aux dirigeants découle dès lors de la même volonté d'alignement des intérêts des managers sur ceux des actionnaires.

De même que les normes américaines répondent aux enjeux américains, les pratiques des entreprises françaises tiennent compte de l'environnement économique et social propre à la France.





MIEUX GOUVERNER L'ENTREPRISE

Tout en s'intégrant dans les normes internationales qui sont mises en place sous la double action des États et de la communauté financière, l'Institut Montaigne considère que le gouvernement des entreprises en France doit faire face à trois séries de contraintes :

- S'adapter aux structures propres du capitalisme français ;
- S'inscrire dans un environnement dans lequel l'État oriente largement le dialogue social ;
- Contribuer à renforcer le lien entre l'entreprise et l'ensemble de la société.

1.2.1. S'adapter aux structures propres du capitalisme français

Malgré une évolution profonde de ses structures durant les vingt dernières années, le capitalisme français reste marqué par de fortes spécificités.

Les entreprises historiquement basées en France ont considérablement internationalisé leurs opérations, grâce à des stratégies de croissance interne ou d'acquisition. Plusieurs d'entre elles sont devenues des leaders mondiaux dans leur secteur d'activité. Elles font largement appel pour leur financement aux capitaux internationaux et leur actionnariat est désormais largement ouvert aux investisseurs étrangers.

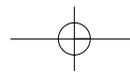
I. CAPITALISME ACTIONNARIAL OU CAPITALISME PARTENARIAL ?

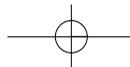
Cette transformation s'est accompagnée d'une réforme profonde des marchés financiers français à partir de 1984. En fin, les vagues successives de privatisations ont permis la naissance d'un actionnariat de masse.

Le capitalisme français reste cependant porteur de traits qui le différencient largement des capitalismes britannique et américain.

Alors que les blocs de contrôle sont quasiment absents des actionnariats des entreprises américaines ou britanniques, l'actionnariat des entreprises françaises reste souvent dominé par la présence d'actionnaires de référence détenant plus de 10 ou 20 % du capital. Ces blocs sont les traces d'un capitalisme familial particulièrement actif. Rappelons que quinze familles contrôlent près de 35 % de la capitalisation de la place de Paris, ce qui constitue un record européen⁽¹⁴⁾. Ils témoignent également du rôle qu'ont joué les banques et l'État actionnaire dans le développement du capitalisme français.

L'absence d'investisseurs institutionnels puissants est un autre trait marquant du capitalisme français. Le système français de financement des retraites, caractérisé par l'absence de véritables fonds de pension, n'a pas permis l'émergence d'acteurs spécialisés dans la gestion des actifs capitalisés par les ménages en vue de la retraite,





MIEUX GOUVERNER L'ENTREPRISE

à l'image des fonds anglo-saxons du type *CalPers*, *TIAA-CREF* ou *Scottish Widows*.

1.2.2. S'inscrire dans un environnement où l'État oriente le dialogue social

Le poids considérable de l'État dans la régulation des rapports sociaux constitue la seconde contrainte spécifique.

Par l'imposition largement centralisée d'un ordre public social, l'État a contribué à inhiber le dialogue social dans l'entreprise. Cette présence se traduit notamment par le poids des dispositions réglementant les rapports sociaux au sein de l'entreprise, qu'il s'agisse des institutions représentatives du personnel, des représentants salariés au sein du Conseil d'administration ou encore du droit des procédures collectives.

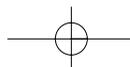
Ces dispositifs sont aujourd'hui mal adaptés à la diversité des situations des entreprises et contribuent à limiter la compétitivité et le dynamisme des entreprises implantées sur le territoire français.

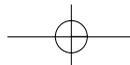
Pour l'Institut Montaigne, l'évolution des mécanismes français du gouvernement d'entreprise vers des structures du type "codéter-

I. CAPITALISME ACTIONNAIRE OU CAPITALISME PARTENAIRE ?

mination" à l'allemande ou vers des modèles néerlandais ou inspirés de l'Europe du Nord, ne paraît pas appropriée à l'environnement français dans lequel la liberté contractuelle est déjà exagérément encadrée. L'Institut Montaigne considère ainsi que l'extension de la présence au sein du Conseil d'administration de représentants des salariés n'est pas toujours de nature à garantir son bon fonctionnement (il en va ainsi de la récente disposition législative rendant obligatoire la représentation des salariés actionnaires au sein du Conseil à partir du seuil de 3 % du capital). L'Institut Montaigne déplore également que le devoir de réserve des administrateurs salariés reste trop souvent lettre morte. Le Conseil d'administration, s'il ne doit pas être une chambre d'enregistrement, ne saurait pour autant être un forum où s'expriment publiquement les divergences d'appréciations quant à la gestion de l'entreprise.

Il incombe au Conseil d'administration d'accorder une attention spécifique aux équilibres sociaux, à l'intérieur de l'entreprise, sur l'ensemble des lieux où celle-ci est implantée. Cela implique notamment que des discussions soient consacrées au sein du Conseil à la politique de recrutement et à la formation des collaborateurs. Cela passe par un dialogue renforcé avec les institutions représentatives du personnel.





1.2.3. Contribuer à renforcer le lien entre l'entreprise et l'ensemble de la société

Enfin, et c'est sans doute le défi le plus important, la société française reste marquée par une "indifférence"⁽¹⁵⁾ voire une profonde méfiance vis-à-vis de l'entreprise. Les enquêtes d'opinion témoignent régulièrement de préjugés profonds à l'encontre du secteur privé. Le soupçon reste fort à l'égard de la réussite entrepreneuriale.

Cette méfiance a pour corollaire une méconnaissance grave par le gouvernement et le législateur des réalités de fonctionnement de l'entreprise. Elle conduit à l'adoption trop fréquente de lois et de règlements souvent inadaptés, et qui affaiblissent la compétitivité du territoire.

1.3. Des contraintes internationales

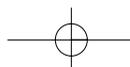
1.3.1 L'influence des règles américaines

S'il doit répondre à des enjeux spécifiques, le gouvernement d'entreprise en France doit également s'articuler autour des normes et pratiques qui se mettent en place au niveau international. Ces pratiques sont largement inspirées par les particularités du capitalisme américain, et dans une

moindre mesure britannique, et trouvent dans les entreprises, mais aussi chez les investisseurs institutionnels, les agences de notation et les acteurs financiers américains, les vecteurs d'une diffusion mondiale.

Il est certain que les entreprises françaises – et pas seulement celles qui sont cotées sur les marchés étrangers – ne peuvent rester étrangères aux normes anglo-saxonnes. Les investisseurs étrangers, fortement présents sur la place de Paris (plus de 40 % de la capitalisation boursière), utilisent des critères d'évaluation du gouvernement d'entreprise largement standardisés et incitent en conséquence à l'adoption des normes anglo-saxonnes. La situation particulière de certaines grandes entreprises françaises, notamment celles qui sont cotées sur les marchés américains, les incite à adopter les lois et les bonnes pratiques qui y sont en vigueur.

Enfin, les pouvoirs publics américains tendent à conférer aux normes de gouvernement d'entreprise qu'ils instituent, une portée extraterritoriale explicite ou implicite⁽¹⁶⁾ - élément de *soft power* et considérable facteur d'influence⁽¹⁷⁾. La loi *Sarbanes-Oxley* a ainsi imposé aux entreprises étrangères cotées sur les marchés américains des contraintes nouvelles, parfois en contradiction avec les réglementations nationales. Un possible durcissement des régimes



MIEUX GOUVERNER L'ENTREPRISE

d'exception que la SEC avait consentis aux entreprises étrangères, doit être anticipé par les entreprises françaises.

Afin de concilier les préoccupations nationales en matière de gouvernement d'entreprise avec les contraintes internationales que doivent respecter les entreprises françaises sous peine de voir leur compétitivité et leur accès aux marchés internationaux de capitaux fragilisés, l'Institut Montaigne considère que les principes suivants pourraient orienter les choix futurs :

■ *Rigueur de la règle* : les États-Unis ont réagi avec vigueur au traumatisme profond suscité notam-

« *une application stricte et sans faille d'un socle de règles garantissant la protection des investisseurs* »

ment par l'affaire Enron. Dans le débat en cours sur l'application de ces règles nouvelles au niveau international, les spécificités nationales seront d'autant mieux défendues que la France pourra faire

la preuve d'une application stricte et sans faille d'un socle de règles garantissant la protection des investisseurs ;

■ *Flexibilité* : dans le respect des règles de base, chaque entreprise doit pouvoir choisir les pratiques

I. CAPITALISME ACTIONNARIAL OU CAPITALISME PARTENARIAL ?

de gouvernement les plus adaptées à sa situation particulière ;

■ *Transparence* : chaque entreprise doit faire connaître et expliquer au marché les raisons et la cohérence de ses choix propres de gouvernement. Il incombe aux autorités de place d'expliquer aux institutions et aux investisseurs étrangers (fonds de pension, agences de notation, analystes...) les raisons liées aux structures propres du capitalisme français qui justifient que les bonnes pratiques françaises s'écartent des normes de gouvernement d'entreprise en vigueur aux États-Unis.

1.3.2. La nécessaire dimension européenne

La France partage avec les autres pays européens une vision proche du rôle que doit jouer l'entreprise dans la vie de la communauté. Cette vision commune doit permettre d'unifier progressivement les réglementations applicables dans chacun des pays membres : le rapport Winter⁽¹⁸⁾ oriente l'effort de la politique européenne vers l'élimination des obstacles aux opérations transfrontalières et propose une démarche normative flexible fondée notamment sur des incitations à l'adoption des meilleures pratiques.

L'Institut Montaigne souligne que la reconnaissance au niveau mondial de la spécificité du

MIEUX GOUVERNER L'ENTREPRISE

capitalisme européen, et du modèle social qui l'accompagne, serait considérablement renforcée par une déclaration européenne commune énonçant les principes fondamentaux du gouvernement d'entreprise en Europe.

II

POUR UNE ENTREPRISE MIEUX GOUVERNÉE : EFFICACITÉ ET TRANSPARENCE

Les propositions qui suivent se veulent une contribution au débat en cours, tant en France qu'à l'étranger. Certaines d'entre elles appellent des discussions techniques approfondies qu'il n'a pas été possible de conduire dans le cadre du présent rapport. D'autres constituent l'énoncé de principes directeurs et nécessitent des dispositifs de mise en application adaptés. Dans tous les cas, l'Institut Montaigne formule le vœu qu'un débat le plus large puisse s'engager autour des enjeux économiques et sociaux essentiels du gouvernement d'entreprise.

2.1. Les actionnaires

Réinventer la relation entre les actionnaires et l'entreprise constitue sans doute la première des priorités. La financiarisation du capitalisme a, en effet, transformé la nature des rapports entre l'entreprise et ses actionnaires et fréquemment brouillé la perception qu'ont les actionnaires de leurs responsabilités. Certains auteurs vont aujourd'hui jusqu'à amalgamer actionnaires et obligataires d'une entreprise cotée, tant l'*affectio societatis* s'est distendu et est aujourd'hui réduit à des

considérations patrimoniales.

