

# LA PASSIVITÉ DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS DANS LA GOUVERNANCE DES ENTREPRISES

ANDREW CLEARFIELD\*

*« Avec des amis comme ceux-là, qui a besoin d'ennemis ? »*

**A** lors que le consensus en faveur d'une participation plus active des actionnaires à la gouvernance d'entreprise a gagné du terrain ces dix à quinze dernières années, un facteur est resté curieusement constant : l'inertie de la grande majorité des actionnaires institutionnels face aux initiatives qui vont, apparemment, dans le sens de leur propre intérêt. Les actionnaires institutionnels sont réticents à utiliser les droits de vote conférés par les actions qu'ils détiennent contre les directions en place. Souvent, ils préfèrent ne pas voter du tout. Malgré trois années de déconfitures dramatiques pour les sociétés dont la gouvernance était douteuse, il est toujours aussi compliqué de former une large coalition d'actionnaires dissidents, même contre les directions les plus malhonnêtes. Ayant reconquis des droits refusés aux actionnaires minoritaires à l'époque de l'affirmation du capitalisme managérial<sup>1</sup>, les institutions

qui contrôlent plus de la moitié de la richesse mondiale<sup>2</sup> semblent aussi peu enclines à exercer leurs prérogatives que ne le fût la mythique « Veuve de Carpentras ».

Or, l'évidence continue de montrer qu'à défaut d'autre chose, la faiblesse des structures de gouvernance d'entreprise peut constituer un bon indicateur avancé du risque d'investissement<sup>3</sup>. Il est de plus en plus évident que les évaluations de la gouvernance peuvent être un instrument utile pour la prévision de la performance d'une action sur le long terme<sup>4</sup>. On assiste clairement à un décalage entre la campagne pour une meilleure gouvernance d'entreprise et les investisseurs minoritaires qu'elle est supposée protéger. Si les investisseurs institutionnels sont peu enclins à exercer leurs droits d'actionnaires, ce doit être parce qu'ils ne croient pas qu'un tel modèle de gouvernance soit dans leur propre intérêt, ou parce qu'il existe un problème structurel qui

\* Directeur de International Corporate Governance de TIAA-CREF (fonds de pension américain), New York.

les empêche de faire valoir ces droits. Dès lors, toute étude sur l'échec des structures de gouvernance dans le climat actuel devrait porter une attention considérable au secteur de l'investissement institutionnel, car c'est lui qui se trouve, aujourd'hui, responsable du contrôle de la gouvernance.

On peut classer par catégories les différentes raisons de la réticence des institutions à s'impliquer dans le contrôle de la gouvernance (cf. annexe), mais la plupart de ces raisons sont liées à un doute fondamental quant aux retombées financières de cette action et à la croyance simultanée qu'une telle intervention pourrait mettre les gestionnaires de portefeuilles dans l'embarras en matière de délit d'initiés, ou qu'elle pourrait avoir d'autres répercussions susceptibles de mettre en danger leurs carrières ou les activités de leurs sociétés mères. Inutile de préciser que ces deux sortes de craintes sont contradictoires, mais leur persistance est liée à diverses raisons aussi bien culturelles que structurelles.

La réponse des investisseurs aux récents scandales de la gouvernance a été conditionnée de la même manière par la culture du moment, avec des gestionnaires de fonds américains (mais pas l'opinion publique) bien plus sensibilisés aux problèmes de fraude comptable et d'opérations d'initiés qu'aux problèmes concernant la rémunération démesurée des PDG<sup>5</sup>. En Europe, la critique la plus commune a concerné la formation de très grands groupes, avec des entreprises prospères et hautement génératrices de liquidités diluées et, dans certains cas, mises en danger par des investissements aventureux dans des entreprises spéculatives

de la nouvelle économie, qui n'ont souvent apporté rien d'autre aux actionnaires qu'une détérioration de leur bilan. Néanmoins, partout dans le monde, les investisseurs institutionnels sentent qu'ils ont été trahis par les conseils d'administration qui n'ont pas réussi à encadrer les débordements des PDG.