Malgré les larges pouvoirs que la loi lui confère, l'Assemblée générale a aujourd'hui un rôle trop limité dans le gouvernement d'entreprise. Sa réunion annuelle est trop souvent une pure formalité en raison notamment de la très faible représentation effective des porteurs de titres.

Pour l'Institut Montaigne, trois leviers pourraient contribuer à la renaissance de l'Assemblée générale en tant que véritable organe social :

- Une implication plus forte des actionnaires institutionnels, notamment par le vote en Assemblée générale ;
- Une expression plus aisée des blocs minoritaires structurés ;
- Une amélioration de la communication du Conseil d'administration vers l'Assemblée générale.

2.1.1. Mieux impliquer les actionnaires institutionnels

La montée en puissance de l'actionnariat institutionnel dans le capital des entreprises cotées constitue un fait majeur. Bien qu'encore limitée en France par rapport aux pays anglo-saxons en raison notamment de l'absence de fonds de pension, cette tendance devrait s'accroître dans

les prochaines années et influencer profondément les relations entre l'entreprise et ses actionnaires.

Détenteurs de participations en général limitées à une fraction du capital, les investisseurs institutionnels ne s'impliquent que très peu dans les choix de l'entreprise. Leurs désaccords avec le management s'expriment d'abord par la vente de leurs titres, malgré d'ailleurs une simplification significative des procédures de vote en Assemblée générale. Des solutions diverses ont été imaginées pour répondre à ce défaut d'implication : le retrait de la cote et le retour à un actionnariat "privé" au sens anglo-saxon⁽¹⁹⁾, l'octroi d'actions privilégiées, à des investisseurs éclairés et actifs, afin de compenser les coûts associés au contrôle du management etc.

« *Leurs désaccords s'expriment d'abord par la vente de leurs titres* »

L'implication des investisseurs institutionnels peut conduire à une amélioration significative des pratiques de gouvernement⁽²⁰⁾. L'effet *CalPers* - l'augmentation de la valeur boursière de l'entreprise lorsque le fonds de pension y investit - a illustré l'impact que l'implication d'un institutionnel pouvait avoir sur les pratiques de gouvernement d'une entreprise cotée et sur sa performance de long terme.

MIEUX GOUVERNER L'ENTREPRISE

Aux États-Unis, la législation sur les fonds de retraites (ERISA), éclairée par une circulaire du Département du Travail en 1994, fait du vote en Assemblée générale un élément de la responsabilité fiduciaire du gestionnaire de fonds et lui impose d'intervenir lorsque son action peut raisonnablement accroître la valeur de l'investissement. L'obligation est rédigée en ces termes⁽²¹⁾ :

“The fiduciary act of managing plan assets that are shares of corporate stock includes the voting of proxies appurtenant to those shares of stock.

The fiduciary obligations of prudence and loyalty to plan participants and beneficiaries require the responsible fiduciary to vote proxies on issues that may affect the value of the plan's investment.

Active monitoring and communication activities would generally concern such issues as the independence and expertise of candidates for the corporation's Board of directors and assuring that the Board has sufficient information to carry out its responsibility to monitor management. Other issues may include such matters as consideration of the appropriateness of executive compensation, the corporation's policy regarding mergers and acquisitions, the extent of debt financing and capitalization, the nature of long-term plans, the

II. POUR UNE ENTREPRISE MIEUX GOUVERNÉE :
EFFICACITÉ ET TRANSPARENCE

corporation's investment in training to develop its workforce, other workplace practices and financial and non-financial measures of corporate performance. Active monitoring and communication may be carried out by a variety of methods including by means of correspondence and meetings with corporate management as well as exercising the legal rights of a shareholder.”

En mars 2001, en Grande-Bretagne, le rapport Myners, élaboré sous l'égide du Trésor recommande l'inclusion, dans les mandats des gestionnaires de fonds de retraites, des obligations énoncées par la circulaire américaine de 1994, ainsi qu'une inclusion du principe d'implication dans la loi⁽²²⁾.

L'Institut Montaigne considère qu'une telle évolution est souhaitable en France, en particulier s'agissant des investisseurs institutionnels gérant des engagements de retraites.

L'Institut Montaigne considère également que la définition d'une politique générale de vote par les investisseurs institutionnels doit être encouragée et communiquée à leurs mandants. Les votes émis en Assemblée générale devraient être rendus publics⁽²³⁾. Cette obligation contribuerait à lever les doutes récurrents quant à d'éventuels conflits d'intérêts entre les activités de gestion de portefeuille et les services financiers offerts

à l'entreprise (par exemple la gestion du fonds de retraite surcomplémentaire de l'entreprise⁽²⁴⁾).

Aux États-Unis, la SEC a adopté en janvier 2003 une réglementation comparable consistant à imposer aux *mutual funds* la communication de leur politique de vote en Assemblée générale, à publier dans leur rapport de gestion les votes non cohérents avec cette politique, ainsi qu'à transmettre à la SEC et à rendre accessible à leurs actionnaires l'ensemble des votes réalisés en Assemblée générale⁽²⁵⁾.

L'Institut Montaigne souhaite donc que la réflexion puisse s'engager autour des deux principes directeurs suivants :

- **Énonciation d'un "devoir d'implication" des investisseurs institutionnels possédant une part significative du capital de la société.**
- **Communication par les investisseurs institutionnels de la politique générale de vote et des votes émis en Assemblée générale.**

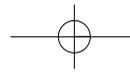
Il conviendra toutefois de réfléchir aux implications qu'un tel dispositif pourrait avoir pour les investisseurs institutionnels concernés (responsabilité, accès à l'information).

2.1.2. Inciter à la structuration des actionnariats éclatés

L'éclatement des actionnariats rend difficile l'action collective des actionnaires minoritaires.

Or, les dispositions réglementaires et législatives actuelles accentuent le déséquilibre en faveur du dirigeant de l'entreprise. Le dirigeant a, en effet, la possibilité de faire établir par la société de marché, à son bénéfice exclusif, la liste des titres au porteur identifiés. Il dispose d'un accès exclusif aux déclarations de franchissement de seuils statutaires. Il a, en outre, la capacité exclusive de communiquer, aux frais de la société, avec les actionnaires. Enfin, le dispositif de publicité de l'actionnariat prévu par le Code de commerce est vidé de sa portée pratique : le délai légal de publicité de la liste (15 jours avant l'Assemblée générale) est trop limité pour permettre une action efficace des actionnaires, les titres au nominatif ne représentant au surplus que quelques fractions du capital dans le cas le plus fréquent.

Pour que puisse naître un véritable débat au sein de l'Assemblée générale, il convient de rééquilibrer vigoureusement en direction des actionnaires minoritaires les moyens d'analyse de l'actionnariat. Il importe d'une part que certaines informations importantes (par exemple, les franchissements de seuils statutaires), et qui le sont



MIEUX GOUVERNER L'ENTREPRISE

davantage encore en période exceptionnelle (comme la liste des actionnaires au moment d'une offre publique) soient également accessibles à tous. Il convient, d'autre part, d'inciter les minoritaires à structurer leur expression autour d'axes cohérents : en permettant par exemple à des groupes représentant plus de 5 % des droits de vote de voir leurs observations sur la gestion de l'entreprise faire l'objet d'une diffusion par l'entreprise elle-même (et à ses frais), au même titre que les propositions soutenues par les dirigeants.

L'Institut Montaigne fait à cet égard les propositions suivantes :

➤ **Inclusion des observations émises par les groupes d'actionnaires structurés (représentant plus de 5 % des droits de vote) dans les documents communiqués aux actionnaires.**

➤ **Publicité des franchissements de seuils statutaires et accès à la liste des actionnaires en période d'offre publique.**

L'Institut Montaigne s'est également interrogé sur la difficulté de disposer en France d'une image fidèle de l'actionnariat de chaque société. Aux États-Unis, les obligations de publicité des participations prises par les investisseurs institutionnels rendent possible une connaissance

II. POUR UNE ENTREPRISE MIEUX GOUVERNÉE :
EFFICACITÉ ET TRANSPARENCE

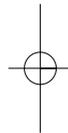
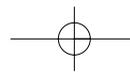
très fine de l'actionnariat des sociétés cotées⁽²⁶⁾. La pertinence d'une telle évolution devrait être évaluée par les autorités de place françaises.

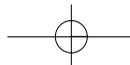
2.1.3. Améliorer la communication du Conseil à l'Assemblée générale

La communication des dirigeants vers les actionnaires est aujourd'hui particulièrement lourde et difficile à appréhender, en particulier compte tenu du peu de temps disponible entre la communication des documents et la tenue de l'Assemblée générale. Un effort de clarification doit donc être entrepris.

Selon le mot du Professeur Vian dier, *“un vote éclairé suppose une information sur les comptes”*. C'est la raison pour laquelle l'Institut Montaigne recommande que les comptes soient transmis aux actionnaires dès leur approbation par le Conseil.

Le Conseil d'administration devrait rendre compte chaque année à l'Assemblée générale, par la voix de son président, des conditions de son fonctionnement, en communiquant notamment les dates de ses réunions, la liste des membres présents ainsi que la nature des documents qui y ont été débattus. Les dispositions légales restent à cet égard trop souvent lettre morte. Il s'agit moins de modifier les textes que de veiller à leur applica-





MIEUX GOUVERNER L'ENTREPRISE

tion. À cet égard, la définition par la place de Paris d'un modèle de compte-rendu d'activité du Conseil d'administration pourrait être envisagée.

L'Institut Montaigne fait à ce titre les propositions suivantes :

➤ **Transmission aux actionnaires des comptes dès leur approbation par le Conseil d'administration.**

➤ **Présentation systématique d'un rapport du Conseil d'administration à l'Assemblée générale sur son fonctionnement.**

L'Institut Montaigne note en outre que la loi NRE permet au Comité d'entreprise de requérir l'inscription de projets de résolution à l'ordre du jour des Assemblées dans des délais plus rapprochés (10 jours avant la date de l'Assemblée générale) que ceux exigés des actionnaires (25 jours). Le rapprochement de ces deux délais paraît nécessaire.

2.1.4. Clarifier la présentation des plans de *stock options*

Les plans de *stock options* ont reçu une attention particulière des médias dans les derniers mois.

Rappelons d'abord, avec le rapport Bouton, qu'en France, "l'Assemblée générale des actionnaires auto-

II. POUR UNE ENTREPRISE MIEUX GOUVERNÉE :
EFFICACITÉ ET TRANSPARENCE

rise l'attribution d'options, fixe leur nombre maximum et arrête les grandes modalités d'attribution", ce qui constitue une bonne protection contre d'éventuels excès, et n'est pas toujours suffisamment souligné.

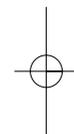
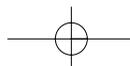
Il convient cependant de recommander la plus extrême clarté dans la communication sur les conséquences éventuelles d'un plan de *stock options* pour les actionnaires. Trop souvent, la complexité technique du sujet, en particulier dans le cas d'entreprises multinationales, continue d'obscurcir l'impact d'un plan en terme de coût pour l'entreprise ou de dilution éventuelle des actionnaires (cas des options de souscription d'actions).

Ici encore, la définition par la place de Paris d'un modèle normalisé de calcul, d'analyse et de présentation des plans de *stock options*, devrait être envisagée.

➤ **Communication détaillée et systématique aux actionnaires des conséquences, pour l'entreprise et les actionnaires d'un plan de *stock options* (dilution éventuelle, impact sur le bénéfice par action).**

2.1.5. Approfondir la réflexion sur les recours judiciaires ouverts aux actionnaires

Les actions en justice intentées par les action-



naires à l'encontre des dirigeants aux États-Unis ont retenu l'attention. En France, il est aujourd'hui difficile, en pratique, pour un actionnaire de mettre en cause la responsabilité des organes dirigeants : la demande d'enquête COB est peu utilisée en raison de l'absence d'information sur les suites éventuelles données par la COB, la preuve du préjudice subi reste difficile à apporter devant le Tribunal de commerce, enfin le coût et la durée des procédures ainsi que la faiblesse des réparations généralement consenties limitent l'utilisation des procédures civiles et alimentent l'inflation des procédures pénales.

L'Institut Montaigne a débattu de la possibilité de rendre plus aisés les recours judiciaires *ut singuli* exercés par les actionnaires au nom de l'entreprise en permettant *a posteriori* la prise en charge par l'entreprise des frais de justice supportés par les actionnaires lorsque l'action a amené un bénéfice significatif pour l'entreprise, comme cela est pratiqué aux États-Unis. Ces mécanismes n'ont toutefois pas fait la preuve de leur efficacité⁽²⁷⁾. Une telle évolution risque de placer la relation entre le Conseil d'administration et l'Assemblée générale sur un plan conflictuel et pourrait conduire à une multiplication de recours contentieux néfastes à l'entreprise.

Pour la même raison, l'Institut Montaigne considère que la mise en place en France d'une procé-

dure équivalente à la *class action* américaine n'est pas souhaitable aujourd'hui. Il remarque cependant qu'un nombre croissant d'entreprises françaises cotées sur des marchés étrangers sont désormais exposées à ce risque. Cette question difficile dépasse les limites de l'exercice conduit dans le cadre du présent rapport et doit faire l'objet d'une réflexion approfondie sous l'égide des autorités de place et des pouvoirs publics.

2.2. Le Conseil d'administration

2.2.1. Les administrateurs

La question des "administrateurs indépendants" a pris une importance considérable et semble devenue la pierre angulaire des règles françaises de gouvernement d'entreprise. Avant de s'interroger sur sa pertinence dans le contexte français, il convient d'en retracer brièvement les origines, profondément ancrées dans les spécificités du capitalisme américain.

Notons, à titre liminaire, que l'exemple allemand montre qu'il est possible de s'affranchir partiellement de la notion d'administrateur indépendant. Le Code de gouvernement promulgué en septembre 2002 (*Deutsche Kodex*) ne comporte en effet pas de référence explicite à la notion

d'indépendance des membres du Conseil et privilégié une approche basée sur la notion de conflit d'intérêts⁽²⁸⁾.

Indépendant Director aux États-Unis, non executive and Indépendant en Grande-Bretagne

Dans un contexte marqué par l'éclatement de l'actionnariat, la résolution du problème de l'agence⁽²⁹⁾, c'est-à-dire le contrôle du management par les actionnaires est la question centrale du gouvernement d'entreprise. Le *Board of directors* est l'organe social chargé de ce contrôle. Pour garantir que le *Board* ne soit pas détourné par le management, les règles américaines, autrefois peu contraignantes, sont de plus en plus structurées autour de la notion d'administrateur dit indépendant. La loi *Sarbanes-Oxley* stipule que les Comités d'audit de toute société soient exclusivement composés d'administrateurs indépendants. Les règles de cotation des principaux marchés américains reprennent et précisent ces dispositions⁽³⁰⁾ (s'agissant notamment des Comités de rémunérations).

Les Codes de gouvernement adoptés de manière croissante par les investisseurs institutionnels américains les plus importants sont également structurés autour de la notion d'administrateur

indépendant. Ainsi, la charte du fonds de pension américain TIAA-CREF indique :

- *The Board should be composed of a **substantial majority of independent directors**;*
- *The Board committee structure should include audit, compensation and nominating and /or governance committees consisting entirely of independent directors;*
- *Independence means no present or former employment by the company or any significant financial or personal tie to the company or its management that could compromise **the director's objectivity and loyalty to the shareholders**. An independent director does not regularly perform services for the company, if a disinterested observer would consider the relationship material. [...]. However, a director might be considered independent if it is clear to TIAA-CREF that the person is involved in commercial transactions that are being carried out at arm's length in the ordinary course of business and the relationship should not interfere with individual's ability to exercise independent judgment.*

Au Royaume-Uni, la distinction essentielle entre les administrateurs repose sur leur caractère *Executive* ou *non executive*, c'est-à-dire l'exercice ou non d'une fonction de direction dans l'entreprise. La notion d'indépendance est également présente mais semble quelque peu

effacée par la distinction principale. Le *Combined Code* du *London Stock Exchange* précise⁽³¹⁾ :

- *The Board should include a balance of executive and non-executive directors (including independent non-executive) so that no individuals or small group of individuals can dominate the Board's decision taking;*
- *There should be a strong and independent non executive element on the Board, with a recognised senior member other than the chairman to whom concerns can be conveyed*

L'administrateur indépendant vu de France

En France, à la suite des rapports Viénot et Bouton, une attention croissante a été portée à la notion d'administrateur indépendant. Le nombre souhaitable d'administrateurs indépendants au sein du Conseil et de ses comités est en constante augmentation. Ainsi, selon le rapport Viénot I (1995), "il est souhaitable que chaque Conseil d'une société cotée comporte au moins deux administrateurs indépendants". Quatre ans plus tard, le rapport Viénot II fixe l'objectif d'un tiers. Enfin, le rapport Bouton (2002) considère que les administrateurs devraient, pour moitié, être indépendants dans les sociétés au capital dispersé et dépourvues d'actionnaires de contrôle. Il précise également les proportions d'indépendants au sein des comités : 2/3 d'in-

dépendants et aucun mandataire social au sein du Comité des comptes, une majorité d'indépendants et aucun mandataire social au sein du Comité des rémunérations.

La définition de l'indépendance a connu également dans les rapports Viénot et Bouton des évolutions significatives, qui témoignent de la difficulté à cerner la notion dans une définition unique. Le rapport Viénot I précise que "l'administrateur indépendant peut être défini comme une personne qui n'a aucun lien **d'intérêt direct ou indirect** avec la société ou les sociétés de son groupe et qui peut ainsi être réputée participer en toute objectivité aux travaux du Conseil". Dans la continuité du rapport Viénot II, le rapport Bouton énonce quant à lui : "un administrateur est indépendant lorsqu'il n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit **avec la société, son groupe ou sa direction qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement**"⁽³²⁾.

Le rapport Bouton accorde un degré élevé de liberté au Conseil lui-même pour déterminer si un administrateur peut ou non être qualifié d'indépendant et remarque : "Il appartient au Conseil d'administration sur proposition du Comité des nominations d'examiner au cas par cas la situation de chacun de ses membres au regard des critères (...) puis de

porter à la connaissance des actionnaires dans le rapport annuel et à l'Assemblée générale lors de l'élection des administrateurs les conclusions de son examen de telle sorte que l'identification des administrateurs indépendants ne soit pas le fait de la seule direction de la société mais du Conseil lui-même. Le Conseil peut estimer qu'un administrateur, bien que remplissant les critères ci-dessous, ne doit pas être qualifié d'indépendant compte tenu de sa situation particulière ou de celle de la société, eu égard à son actionnariat ou pour tout autre motif, et réciproquement”.

Une approche adaptée au contexte français ?

L'Institut Montaigne considère qu'une approche étroite, fondée sur des critères stricts de définition de l'indépendance et des exigences quantifiées et uniformes d'administrateurs indépendants au sein du Conseil, n'est pas toujours la mieux adaptée au contexte français.

La présence d'administrateurs réellement indépendants au sein du Conseil contribue au contrôle efficace des dirigeants et à la protection des actionnaires minoritaires. Elle est, au surplus, indispensable si l'on entend préserver la cohérence de l'approche française du gouvernement d'entreprise avec les normes anglo-saxonnes et les

pratiques d'évaluation du gouvernement d'entreprise qu'adoptent de manière croissante les acteurs privés influents (agences de notation⁽³³⁾, investisseurs...). Comme le prévoit le rapport Bouton, chaque société cotée devrait donc préciser dans le document de référence ou le rapport annuel le statut de chaque administrateur au regard du critère d'indépendance, qui doit lui-même faire l'objet d'une définition précise et circonscrite.

Pourtant, la tentation de faire de l'administrateur indépendant l'élément essentiel du bon gouvernement des entreprises doit, pour l'Institut Montaigne, être écartée.

Plusieurs considérations lui paraissent militer en ce sens. En premier lieu, la réalité de l'indépendance est difficile à apprécier. L'indépendance est une notion largement subjective. La diversité des liens éventuels de dépendance qui peuvent exister entre un administrateur, une entreprise et/ou ses dirigeants ne peut être enfermée dans une définition unique. De nombreux cas récents ont montré que les administrateurs dits indépendants peuvent être en réalité les plus dépendants du PDG, du fait de relations d'amitié par exemple. On remarquera

« L'indépendance est une notion largement subjective »

MIEUX GOUVERNER L'ENTREPRISE

ainsi que le *Board* d'Enron comptait un nombre très élevé d'administrateurs "indépendants".

En second lieu, le risque est grand que l'accent mis sur l'exigence d'indépendance n'éclipse d'autres impératifs, tels la **compétence** et l'**implication** des administrateurs dans les travaux du Conseil. ***L'efficacité du Conseil d'administration repose sur un équilibre entre membres indépendants et membres "liés" à l'entreprise.***

Il n'est pas toujours certain qu'un administrateur indépendant puisse connaître en profondeur la situation réelle de l'entreprise. À ce sujet, une étude menée par l'Université de Melbourne et *Corporate Governance International* (association d'actionnaires) montre que les sociétés australiennes dirigées par un *Board* constitué majoritairement d'administrateurs indépendants ont tendance à sous-performer le marché. L'explication avancée par les chercheurs tient au fait que le critère d'indépendance tend à se substituer aux qualifications réelles des administrateurs. Une étude, menée sur une longue période (1985-1995) aux États-Unis et sur plus de 900 entreprises cotées, conclut à l'absence de corrélation entre le degré d'indépendance du *Board* et la performance de l'entreprise sur le long terme⁽³⁵⁾.