## L'ÉCHEC DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS DANS LE CONTRÔLE

Dans la majorité des cas, les administrateurs ne peuvent s'en prendre qu'à eux-mêmes. Le culte du PDG a donné naissance à des monstres remarquables. Comme Alistair Ross-Goobey de Hermes l'a écrit : « Si vous starisez quelqu'un (*lionize them*), vous ne devriez pas être surpris qu'il agisse parfois comme le roi de la jungle »<sup>6</sup>. Même sur le continent européen, où les familles fondatrices et les banques familiales conservent une présence dans les conseils d'administration de nombreuses sociétés, les administrateurs exercent rarement la fonction de contrôle qui était autrefois obligatoire<sup>7</sup>. Aux États-Unis, leur contrôle est habituellement perçu comme un anachronisme ennuyeux<sup>8</sup>. De plus, de tels administrateurs ne sont normalement pas considérés comme « indépendants » par les activistes de la gouvernance, réduisant ainsi leur utilité, pour une société encore déterminée à disposer d'un nombre significatif de cadres supérieurs au conseil d'administration.

Par défaut, la fonction de contrôle est transmise aux actionnaires institu-

tionnels qui détiennent maintenant la majorité écrasante du capital des plus grandes sociétés. Pour de nombreuses raisons, ils ne sont pas bien adaptés pour cette fonction. Sur le continent européen, ainsi qu'au Japon, et même en Asie, la plupart des gestionnaires de fonds sont perçus comme des fonctionnaires relativement subordonnés à une activité secondaire au sein d'une société de services financiers intégrée. Ils n'ont pas beaucoup de marges d'action indépendante, et il n'existe pas de tradition d'obligation fiduciaire vis-à-vis des investisseurs pour lesquels des actifs sont gérés, qui surpasserait leur obligation de base vis-à-vis de leur maison mère, la banque ou compagnie d'assurances. Un gestionnaire de fonds qui souhaite avancer au sein de sa propre société ne va rien faire qui soit susceptible de mettre en difficulté les relations entre sa maison mère ou sa compagnie d'assurances et la société dans laquelle celle-ci a investi. De plus, il existe la tradition forte d'éviter la confrontation, ce qui rend particulièrement compliqué, pour les dissidents, d'exprimer leur mécontentement par des moyens significatifs.

### LE RÔLE LIMITATIF DE LA LÉGISLATION

En Grande-Bretagne et aux États-Unis, où une obligation fiduciaire existe vis-à-vis du bénéficiaire d'un compte, le gestionnaire de fonds est susceptible de jouir d'une autonomie bien plus grande dans cet exercice, mais d'autres problèmes existent. Pour commencer, un tel rôle de contrôle n'a jamais été

envisagé par la législation initiale qui définit toujours ce secteur. Aux États-Unis, l'Investment Companies Act (loi portant réglementation des sociétés d'investissement) de 1940<sup>9</sup> interdit à de telles sociétés de détenir des participations significatives dans une autre, ou de servir de véhicule de contrôle. La jurisprudence et les législations d'État ultérieures ont renforcé cette distinction entre la société d'investissement et la société holding ; cette distinction fait partie intégrante des limitations qui régissent les fonds de pension dans le cadre de la législation ERISA de 1975<sup>10</sup>. Un fonds de pension ne peut pas avoir de participation significative (normalement définie comme étant une part supérieure à 10 % des droits de vote) dans une société de portefeuilles, ni ne peut avoir normalement de représentants à son conseil d'administration. La détermination à vouloir éviter toute accusation d'opérations d'initiés a encouragé quelques déontologues à restreindre les discussions sur la gouvernance entre un gestionnaire de portefeuilles et ses participations actives.

### LA DIVISION DES FONCTIONS DES GESTIONNAIRES DE FONDS

Dans le secteur des fonds de pension, qui est aujourd'hui un composant si important de l'actionnariat institutionnel, la séparation typique de la responsabilité entre un responsable de fonds de pension (*plan sponsor*), qui ne gère pas les participations de

portefeuilles, et les gestionnaires (*investment advisors*), qui doivent se battre pour garder l'activité du *plan sponsor*, crée des incitations fortes pour ne porter attention qu'au rendement, quoiqu'en dise leur mandat. Les *plans sponsors* sont souvent des non investisseurs, dont la préoccupation principale est tout simplement que les engagements de retraite de la société ou de l'agence soient correctement financés durant leur mission, et que leur choix des responsables ne s'avère pas être un embarras ou n'empêche pas leur promotion à d'autres responsabilités. Ils s'appuient, dans ce but, fortement sur les consultants qui se fondent sur une comparaison rigoureuse de critères purement quantifiables pour classer les conseillers en investissement actuels et potentiels.