En troisième lieu, la multiplication du nombre d'administrateurs indépendants, conjuguée avec la nécessaire limitation du format des Conseils,

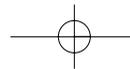
II. POUR UNE ENTREPRISE MIEUX GOUVERNÉE :
EFFICACITÉ ET TRANSPARENCE

réduit le nombre de sièges ouverts aux actionnaires. Il paraît peu opportun de se priver de leur expertise et de leur implication, en particulier au sein des comités du Conseil. L'Institut Montaigne souhaite rappeler que la qualité d'actionnaire, c'est-à-dire le lien de propriété avec l'entreprise, constitue souvent la meilleure des garanties face à d'éventuelles dérives managériales. Notons du reste qu'aux États-Unis, un actionnaire détenant jusqu'à 10 % du capital peut être indépendant.

L'Institut Montaigne considère que l'**engagement personnel** de l'administrateur, complété par la **déclaration** des liens présents ou passés avec l'entreprise et/ou ses dirigeants doit être privilégié pour caractériser l'indépendance. Le modèle de cette "déclaration d'indépendance" pourrait être recherché par analogie avec la pratique des arbitres internationaux.

L'Institut Montaigne souligne en fin que cet instrument doit être apprécié au regard de l'existence d'autres règles de droit. Ainsi, les conflits d'intérêts font déjà en France l'objet d'une réglementation stricte. Au contraire des États-Unis, la loi encadre étroitement les conventions entre les dirigeants et la société.

S'agissant plus particulièrement des sociétés où existent un ou plusieurs actionnaires de référence, l'instauration d'un Comité des conven-



MIEUX GOUVERNER L'ENTREPRISE

tions est possible et doit être encouragée pour renforcer les mécanismes de protection des actionnaires minoritaires. Ce Comité devrait être saisi de l'ensemble des questions concernant les relations entre l'entreprise et son ou ses actionnaires de référence. Il ne pourrait être présidé par un mandataire social.

En fin, il pourrait être utile de renouer avec l'institution du "Collège des censeurs" - naguère en usage dans certains secteurs (banques et sociétés d'assurance notamment). Le rôle des censeurs est généralement "un rôle de surveillance de tout ou partie de la gestion" (Alain Viandier). Au-delà des missions qui leur ont été traditionnellement imparties (par exemple surveillance de l'exécution des statuts ou du règlement intérieur), le Collège des censeurs pourrait notamment s'assurer du respect par l'entreprise du Code de gouvernement dont ce rapport préconise la mise en place et, le cas échéant, porter à la connaissance du Conseil et de l'Assemblée générale toutes les observations qui lui paraîtraient utiles dans ce domaine.

Administrateurs croisés

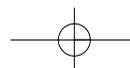
La pratique des "administrateurs croisés" est encore répandue parmi les plus grandes sociétés françaises. Cette situation résulte générale-

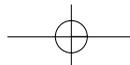
II. POUR UNE ENTREPRISE MIEUX GOUVERNÉE :
EFFICACITÉ ET TRANSPARENCE

ment de liens historiques ou de participations croisées entre entreprises et n'est pas en elle-même source de conflits d'intérêts. Néanmoins, l'Institut Montaigne considère que cette pratique devrait être limitée aux Conseils des sociétés ayant entre elles *des liens capitalistiques significatifs*. Dans tous les autres cas, il ne semble pas qu'elle puisse se justifier sur le long terme. Elle alimente au surplus des critiques aisées sur un prétexte archaïsme du capitalisme français, notamment dans la presse anglo-saxonne⁽³⁶⁾.

L'Institut Montaigne fait donc les propositions suivantes :

- **Déclaration des liens d'intérêts éventuels, présents ou passés, des administrateurs avec la société et/ou ses dirigeants et déclaration d'indépendance pour les administrateurs considérés comme indépendants.**
- **Création, dans le cas d'une société contrôlée, d'un Comité des conventions au sein du Conseil, chargé de se prononcer sur les relations entre la société et l'actionnaire de contrôle.**
- **Nomination d'un "Collège des censeurs" chargé notamment de veiller au respect des bonnes pratiques en matière de gouvernement d'entreprise.**





MIEUX GOUVERNER L'ENTREPRISE

II. POUR UNE ENTREPRISE MIEUX GOUVERNÉE :
EFFICACITÉ ET TRANSPARENCE

► **Interdiction des administrateurs croisés entre sociétés cotées hors lien de capital significatif.**

Administrateurs créanciers

L'Institut Montaigne a débattu de l'opportunité de la présence de représentants des créanciers de l'entreprise au sein du Conseil. S'il est vrai qu'ils apportent souvent une compétence financière indispensable au bon fonctionnement du Conseil, leur présence renforce le risque d'un conflit d'intérêts entre le rôle du créancier et le devoir de loyauté du Conseil d'administration à l'égard des actionnaires, notamment en période de crise de trésorerie. L'Institut n'a pas estimé devoir trancher catégoriquement dans un sens ou dans l'autre, mais insiste sur la nécessité d'être particulièrement attentif aux situations de conflits d'intérêts potentielles en pareil cas.

2.2.2. Les comités du Conseil

Les rapports Viénot I & II et Bouton ont recommandé la mise en place au sein du Conseil d'administration de comités spécialisés dans les comptes de l'entreprise ("Comité des comptes" ou "Comité d'audit"), la rémunération des dirigeants ("Comité des rémunérations") et la nomination des dirigeants et des administrateurs ("Comité des nominations"). Ces comités se sont imposés au sein des

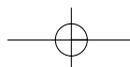
entreprises cotées les plus importantes, leur fonctionnement a été largement décrit et n'appelle pas de commentaire particulier.

Au-delà de son attachement au principe de collégialité des travaux du Conseil, rappelé plus haut, que la multiplication des comités ne doit pas conduire à perdre de vue, l'Institut Montaigne souhaite insister sur un point touchant à la composition des comités. Diverses règles américaines (SOA, NYSE) imposent aux entreprises américaines un Comité d'audit composé exclusivement d'administrateurs indépendants. La transposition rigide de ces règles reviendrait à priver le Comité d'audit d'une expertise particulièrement précieuse. Il est d'ailleurs à noter que les entreprises américaines sont d'ores et déjà intervenues auprès des autorités de place afin d'assouplir une réglementation jugée trop contraignante.

2.2.3. Le fonctionnement du Conseil

Les rapports Viénot et Bouton ont largement enrichi la réflexion sur le fonctionnement du Conseil - notamment en ce qui concerne la nécessaire évaluation de ses travaux, qui doit être encouragée et systématisée.

L'Institut Montaigne rappelle que la connaissance de la composition du Conseil est un élément d'ap-



MIEUX GOUVERNER L'ENTREPRISE

préciation indispensable pour les investisseurs. Il recommande que les sociétés cotées informent systématiquement et immédiatement le marché de la démission d'un administrateur.

Règlement intérieur

Des efforts de normalisation des travaux du Conseil pourraient néanmoins contribuer à renforcer son efficacité.

Une avancée significative pourrait être réalisée en obligeant les sociétés à doter leur Conseil d'administration d'un règlement intérieur adapté (pratique existante mais non généralisée). Le règlement intérieur devrait notamment définir le mode de fonctionnement du Conseil, son "domaine réservé", en particulier par rapport aux dirigeants (par exemple, le seuil d'endettement, les garanties pouvant être fournies), les moyens donnés aux administrateurs dans l'accomplissement de leur mission, ainsi que les délais de transmission préalable au Conseil des documents utiles à ses délibérations.

L'existence du règlement intérieur pourrait être prévue dans les statuts de l'entreprise, d'où il tirerait sa portée juridique. Les dispositions du règlement intérieur devraient être rendues publiques - sauf exception justifiée par la situation propre

II. POUR UNE ENTREPRISE MIEUX GOUVERNÉE :
EFFICACITÉ ET TRANSPARENCE

de l'entreprise. En effet, la nécessaire flexibilité des règles d'organisation de l'entreprise ne doit pas conduire à un recul vers le précaire et le confidentiel des principes fixés par le règlement intérieur.

« La flexibilité ne doit pas conduire à un recul du règlement intérieur vers le précaire et le confidentiel »

Chaque fois que cela est possible, la stabilité et la publicité de ces principes devront être recherchées.

En fin, il appartiendrait au Collège des censeurs – ou, à défaut, à un administrateur spécialement désigné à cette fin – de veiller à la stricte exécution des dispositions du règlement intérieur.

> Généralisation et publicité du règlement intérieur du Conseil d'administration, définissant notamment : les périmètres de responsabilité des dirigeants et du Conseil, les devoirs des administrateurs, le mode de fonctionnement du Conseil et de ses comités, les moyens mis à la disposition du Conseil et les délais de transmission des documents au Conseil.

Motivation des votes

Le secret des délibérations du Conseil reste un principe nécessaire à la conduite des affaires. Il contribue à l'existence de réels débats au sein du Conseil et ne doit pas être remis en cause.

Afin de renforcer le devoir d'implication des administrateurs dans les débats du Conseil, notamment lors des moments les plus importants de la vie de l'entreprise, l'Institut Montaigne considère que la motivation des votes des administrateurs devrait être dans certains cas obligatoire. Telle est d'ailleurs déjà le cas en matière d'offre publique (Règlement COB n° 2002-04, art. 12). Le règlement intérieur pourrait, de manière plus générale, prévoir les situations et occurrences exigeant un vote motivé (par exemple, pour les opérations de croissance externe).

➤ **Obligation de motivation des votes au sein du Conseil pour les délibérations engageant significativement l'avenir de la société (opération de croissance externe par exemple).**

2.3. Les dirigeants

2.3.1. La dissociation des fonctions de Président et de Directeur général

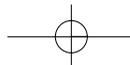
On le sait : le pouvoir dans l'entreprise française s'exerce fréquemment seul. À cet égard, le rapport Viénot I rejette toute idée de dissociation des fonctions de Président et de Directeur général : *“Gestion et contrôle forment un tout. Au Conseil de se constituer et de s'organiser de manière à exercer avec diligence l'ensemble de ses missions”*.

Le rapport Viénot II marque une évolution significative : *“Il appartiendrait ensuite au Conseil (...) de s'interroger sur l'intérêt de séparer ou de cumuler les fonctions au regard de ses caractéristiques propres”*. Le rapport Bouton ne privilégie quant à lui aucune approche.

La loi du 15 mai 2001, relative aux “Nouvelles réglementations économiques”, introduit la possibilité de dissocier les fonctions de Président et de Directeur général. Pourtant, en 2002, cette évolution n'a guère été suivie d'effets : parmi les sociétés du CAC 40, une seule a usé de cette possibilité⁽³⁷⁾.

L'exercice dissocié du pouvoir est la forme dominante en Grande Bretagne et le *Combined Code* remarque : *“There are two key tasks at the top of every public company – the running of the Board and the executive responsibility for the running of the company's business. There should be a clear division of responsibilities at the head of the company which will ensure a balance of power and authority, such that no one individual has unfettered powers of decision.”* Aux États-Unis, en revanche, pour les trois-quarts des sociétés du S&P 500, les fonctions de PDG et Chairman sont exercées par la même personne. On observe toutefois actuellement un mouvement très marqué vers la séparation des fonctions⁽³⁸⁾.

Le cumul des fonctions peut être dommageable lorsque le Président-directeur général exerce une



MIEUX GOUVERNER L'ENTREPRISE

autorité sans partage sur le Conseil et procède à la nomination d'administrateurs indépendants qui lui sont ainsi redevables de leur siège. C'est alors l'équilibre de l'ensemble de l'édifice du gouvernement d'entreprise qui peut être rompu.

À la lumière de ces réflexions, l'Institut Montaigne considère que, s'il n'est pas souhaitable de dicter aux entreprises leur choix en la matière, le cumul des fonctions de Président et de Directeur général d'une entreprise cotée, internationale et de taille importante, devrait au minimum être justifié.

Mise en cause de la responsabilité des dirigeants

Le cadre juridique français offre aujourd'hui une large gamme de dispositions permettant de mettre en cause la responsabilité des organes dirigeants et du Conseil d'administration en particulier. À titre d'exemple, on peut citer les sanctions pénales (abus de biens sociaux, présentation de faux bilan ou diffusion de fausses informations) ou encore les sanctions civiles liées à l'application des articles 180 et suivants de la loi du 15 janvier 1985 aux dirigeants (y compris aux dirigeants de fait) dans le cadre des procédures de redressement ou de liquidation judiciaire.

Pourtant, la portée de ces dispositions n'a pas

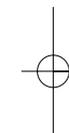
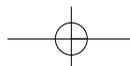
II. POUR UNE ENTREPRISE MIEUX GOUVERNÉE :
EFFICACITÉ ET TRANSPARENCE

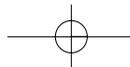
toujours été pleinement appréhendée par les administrateurs et les dirigeants. Elles n'ont dès lors que peu d'effets dissuasifs sur les comportements. Le contraste est frappant avec la situation anglo-saxonne où la conscience des devoirs propres aux mandataires sociaux et au Conseil est significativement plus élevée.

Plusieurs éléments expliquent sans doute cette situation. En premier lieu, il est certain que l'absence à ce jour de précédent significatif de mise en cause de la responsabilité du Conseil d'administration n'a pas permis d'alerter les administrateurs de l'étendue de leur responsabilité. En second lieu, les moyens limités dont disposent les autorités de place continuent à contraindre fortement les possibilités d'investigation.

Toutefois, il est clair que sous l'influence notamment des pratiques anglo-saxonnes, les contentieux se multiplieront au cours des années à venir.

Dans cette perspective et compte tenu de l'importance des risques encourus, il convient de clarifier la possibilité pour l'entreprise de prendre en charge les assurances responsabilité civile des administrateurs. C'est du reste ce que recommande très récemment le rapport Higgs en Grande-Bretagne. En effet, cette démarche est aujourd'hui, en France, fragile sur le plan juridique (possibilité de poursuite pour abus de bien sociaux).





MIEUX GOUVERNER L'ENTREPRISE

L'Institut Montaigne considère que cette pratique est légitime et doit être non seulement confortée mais clairement autorisée. L'assurance est la contrepartie d'une implication renforcée des administrateurs dans la vie de l'entreprise. Elle fait donc, d'une certaine manière, partie des moyens mis à leur disposition pour l'exercice de leur mission. Néanmoins, le maintien d'une franchise, équivalente par exemple à quelques années de jetons de présence, paraît indispensable. En cas de faute pénale ou de faute lourde, non couvertes par l'assurance, l'entreprise conserve la possibilité de se retourner contre le ou les administrateurs fautifs.

► **Sécurisation juridique de la prise en charge par l'entreprise des frais d'assurance des administrateurs, sous réserve d'une franchise à la charge des administrateurs**

2.3.2. Rémunération des dirigeants

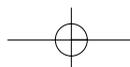
La rémunération des dirigeants occupe depuis quelques années une place considérable dans le débat public français. Ces préoccupations ont récemment trouvé une traduction législative (loi NRE). L'impératif de transparence est désormais largement accepté. En donnant au Comité des rémunérations, composé majoritairement d'administrateurs indépendants, la responsabilité de déterminer les conditions de rémunération des dirigeants, le rapport Bouton s'inscrit dans cette logique.

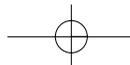
II. POUR UNE ENTREPRISE MIEUX GOUVERNÉE : EFFICACITÉ ET TRANSPARENCE

Les schémas de rémunération des dirigeants peuvent, et doivent, gagner encore en transparence vis-à-vis des actionnaires. La fixation des rémunérations par un comité *ad hoc* n'est pas la panacée⁽³⁹⁾ et l'obligation de transparence reste le meilleur frein aux excès.

Les dernières années ont été marquées par l'augmentation massive de la part variable (primes et bonus) et de la rémunération versée sous forme d'options, afin de mieux aligner les intérêts des managers sur ceux des actionnaires. Aux États-Unis, cette évolution a sans nul doute largement contribué à orienter les choix des dirigeants vers la valorisation à court terme du cours de bourse de l'entreprise. À la suite du rapport Bouton, il convient de rappeler que le droit français (fiscalité des options, interdiction du *repricing* en cas de baisse ultérieure du cours de l'action, limitation de la décote par rapport au cours de bourse au moment de l'attribution des options, interdiction pour la société de consentir des prêts aux dirigeants et aux administrateurs) limite les risques de dérive – à l'inverse de la réglementation américaine.

Il est clair que les mécanismes de rémunération optimaux varient selon l'industrie, l'environnement compétitif ou encore la situation propre de l'entreprise. Il convient donc de laisser la plus grande latitude au Conseil d'administration et au Comité des rémunérations dans la définition





MIEUX GOUVERNER L'ENTREPRISE

des mécanismes de rémunération des dirigeants, tout en les encourageant à recourir de façon systématique aux services d'experts indépendants.

Quelques principes directeurs devraient pourtant guider les entreprises dans les choix qu'elles opèrent dans ce domaine.

L'Institut Montaigne considère que l'alignement de la rémunération des dirigeants sur la performance à long terme de l'entreprise devrait être renforcé. Plusieurs pistes pourraient être explorées par les Comités de rémunération :

- Utilisation accrue de critères d'évaluation de la performance basés sur les fondamentaux de l'entreprise - par opposition à des objectifs fixés uniquement en terme de valeur boursière - qui peuvent n'être pas seulement financiers ou comptables (par exemple, les résultats obtenus en matière de R&D s'agissant des entreprises innovantes) ;
- Attribution d'actions de l'entreprise de préférence aux options⁽⁴⁰⁾ - à condition que ces attributions s'imputent sur la rémunération en numéraire ;
- Évaluation des critères de performances sur plusieurs années.

L'Institut Montaigne recommande également la communication aux actionnaires des principes et critères qui déterminent le niveau de rémunération

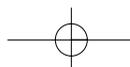
II. POUR UNE ENTREPRISE MIEUX GOUVERNÉE :
EFFICACITÉ ET TRANSPARENCE

des dirigeants ainsi que le rapport entre la rémunération reçue et le montant maximal qui aurait pu être attribué. Une telle évolution ne peut que contribuer à une meilleure prise en compte de la performance réelle des dirigeants, limitant ainsi les débats parfois artificiels sur le niveau intrinsèque de leur rémunération, et serait en retour le signe d'une loyauté renforcée vis-à-vis des intérêts de l'actionnariat.

► **Prise en compte renforcée des objectifs de long terme de l'entreprise dans la rémunération des dirigeants et limitation des critères liés au cours de bourse.**

► **Communication détaillée dans le rapport annuel des critères et principes servant de base au calcul de la rémunération individuelle des dirigeants.**

Les transactions des administrateurs et des dirigeants sur les titres de l'entreprise délivrent au marché des signaux précieux. C'est la raison pour laquelle elles font l'objet d'une publication systématique dans le monde anglo-saxon (SEC, presse financière). Il est vrai que les dispositions relatives à la publicité des transactions en vigueur ont pu être contournées⁽⁴¹⁾. Nombre de dirigeants américains ont vendu des montants élevés d'actions tout en assurant leurs employés de la bonne santé de la société. Néanmoins, le principe reste au cœur des mécanismes de protection des investisseurs



aux États-Unis, où il est fait un large usage des déclarations des dirigeants, facilement accessibles en ligne depuis l'ensemble des sites boursiers.

En France, la recommandation COB n° 2002-01 organise une publicité en bloc *à la fin du semestre* des transactions réalisées sur les titres de l'entreprise par ses mandataires sociaux. Il convient de raccourcir ce délai (les États-Unis, déjà dotés de dispositions pourtant beaucoup plus contraignantes, les ont encore renforcées : raccourcissement par la loi *Sarbanes-Oxley* des délais de publications des chiffres relatifs aux achats et aux ventes de titres par les collaborateurs qualifiés).

Les dispositions existantes, *immédiatement après leur exécution*, devraient être renforcées et complétées par une obligation de publicité des transactions des dirigeants, des administrateurs et de leurs proches sur les titres de la société *et leurs dérivés*. À la lumière des affaires récentes, l'Institut Montaigne considère en effet que les bénéfices d'une pleine transparence concernant les transactions des mandataires sociaux font plus que compenser les risques d'une mauvaise interprétation de ces transactions par le marché.

➤ **Publicité des transactions sur titres et dérivés des titres de la société réalisées par les dirigeants, les administrateurs et leurs proches dès leur exécution.**

2.4. La société et l'information financière

2.4.1. Conseil d'administration et information financière

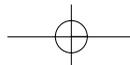
La communication vers le marché engage durablement l'entreprise et revêt ainsi une importance considérable.

Certains considèrent qu'une implication forte du Conseil d'administration est indispensable, allant même jusqu'à proposer le rattachement au Conseil des équipes chargées des relations avec les investisseurs⁽⁴³⁾.

L'Institut Montaigne ne considère pas qu'une implication *a priori* du Conseil d'administration avant chaque communication vers le marché soit à rechercher ni réalisable en pratique.

Trois principes pourraient à cet égard guider les réflexions futures :

- La communication financière doit, d'une façon générale, demeurer une responsabilité de la Direction générale et de ses équipes ;
- Une communication effectuée immédiatement après un Conseil d'administration devrait faire l'objet d'une approbation par le Conseil ;
- Le Conseil d'administration, dans son ensemble,



MIEUX GOUVERNER L'ENTREPRISE

doit être informé de l'ensemble des messages délivrés au marché, du "consensus" des analystes et des principaux enjeux.

Comptes trimestriels

L'établissement de comptes trimestriels contribue à la discipline financière de l'entreprise et constitue donc un exercice utile dans cette mesure. En sens inverse, leur publication peut contribuer à une volatilité accrue du cours de l'action et renforce le risque de focalisation des dirigeants sur le court-terme.