Dans le perpétuel « concours de beauté » qu'organisent les consultants au nom des *plans sponsors*, toute contribution à l'amélioration de la gouvernance des sociétés de portefeuilles est certaine d'être ignorée dans l'évaluation. Si le *plan sponsor* est une société commerciale sensible à la pression d'une autre société présentant un problème de gouvernance, les questions de gouvernance sont encore plus mises à l'écart, pour eux-mêmes comme pour leurs conseillers/gestionnaires.

## LA RÈGLE DE WALL STREET

Si un gestionnaire avait des doutes sur la gestion d'une société, la pratique traditionnelle de la « règle de Wall Street » était qu'il devait renoncer à

l'investissement, plutôt que d'essayer d'influencer la société de façon positive. En pratique, la règle est triviale ou n'a aucun sens. Si un investisseur actif pense obtenir un rendement inférieur aux critères d'un investissement quelconque pour quelque raison que ce soit, il doit, bien entendu, vendre. Et s'il pense que le rendement probable dépasse les risques, il doit le conserver (et le fera). La question est de savoir s'il doit tout faire pour contrôler, et réduire, si possible, les risques en raison d'une gouvernance douteuse pendant la période où il conserve les actions. De plus, la règle est inapplicable lorsque l'indexation devient partie intégrante d'une stratégie d'investissement. La pratique de plus en plus répandue consistant à porter une attention particulière aux indices, qui encourage un gestionnaire de portefeuilles à « suivre » les éléments indiciaires des grandes capitalisations, signifie qu'il existe de nombreux cas où le gestionnaire, sous-exposé sur une valeur, sent qu'il est « court ». Dans ce cas, le gestionnaire a un intérêt à ce que ladite société continue d'afficher une moins bonne performance. De plus, un fonds indiciaire ou l'existence d'un mandat exigeant pour tout ou partie d'un portefeuille le respect d'un objectif de rendement, empêche nécessairement l'application de la règle. Le gestionnaire conserve l'action jusqu'à ce qu'elle soit retirée de son indice, moment auquel il la rejettera sans considération du prix de vente. Ainsi, la règle de Wall Street est largement citée comme justification pour le manque d'attention portée aux questions de gouvernance, et même pour l'abstention dans tous les votes par procuration.

## LE PROBLÈME DU PASSAGER CLANDESTIN

Le problème avec l'activisme de la gouvernance, c'est qu'il profite nécessairement à tous les actionnaires existants d'une société. En outre, comme les effets bénéfiques d'une amélioration de la gouvernance ne se répercutent que sur le cours de l'action d'une société<sup>11</sup>, même les gestionnaires actifs qui croient en l'importance d'une réforme de la gouvernance n'ont pas besoin d'en être les éléments moteurs pour en bénéficier. Ils peuvent investir dans la société quelque temps, après que cette dernière a modifié sa façon de procéder, et obtenir encore un rendement supplémentaire des effets du changement. Le principe est souvent posé : pourquoi faire le moindre effort en tant que sociétés de portefeuilles, alors que quelqu'un d'autre le fera à notre place sans aucun coût pour nous-mêmes ?<sup>12</sup>. Cet excès d'individualisme a un corollaire dans un marché efficient, qui veut que nul n'ait besoin de s'impliquer dans le contrôle des sociétés de portefeuilles, parce que tous les autres participants au marché bénéficient, de la même façon, de ses propres efforts ; la gouvernance d'entreprise se reflétant dans le cours de son action, il n'y aurait, en effet, aucun rendement supplémentaire à attendre d'un activisme dans la gouvernance. La contradiction inhérente à cette position est clairement observable chaque fois qu'un gestionnaire de portefeuilles doit expliquer à un client en colère pourquoi il détenait une large participation dans Enron, Tyco ou Ahold !

## LES CONTRAINTES PSYCHOLOGIQUES

Un problème plus subtil est que les gestionnaires de fonds américains et, dans une moindre mesure, britanniques, tendent à s'identifier davantage aux responsables, qu'ils sont censés contrôler, qu'aux clients qu'il est de leur devoir de protéger. Si la division des fonctions dans le secteur prévient normalement tout contact avec les bénéficiaires, de puissantes incitations financières sont censées aligner leurs intérêts sur ceux de leurs clients. Mais ici, comme dans beaucoup d'autres domaines de l'économie, « le mieux est l'ennemi du bien ». S'efforçant d'obtenir la meilleure performance possible, de nombreux gestionnaires tendent à sous-estimer les risques inhérents au comportement d'un chef d'entreprise fortement motivé et libre de toute contrainte, qui essaie de transformer ou de relancer une société que le consensus du marché a écartée. Ces derniers ont tendance à se désintéresser des initiatives des actionnaires visant à améliorer la gouvernance d'entreprise, en les percevant comme une tentative non économique ralentissant la mise en œuvre de leurs idées d'investissement ; ils se considèrent mieux à même de juger les risques contenus dans leurs choix spécifiques que les « profanes » en charge de la gouvernance<sup>13</sup>.