L'Institut Montaigne considère qu'il n'est pas possible de dégager un principe général en cette matière et que les entreprises doivent décider elles-mêmes de l'opportunité de publier ou non des comptes trimestriels compte tenu de leur situation propre (par exemple, en cas de cotation sur un marché américain).

Les risques et l'audit interne

Les risques opérationnels prennent une place croissante dans la vie de l'entreprise : risque social, risque "produits", risque environnemental, légal ou politique, etc. Les Conseils seront donc conduits chaque jour davantage à s'infor-

II. POUR UNE ENTREPRISE MIEUX GOUVERNÉE :
EFFICACITÉ ET TRANSPARENCE

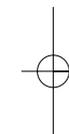
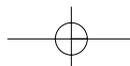
mer de la nature de ces risques, et des conséquences qui s'attachent à leur matérialisation. Les services d'audit internes sont un moyen de connaissance et donc de maîtrise de ces risques.

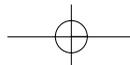
À la fin de l'année 2001, 90 % des entreprises du CAC 40 et 70 % des inscrites au SBF 120 disposaient d'une structure d'audit interne. Il est souhaitable que les entreprises qui n'en disposent pas revoient annuellement la pertinence et l'efficacité des moyens alternatifs d'évaluation de leurs risques⁽⁴⁴⁾.

L'Institut Montaigne ne considère pas que les structures d'audit interne doivent être de manière systématique rattachées au Conseil d'administration. Il paraît, en effet, important de ne pas transformer le Conseil d'administration en une direction-bis. Pour s'acquitter des missions dont il est investi, les services d'audit interne devraient être rattachés directement à la direction de l'entreprise. Toutefois, le Comité d'audit devrait pouvoir s'entretenir avec le Directeur de l'audit interne hors la présence de la Direction générale et commander des études ponctuelles qui n'auraient pas été inscrites dans le plan d'audit.

2.4.2. Le champ de l'information financière

La question des informations financières communiquées au marché ne relève pas direc-





MIEUX GOUVERNER L'ENTREPRISE

tement de la problématique du gouvernement d'entreprise. Les normes comptables encadrent fortement les choix à la disposition des dirigeants et de leurs Commissaires aux comptes.

Toutefois, compte tenu de l'importance des marchés financiers dans la vie de l'entreprise, l'Institut Montaigne souhaite faire les recommandations suivantes :

Le hors bilan

Les engagements hors bilan, dont les modalités financières et juridiques peuvent être extrêmement sophistiquées, ont suscité un large débat depuis l'affaire Enron.

« Il est en effet vain de multiplier les prescriptions comptables si le hors bilan ignore pour l'essentiel leurs exigences élémentaires »

d'un seuil de matérialité du hors bilan – c'est-à-dire d'un agrégat au-delà duquel les engagements hors bilan devront faire l'objet d'une analyse

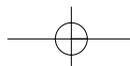
Leur caractère complexe et hétérogène nuit aujourd'hui à une parfaite appréhension par les investisseurs de la situation financière de l'entreprise, et des risques auxquels elle est exposée. L'Institut Montaigne considère que la définition par la société

II. POUR UNE ENTREPRISE MIEUX GOUVERNÉE : EFFICACITÉ ET TRANSPARENCE

détaillée, le cas échéant en distinguant les catégories d'instruments juridiques ou financiers concernés et les risques associés – devrait être généralisée. L'analyse quantitative devrait être menée de façon rigoureuse et systématique, et ses résultats, ainsi que les hypothèses qui les sous-tendent, explicités d'une manière aussi claire et complète que possible dans le rapport annuel. Il est en effet vain de multiplier les prescriptions comptables si le hors bilan ignore pour l'essentiel leurs exigences élémentaires (sincérité, prudence).

En second lieu, les instruments financiers complexes constituent un élément important des données du hors-bilan. Les produits dérivés sont utilisés de manière croissante par les entreprises pour couvrir leurs activités opérationnelles ou à des fins d'optimisation financière. Ces produits peuvent faire l'objet d'une sophistication extrême. Dans l'état actuel du droit et des pratiques, l'Institut Montaigne fait le constat de la difficulté à analyser l'exposition d'une entreprise via ces instruments à la variation d'un paramètre exogène (taux d'intérêt, prix des matières premières, etc.). Ici encore, l'analyse quantitative systématique de l'impact de telles variations sur les comptes devra être recherchée.

En conclusion, l'Institut Montaigne propose que les réflexions en cours puissent être approfondies dans deux directions :



► **Définition par la société d'un seuil de matérialité du hors bilan (agrégat au-delà duquel les engagements hors bilan devront être détaillés).**

► **Étude par la société et publication dans le rapport annuel de son exposition aux instruments financiers utilisés à des fins spéculatives.**

La question de la trésorerie

L'inclusion de clauses liées à la notation financière de l'entreprise dans les financements est une pratique de plus en plus fréquente. Cette pratique a facilité l'accès des entreprises aux instruments de dette tout en contribuant à limiter le risque des prêteurs. Mais elle peut également déclencher, dans certaines circonstances (voir l'exemple récent de France Telecom) des mécanismes non anticipés de baisse des cours. L'absence d'information sur les conséquences anticipables d'une dégradation de la notation financière, notamment sur la situation de trésorerie de l'entreprise, rend difficile une estimation correcte du risque par les investisseurs. Les clauses des prêts bancaires sont par nature confidentielles et ne sauraient être rendues publiques, sauf à vouloir délibérément encourager la spéculation des fonds spécialisés. En revanche, il est souhaitable que soit connue dans ses grandes lignes, et explicitée dans le rapport annuel, l'incidence d'une dégradation

de la notation financière sur la liquidité de l'entreprise – dès lors que les contrats de prêts comportent des clauses particulières dans ce genre de situation (par exemple, le remboursement anticipé).

► **Étude par la société et publication dans le rapport annuel de la sensibilité de sa situation de trésorerie à l'évolution de sa notation financière.**

L'Institut Montaigne souhaite de plus attirer l'attention sur la prise en compte de certains engagements des entreprises en matière de retraites (cas des régimes dits "de 3^{ème} étage"). Dans de nombreux cas, ceux-ci ne sont pas présentés avec une clarté suffisante pour permettre aux investisseurs de les prendre en compte dans leur modèle de valorisation. Ces engagements peuvent pourtant représenter des sommes considérables et avoir des conséquences importantes et durables sur la santé financière de l'entreprise, comme le montre la situation des sidérurgistes américains et les inquiétudes naissantes en Europe⁽⁴⁵⁾. Ici encore, il paraîtrait souhaitable qu'une réflexion approfondie puisse être engagée.

Mode de communication des entreprises avec le marché

La COB oblige à un recours systématique au communiqué de presse "en ce qui concerne la

MIEUX GOUVERNER L'ENTREPRISE

communication de l'entreprise vers le marché". La réglementation doit évoluer pour reconnaître qu'une publication sur le site Internet de l'entreprise peut avoir valeur de communication au marché. L'Autorité de marché devrait offrir aux entreprises la possibilité de diffuser des informations par le biais de leur site Internet et non plus seulement sous forme de communiqué. Elle devrait, en outre, assurer le référencement de ces informations sur son site et favoriser leur diffusion par des prestataires de service privés, comme c'est le cas aux États-Unis.

III

VERS UN CODE DE GOUVERNEMENT DES ENTREPRISES

L'entreprise est avant tout une aventure privée. C'est donc à elle qu'il revient au premier chef de définir les règles de son gouvernement, dans le respect des lois et des réglementations applicables.

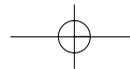
La loi est nécessaire, tant il est vrai que les défaillances récentes des mécanismes de contrôle des entreprises ont des conséquences pour l'ensemble de la collectivité. Quand elle existe, elle doit être claire et précise. Pour autant, elle ne peut constituer le socle unique des réformes en cours. Elle doit être complétée par des mécanismes d'autorégulation détaillés, souples et évolutifs.

3.1. Quel édifice normatif pour le gouvernement d'entreprise ?

Le dispositif proposé par le présent rapport institutionnalise l'im impératif de transparence des sociétés cotées s'agissant de leur choix de gouvernement.

3.1.1. Liberté ou contrainte ?

Les entreprises doivent disposer de la plus grande latitude pour organiser comme bon leur semble leur fonctionnement⁽⁴⁶⁾. Cette liberté d'organi-



sation est un gage de flexibilité et d'adaptabilité aux contraintes changeantes de la vie des affaires. Dans une compétition devenue globale, un gouvernement inadapté peut conduire à une fragilisation de la situation de l'entreprise.

Cependant, en France, malgré la multiplication des rapports de place et une pression croissante des investisseurs, l'évolution des structures de gouvernement est particulièrement lente. Comme le remarque le rapport Bouton, *"il existe de grandes entreprises cotées qui ne satisfont pas encore à certaines des règles essentielles qu'ils [les rapports Viénot] avaient préconisées"*.

Sans recourir à la contrainte, il est dès lors nécessaire d'instaurer une obligation de publicité vers le marché, susceptible d'inciter à l'adoption des bonnes pratiques.

3.1.2. Quelles normes ?

Trois niveaux différents pourraient être distingués :

■ **Un Code du gouvernement de la place de Paris :** ce Code, élaboré par les acteurs de la place de Paris, proposerait aux entreprises un ensemble de principes et de recommandations de bon gouvernement. Le Code pourrait comprendre deux types de normes :

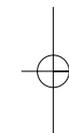
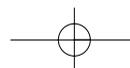
- Des principes directeurs, auxquels il appartiendrait à chaque entreprise cotée de se conformer en les adaptant le cas échéant à sa situation propre ;
- Des recommandations (sur le modèle des *guidelines* anglo-saxons), qui n'ont pas valeur obligatoire par elles-mêmes mais indiquent les objectifs à atteindre.

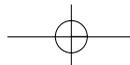
■ **L'Autorité de marché**, qui agit par deux voies :

- À travers ses règles propres dans les domaines de sa compétence ;
- En veillant à ce que les entreprises cotées sur la place de Paris adhèrent aux dispositions du Code ou, à défaut, explicitent les raisons de leur abstention ou de choix différents.

Chaque année, l'Autorité pourrait ainsi publier un rapport sur le gouvernement des entreprises cotées permettant de mesurer la mise en pratique des dispositions du Code.

Le dispositif repose sur un équilibre original entre la sphère privée et la puissance publique : la sphère privée, après une concertation large, se fixe ses propres règles de fonctionnement. L'Autorité de marché veille à son application (*enforcement*) à travers l'obligation de publicité. Il garantit au surplus l'accès à l'information pour les agences de notation du gouvernement d'entreprise, qui peuvent de cette façon développer leurs propres analyses et recommandations.



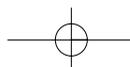


Le dispositif proposé respecte la culture juridique française. Il s'inscrit dans la "marche des régulateurs"⁽⁴⁷⁾ tout en garantissant à la norme du gouvernement d'entreprise un haut niveau de flexibilité et d'adaptation aux besoins spécifiques de chaque société.

3.1.3. Quelle protection pour les investisseurs ?

Le bon fonctionnement des marchés financiers, bien commun des sociétés capitalistes modernes, repose sur le contrôle de la fiabilité des informations diffusées par les émetteurs, permettant ainsi une bonne appréhension du risque par les investisseurs. Les études académiques⁽⁴⁸⁾ montrent qu'un niveau élevé de protection des investisseurs, auquel contribue le régulateur du marché, est indispensable à un fonctionnement efficient des marchés de capitaux.

Pour l'Institut Montaigne, l'intervention de l'Autorité de marché dans le champ du gouvernement d'entreprise est pleinement légitime. Elle doit se faire par un contrôle *a posteriori* de l'obligation faite à l'entreprise de communiquer au marché la totalité des informations relatives à l'application des dispositions du Code (principes directeurs et recommandations).



3.1.4. Quelle place pour la loi ?

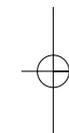
L'intervention du législateur est à la fois une nécessité technique et un impératif politique.

Nécessité technique car, depuis 1966, la loi a codifié le fonctionnement et l'organisation des sociétés. La modification de ces dispositions, ou leur adaptation, imposent le recours au législateur.

Impératif politique ensuite : les faillites frauduleuses des années 30 ont provoqué la définition par le législateur de l'abus de biens sociaux ainsi que l'introduction des notions de régularité et de sincérité des documents comptables.

La réaction américaine face à des faillites de grande ampleur, qui pour certaines trouvent leur cause dans des comportements délictueux, voire criminels, telle qu'exprimée par la loi *Sarbanes-Oxley*⁽⁴⁹⁾, témoigne de la force symbolique que peut revêtir l'implication du législateur. Six mois après le vote de la loi par le Congrès, la SEC a d'ailleurs arrêté la plupart des dispositions techniques garantissant sa mise en application⁽⁵⁰⁾.

L'Institut Montaigne considère qu'une "grande loi" autour du gouvernement d'entreprise n'est pas nécessaire. Il remarque cependant que la solennité qui s'attache à la loi dans le domaine



qui est le sien renforce la position d'une entreprise qui respecte ces règles face aux investisseurs internationaux.

« *Une grande loi autour du gouvernement d'entreprise n'est pas nécessaire* » Parmi les propositions formulées au chapitre II, certaines pourraient appeler des évolutions législatives : il en est ainsi du renforcement des moyens d'action à la disposition des actionnaires minoritaires ou du principe d'implication des investisseurs institutionnels.

3.1.5. Quelle articulation avec les dispositifs étrangers ?

Le dispositif proposé doit être compatible avec les dispositifs en vigueur à l'étranger. Eux aussi reposent sur un équilibre entre les rôles de la sphère privée et des pouvoirs publics. Ces approches prennent naturellement en compte les traditions juridiques nationales :

■ En Grande-Bretagne, le *Combined Code* regroupe les recommandations définies par les rapports successifs autour du gouvernement d'entreprise⁽⁵¹⁾ (Cadbury, Greenbury, Hampel, Higgs, Smith). Il fait désormais partie des règles de cotation du *London Stock Exchange*, organisme privé de la place de Londres. Le *London Stock Exchange* impose aux entreprises qui y sont cotées de prendre posi-

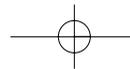
tion par rapport aux recommandations du *Combined Code*.

■ En Allemagne, un Code de gouvernance (*Deutsche Kodex*), fruit des travaux d'un groupe mis en place par le gouvernement, a été promulgué en septembre 2002. Il contraint les entreprises cotées à prendre position par rapport à ses recommandations⁽⁵²⁾.

■ Aux États-Unis, c'est l'implication du législateur à travers la loi *Sarbanes-Oxley* qui constitue le fait marquant dans un environnement auparavant largement dominé par l'autorégulation. Les principaux marchés d'actions, le *New-York Stock Exchange* et le NASDAQ, travaillent à l'intégration de ces prescriptions dans leurs règles de cotation.

3.2. Quels principes pour le Code de gouvernement de la place de Paris ?

L'intérêt suscité par les rapports produits par les groupes de travail Viénot I, Viénot II et Bouton témoigne de la vigueur de la réflexion de la place de Paris sur les règles du gouvernement d'entreprise. L'évolution des pratiques que ces rapports ont suscité démontre la capacité d'entraînement que les sociétés cotées les plus importantes peuvent avoir au sein de la place. Compte tenu de la qualité des travaux produits et de leur cohérence par rapport au cadre international en cours



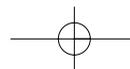
MIEUX GOUVERNER L'ENTREPRISE

de définition, il est impératif de placer le futur Code de gouvernement dans la continuité des rapports Bouton et Viénot.

Pourtant, en raison de la solennité et de la large adhésion dont doit nécessairement bénéficier un texte contenant des normes importantes pour les entreprises cotées, il est indispensable de construire la légitimité du Code de gouvernement sur la représentation la plus large des acteurs de la place. Émetteurs de toutes tailles, investisseurs, sociétés de marché et Autorité de marché devraient en conséquence être associés aux travaux d'élaboration du Code de gouvernement. Les pouvoirs publics pourraient prendre la responsabilité de constituer un groupe de travail *ad hoc*. Enfin, compte tenu des échéances internationales rapprochées, un objectif ambitieux de finalisation des travaux devrait être fixé.

Le Code de gouvernement s'appliquera aux entreprises cotées sur la place de Paris. Néanmoins, les recommandations qu'il propose sont susceptibles d'améliorer le gouvernement des entreprises non cotées. Celles-ci devraient donc s'attacher également à mettre en pratique ces dispositions pour ce qui les concerne, en particulier dans la perspective d'une cotation future.

Une revue régulière des dispositions du Code de gouvernement sera organisée. Cette revue pren-



III. VERS UN CODE DE GOUVERNEMENT DES ENTREPRISES

dra soin d'évaluer le degré d'application des recommandations et des bonnes pratiques par les entreprises cotées ainsi que l'opportunité de faire évoluer ces règles ou d'en adopter de nouvelles. La place devra réunir, à intervalle régulier, un groupe de travail pour procéder à cette revue.

- (1) M. Porter, *Short Term America*, 1991
- (2) M. Albert, *Capitalisme contre Capitalisme*, Le Seuil, 1993
- (3) H. Hansmann & R. Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, 89 Geo. L.J. 439,441 (2001)
- (4) Voir par exemple R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, *Corporate Ownership around the World*, Journal of Finance, 1999
- (5) Michael C. Jensen, *Just say no to Wall Street*, Journal of Applied Corporate Finance, Vol 14, N° 4. (Winter 2002) pp 41-46, accessible à <http://papers.ssrn.com/abstract=297156>
- (6) Voir John Kay, "Success in business is achieved by supplying goods and services effectively; not by seeking to boost share price", Financial Times, 29 Janvier 2002, accessible à : www.johnkay.com
- (7) Voir par exemple J. Gordon, *Just Say Never : an Essay for Warren Buffett*, 19 Cardozo Law Rev. 511 (1997) disponible à : www.law.columbia.edu/lawec/
- (8) A. Berle, G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, 1932
- (9) Voir analyses de l'ANSA, disponibles à www.ansa.asso.fr
- (10) Sur le rôle du *Board* dans la création de la confiance et de la coopération au sein de l'entreprise, voir notamment M. Blair, *Shareholder Value, Corporate Governance and Corporate Performance : A Post-Enron Reassessment of The Conventional Wisdom*, Georgetown University Working Paper, Septembre 2002
- (11) "Business Judgment Rule", *Smith v. van Gorkom* (1985), *Unocal V. Mesa Petroleum* (1985) - pour un panorama de l'évolution de la définition du rôle du *Board* aux Etats-Unis, voir notamment Ira Millstein, *The Evolution of Corporate Governance in the US - Briefly Told*, Forum for US-EU Legal-Economic Affairs, Rome, 2001 accessible à : www.wei.com
- (12) *Paramount Communication v. Time Inc.* (Del. 1990)
- (13) *Modern Company Law Review* : rapport final accessible à http://www.dti.gov.uk/cld/final_report/index.htm
"GENERAL PRINCIPLES BY WHICH DIRECTORS ARE BOUND
Obeying the constitution and other lawful decisions

A Director of a company must act in accordance with

- a) The company's constitution, and
 - b) Decisions taken under the constitution (...)
- and must exercise his powers for their proper purpose.

Promotion of company's objectives

A Director of a company must in any given case –

- a) Act in the way he decides, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefits of its members as a whole (...)
- b) In deciding what would be most likely to promote that success, take account in good faith of all the material factors that is practicable in the circumstances for him to identify.

Notes

- 1) In this paragraph, the “material factors” means –
 - a) The likely consequences (short and long term) of the actions open to the director, so far as a person of care and skill would consider them relevant; and
 - b) All such other factors as a person of care and skill would consider relevant, including such of the matters in Note (2) as he would consider so.
- 2) Those matters are –
 - a) the company's need to foster its business relationships, including those with its employees and suppliers and the customers for its products or services
 - b) its need to have regard to the impact of its operations on the communities affected and on the environment;
 - c) its need to maintain a reputation for high standards of business conduct; and
 - d) its need to achieve outcomes that are fair as between its members.”

⁽¹⁴⁾ Les 5 premières familles contrôlent 22 % contre 4,1 % en Grande Bretagne. M. Faccio et H.P. Lang, *The ultimate ownership of Western European corporations*, Journal of Financial Economics, 2002

⁽¹⁵⁾ J.M. Le Gall, *Entreprise, le risque de l'indifférence*, Les Échos, 2 janvier 2003

⁽¹⁶⁾ Voir par exemple : Laurent Cohen-Tanugi, *Marchés : Gouvernance à l'Américaine*, Les Échos, 20 août 2002

⁽¹⁷⁾ Voir par exemple J. Shinn, P. Gourevitch, *How Shareholder Reforms Can Pay Foreign Policy Dividends*, Council on Foreign Relations, 2002, disponible à : <http://www.cfr.org/>

⁽¹⁸⁾ Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Bruxelles, Novembre 2002 disponible à : http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/modern/index.htm

⁽¹⁹⁾ Michael C. Jensen, *Eclipse of The Public Corporation*, Harvard Business Review, 1989

⁽²⁰⁾ Sur le rôle des investisseurs institutionnels, voir notamment N. Minow & R. Monks, *Power and Accountability*, 1990 accessible à <http://www.thecorporatelibrary.com/power/index.html>

⁽²¹⁾ Interpretative Bulletin relating to statements of investment policy, including proxy voting policy or guidelines, Code of Federal Regulations Table 29 Chapter XXV, 2509.94-2, 1994

⁽²²⁾ Rapport Myners (2001) accessible à <http://www.hm-treasury.gov.uk/mediastore/otherfiles/31.pdf> : “The review is particularly concerned by the value lost to institutional investor through the reluctance of fund managers to actively engage with companies in which they have holdings, even where they have strong reservations about strategy, personnel or other potential causes of corporate underperformance. It therefore recommends that the US Department of Labor Interpretative Bulletin on Employment Retirement Security Act (ERISA) 1974 which deals with this issue be included in fund management mandates, **and incorporated in law**. The guidance clearly articulates the duties of managers to intervene in companies - by voting or otherwise - where there is a reasonable expectation that doing so might raise the value of the investment”