Une pareille croyance auto-alimentée dans ses propres choix d'investissement est exacerbée aux États-Unis (et, de plus en plus, en Grande-Bretagne) par le fait que de nombreux gestionnaires de fonds se voient comme des professions libérales. Membres d'un

prestigieux groupe professionnel, échappant largement au circuit interne de promotion, payés selon leur propre performance individuelle, et habituellement mis sur un pied d'égalité par les cadres supérieurs auxquels ils rendent visite, les gestionnaires de portefeuilles, et même les analystes, refusent typiquement de se concevoir comme des fonctionnaires ; peut-être perçoivent-ils, à juste titre, que la mode du PDG « vedette » et sa rémunération correspondante sont aussi favorables à leur propre position. Dans une large mesure, cette perception d'indépendance peut contribuer à la remise en cause des objectifs explicites de gouvernance et de contrôle fixés par leur propre direction.

Une autre difficulté résulte de la confusion fréquente entre activisme de la gouvernance d'entreprise et investissement socialement responsable (ISR). Tandis que chacune des démarches implique de faire appel aux conseils d'administration et aux actionnaires face aux dirigeants, l'ISR nécessite normalement un engagement de la société à renoncer à un certain volume de bénéfices pour s'acquitter d'impératifs moraux. La gouvernance d'entreprise relève, en revanche, d'un raisonnement purement économique ; une manière de s'opposer à toute initiative en matière de gouvernance est de prouver aux actionnaires que cela leur coûtera plus d'argent sur le long terme que le *statu quo*. Néanmoins, les activistes de la gouvernance d'entreprise sont fréquemment stigmatisés comme des « âmes charitables » par les gestionnaires d'investissement, qui perçoivent souvent leur activité de la même façon que l'ISR : « quelque chose » qui leur coûtera de l'argent tout en

rapportant peu ou rien en échange. Peut-être est-ce la dimension populiste qui leur déplaît. En tout cas, le fait que les programmes de gouvernance d'entreprise et d'ISR soient parfois menés par les mêmes personnes, pour en réduire les frais, ne fait rien pour améliorer la crédibilité des initiatives en matière de gouvernance d'entreprise, soit dans les esprits des gestionnaires de fonds, soit dans ceux des dirigeants d'entreprises visés.

### LES PROBLÈMES STRUCTURELS DES BUREAUCRATIES DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Étant donné l'expérience requise pour contrôler la gouvernance d'une entreprise de l'extérieur et les possibles conflits inhérents à la position du gestionnaire de portefeuilles, s'il commence à conseiller la société de portefeuilles comme un « initié », le développement naturel a été de créer des équipes de spécialistes en matière de gouvernance d'entreprise. De tels spécialistes étaient fréquemment des personnes disposant d'une expérience dans le domaine juridique ou de la réglementation, plutôt que des anciens gestionnaires de portefeuilles ou d'analystes. Cette approche a pu rendre de tels spécialistes plus utiles dans l'examen des implications des lois et des politiques particulières, normalement exprimées par des mots plutôt que par des chiffres, mais elle a rendu la coordination avec les investisseurs plus difficile.

D'une part, ceux qui sont rompus aux techniques de calcul sont rarement à l'aise lorsqu'il s'agit de confier leurs intérêts aux « littéraires ». Ceux qui sont accoutumés à réduire tous les événements probables à un ensemble chiffré se méfient normalement des approximations contenues dans les prévisions verbales, et ils s'impatientent des distinctions sémantiques précises et subtiles requises par le langage juridique. Très peu de gestionnaires de portefeuilles acceptent facilement de voir leurs activités réduites, et encore moins lorsque le responsable ne peut même pas exprimer ses conclusions en chiffres. Il est rare aussi qu'un gestionnaire de portefeuilles pense qu'on puisse faire quoi que ce soit aussi bien que lui. Si l'on considère que les gestionnaires de portefeuilles aux États-Unis et au Royaume-Uni jouissent d'un statut très élevé au sein de leurs propres sociétés et dans le milieu des marchés financiers, à l'inverse des spécialistes de la gouvernance d'entreprise, on conçoit qu'il existe le potentiel d'une dynamique très malsaine.