⁽²³⁾ Cette recommandation est également soutenue par le rapport Winter de la Commission européenne – Novembre 2002 : “Disclosure to their beneficiaries of their investment and voting policies, and a right of their beneficiaries to the voting records showing how rights have been exercised in a particular case”

⁽²⁴⁾ Voir par exemple en Grande-Bretagne le rapport du ministère de l'Industrie (*Company Law Review*) qui remarque en 1999 : “If the (fund) managers manage a company pension fund, anything less than unquestioning support for that company's Board may lead to loss of business, since a majority of the trustees are usually directors or former directors of the

company. If the fund manager is part of a banking or financial services group, the company management may threaten to terminate banking or other relationships”

- (25) Final Rules : Proxy Voting by Investment Advisors, Release N° IA-2106 File N° 57-3802
- (26) Voir par exemple www.morningstar.com, qui analyse le “style” d’investissement, la performance et les positions de chaque fond de placement
- (27) Pour une étude des *derivative litigations* aux États-Unis, voir M. Loewenstein, *Shareholder Derivative Litigation and Corporate Governance*, University of Colorado, 1998
- (28) Extraits du Deutsche Kodex :
- *Members of the Management Board are bound by the enterprise’s best interests. No member of Management Board may pursue personal interests in his decisions or use business opportunities intended for the enterprise for him self*
 - *All members of the Management Board shall disclose conflicts of interest to the Supervisory Board without delay and inform the other members of the Management Board thereof (...)*
- (29) M. Jensen et A. Meckling, *Theory of the Firm : managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics, 1976
- (30) Exemple des “listing rules” du NYSE (post Sarbanes-Oxley, en cours de définition et validation par SEC)
- Définition de l’indépendance
 - Décision par le Conseil lui-même : *The Board affirmatively determines that he has no material relationship with the company*
 - Le NYSE remarque en particulier :
 - *It is not possible to anticipate, or explicitly to provide for all circumstances that might signal potential conflict of interest, or that might bear on the materiality of a director’s relationship to a listed company. Accordingly, it is best that Boards making “independence” judgment broadly consider all relevant facts and circumstances”*
 - Règles de composition du Board : plus de la moitié des administrateurs doivent être indépendants, sauf cas d’une société contrôlée : *“A company of which more than 50 % of the voting power is held by an individual, a group or another company need not have a majority of independent*

directors on its Board or have nominating/corporate governance and compensation committees composed of independent directors. A controlled company that chooses to take advantage of this exemption must disclose in its annual meeting proxy that it is a controlled company and the basis for that determination. However, all controlled companies must have at least a minimum three person audit committee composed entirely of independent directors”

- Règles de composition des Comités d’audit, des rémunérations et des nominations : exclusivement composées d’indépendants
- (31) Le *London Stock Exchange* dans sa réponse à la commission Higgs exprime un avis proche : *the balance on a Board between NEDs and Executive Directors is also a significant factor in determining the effectiveness of NEDs. We believe the UK model of appointing a more equal number of the two is more helpful than say the US model where the NEDs are several times the number of Executive Directors* (LSE : réponse à la commission Higgs, septembre 2002)
- (32) Les critères à examiner par le Conseil selon le rapport Bouton pour déterminer l’indépendance sont les suivants :
- Ne pas être salarié ou mandataire social de la société, salarié ou administrateur de sa société-mère ou d’une société qu’elle consolide et ne pas l’avoir été au cours des cinq années précédentes
 - Ne pas être mandataire social d’une société dans laquelle la société détient directement ou indirectement un mandat d’administrateur ou dans laquelle un salarié désigné en tant que tel ou un mandataire social de la société (actuel ou l’ayant été depuis moins de cinq ans)
 - Ne pas être client, fournisseur, banquier d’affaire, banquier de financement :
 - Significatif de la société ou de son groupe
 - Ou pour lequel la société ou son groupe représente une part significative de l’activité
 - Ne pas avoir de lien familial proche avec un mandataire social
 - Ne pas avoir été auditeur de l’entreprise au cours des cinq années précédentes
 - Ne pas être administrateur de l’entreprise depuis plus de 12 ans
- (33) Voir par exemple la charte de notation de Standard & Poors, disponible à www.standardandpoors.com

- (34) Citée par G. Carrière, A. Cowen et al., *European Corporate Governance : A Changing Landscape*, MIT Sloan School of Management, October 2002
- (35) S. Bhagat, B.Black, *The Non-Correlation between Board Independence and Long-Term Firm Performance*, 27 Journal of Corporation Law 231-274 (2001), disponible à http://ssrn.com/abstract_id=133808. Par exemple: "Our results support efforts by firms to experiment with Board structures that depart from the conventional monitoring Board"
- (36) Voir par exemple *The Economist*, 21 mars 2002 "French bosses are particularly cozy with each other...There is a tendency for top managers to sit on each other's Board"
- (37) Au sein du CAC 40, 15 sociétés ont recours à une forme juridique duale à directoire et Conseil de surveillance
- (38) Le Business Roundtable se prépare à recommander la séparation des fonctions de CEO et de Chairman (janvier 2003)
- (39) "La véritable raison d'être du Comité des rémunérations est de sortir la discussion de l'instance du Conseil afin d'en limiter la portée et la publicité" J. Peyrelevade, *Le Gouvernement d'Entreprise ou les Fondements Incertains d'un Nouveau Pouvoir*, Economica, 1999
- (40) Sous réserve d'une l'évolution de la fiscalité
- (41) Voir par exemple M.A. Frison-Roche, *L'Affaire Enron*, éd. Autrement, 2002
- (42) Voir par exemple sur le site Yahoo ! *les Insiders and Form 144 Filings* de la société Microsoft à l'adresse <http://biz.yahoo.com/v/m/msft.html>
- (43) Source : Rapport Winter, Novembre 2002
- (44) Voir par exemple le rapport Turnbull (Grande Bretagne) sur l'audit interne précise : "Lorsqu'une société n'a pas de département d'audit interne, le Conseil doit évaluer chaque année l'opportunité d'en créer un afin de s'assurer qu'il dispose bien d'autres moyens d'obtenir une assurance objective et suffisante concernant son système de contrôles internes"
- (45) Voir par exemple L. Belot, *Financement des retraites – dix groupes européens épinglés*, Le Monde, 10 février 2003
- (46) Ainsi, au Royaume-Uni, ce n'est qu'il y a vingt ans environ, que les sociétés ont eu l'obligation de structurer leurs organes dirigeants autour d'un *Board of Directors* prévu par la loi
- (47) Voir Jean -François Lepetit, *Homme de Marché*, Economica 2002
- (48) B.S. Black, *The Core Institutions that Support Strong Securities Markets*, Business Lawyer, 2000
- (49) Décrite par le Président G. Bush comme : "The most far-reaching reforms of American business practices since the time of Franklin Delano Roosevelt" (The NY Times, 31 Juillet 2002)
- (50) Voir par exemple *The Economist*, 31 janvier 2003
- (51) Supportés d'ailleurs par des institutions différentes : le rapport Cadbury a été proposé par le *Financial Reporting Council*, le *London Stock Exchange* et les experts-comptables, le rapport Greenbury a été proposé par la *Confederation of British Industry*. Le rapport Hampel enfin a été proposé par le *London Stock Exchange*, la *Confederation of British Industry*, le *Institute of Directors*, le *Consultative Committee of Accountancy Bodies*, le *National Association of Pension Funds* et l'*Association of British Insurers*
- (52) Dans son introduction, le Dr. Cromme, président du groupe de travail, remarque d'ailleurs : "The Justice Minister restricted herself to setting the legal framework and thus gave German business the opportunity in an act of self-organization to propose a code which contains nationally and internationally recognized standards of good and responsible corporate governance and presents the German corporate governance system in a form which also makes it transparent to foreign investors"

REMERCIEMENTS

L'Institut Montaigne tient à remercier particulièrement les personnes suivantes pour leur contribution :

- M. Laurent Ménière, Senior managing Director, Bear Stearns & Co, Professeur à l'Institut d'études politiques de Paris, *Président du groupe de travail*
- M. Laurent Blivet, Consultant, The Boston Consulting Group, *rapporteur du groupe de travail*
- M. Nicolas Baverez, Avocat à la Cour, économiste
- M. Charles Beigbeder, Directeur général, Poweo
- M. Bruno-Roland Bernard, Directeur des relations financières, Valéo
- M. Dominique Borde, Avocat à la Cour
- M. Marc Bourret, Chargé de mission, Banque SBE
- M^{me} Christiane Butte, Directeur juridique, GIE AXA
- M. Grégoire Chertok, Associé-gérant, Rothschild & Cie
- M. Frédéric Crépin, Chargé de mission au secrétariat général, Vivendi Universal
- M. Gérard Dussillol, Directeur général, CDP Capital Europe
- M. Mathias Emmerich, Directeur adjoint grandes lignes, SNCF
- M. Alexandre de Juniac, Secrétaire général, Thalès
- M. Lionel Koehler-Magne, Avocat à la Cour
- M. Gérard de La Martinière, Directeur général, Groupe AXA
- M. Patrick Langlois, Directeur général adjoint, Directeur financier, Aventis

MIEUX GOUVERNER L'ENTREPRISE

- M. Philippe Manière, Directeur de la Lettre de l'Expansion
- M. Julien Marcel, Auditeur interne, Thomson
- M. Erik Maris, Associé-gérant, Lazard
- M. Laurent Mignon, Directeur général adjoint, AGF
- Mme Colette Neuville, Présidente, Association de défense des actionnaires minoritaires (ADAM)
- M. Jack Nusbaum, Chairman, Willkie Farr & Gallagher
- M. Jean-Yves Ollier, Chargé d'audits stratégiques, GIE AXA
- M. Gilles de Poix, Avocat à la Cour
- M. Xavier Quérat-Hément, direction des clientèles financières, La Poste
- M. Philippe Robert, Directeur général, Permira France
- M. Fausto Rotelli, Analyste, Banque San Paolo
- M. Guillaume Sainteny, Professeur à l'Institut d'études politiques de Paris
- M. Nicolas Véron, Associé-fondateur, ECIF
- M. Michel Villaneau, ancien Président de sociétés, administrateur de sociétés

L'Institut Montaigne remercie également pour leurs commentaires Agnès Audier, Directeur général, Vivendi Universal Net ; Serge Benchetrit, avocat associé, Willkie Farr & Gallagher ; Aldo Cardoso, Président, Andersen Worldwide ; Geneviève Ferone, Président, Core Ratings ; Alain Viandier, Professeur des Universités.

Les opinions exprimées dans le présent rapport n'engagent pas les institutions mentionnées plus haut.



Imprimé en France
Dépôt légal : en cours
ISBN : en cours
Achevé d'imprimer en mars 2003