À cela, doit s'ajouter le facteur temps foncièrement différent dans la gouvernance d'entreprise. L'industrie de la gestion de fonds tend à raisonner sur des périodes de temps relativement courtes : un mois ou un trimestre. Les primes et la continuation des contrats de gestion portent sur l'année, avec un horizon de trois ans tout au plus. Cela a été exacerbé par une tendance à affecter la plupart des postes à du personnel relativement jeune qui exige moins d'autonomie, une rémunération de base moins importante, et qui est à la fois plus malléable et plus enclin à travailler dur. Pour le jeune personnel recruté,

rarement âgé de plus de quarante ans, et avec une expérience professionnelle de l'ordre de dix à quinze ans sur les marchés, toute période de temps de plus de trois ans représente une éternité. Malheureusement, les campagnes en faveur de la gouvernance d'entreprise sont rarement plus courtes que deux à trois ans, et une décennie entière peut s'écouler avant que les avantages induits par un changement particulier dans la gouvernance ne se manifestent. Par conséquent, les membres du personnel chargés de la gouvernance ne peuvent pas être rémunérés sur la même base que les gestionnaires ; or, dans une société d'investissement, c'est la rémunération qui détermine celui dont l'opinion a du poids et celui pour qui ce n'est pas le cas.

Un troisième problème est simplement celui des départements concurrents, au sein d'un secteur très compétitif. Dans la mesure où la gouvernance d'entreprise, avec ses différents objectifs et ses différentes méthodes, est gérée séparément, elle est potentiellement perçue comme une concurrente pour l'attention et le budget de l'entreprise, et peut-être comme un moyen non seulement de réduire une part de la performance, mais aussi de réattribuer et détourner une part de la performance effectivement réalisée (et avec elle, la prime de rendement qui l'accompagne) par le groupe en charge des investissements vers le personnel en charge de la gouvernance. Cette querelle bureaucratique intestine est extrêmement destructive pour tout effort de gouvernance coordonné, et doit être évitée ; mais jusqu'à présent, peu de grandes sociétés de gestion sont parvenues à y échapper entièrement.

Ainsi, la gouvernance d'entreprise fait face à presque autant de problèmes de la part de ses supposés alliés que de la part de ses opposants. Il est facile pour les activistes de la gouvernance de rejeter toutes ces objections comme étant infondées, mais pour la gestion de fonds orientée vers les résultats et sous forte pression, elles sont tout sauf irrationnelles. Une grande partie de cette opposition diminuera si davantage d'études démontrent qu'une amélioration de la gouvernance va de pair avec une meilleure performance économique, et que les actions mal notées dans ce domaine tendent à avoir une performance plus faible ; toutefois, étant donné la différence innée d'horizon temporel entre la plupart des gestion-

naires de portefeuilles et les activités de la gouvernance, ceci infléchira, mais ne résoudra pas entièrement la difficulté. Afin d'encourager une coopération et une coordination plus étroites, il est important, pour les activités de gouvernance, d'augmenter le recrutement de personnels ayant de l'expérience en matière de gestion de fonds. Dans le débat permanent sur la gouvernance, la nature et les structures du secteur de gestion de portefeuilles doivent être prises en compte. Quiconque souhaite élargir la place de la gouvernance d'entreprise dans l'activité de gestion de portefeuilles doit considérer soigneusement les moyens d'affecter ou de modifier les structures et la gouvernance des sociétés de gestion de fonds elles-mêmes.

## ANNEXE

### Les raisons des réticences des institutionnels face à la gouvernance

Il existe plusieurs raisons expliquant la réticence des institutions à s'impliquer dans le contrôle.

1 - Sentiment d'incompétence. Les investisseurs peuvent estimer que personne n'est suffisamment compétent pour contrôler une direction, hormis la direction elle-même. (Dans un monde de plus en plus spécialisé, et étant donné les sanctions lourdes pour les délits d'initiés, cette position n'est pas aussi invraisemblable qu'elle paraît !).

2 - Théorie du marché efficient. Tout risque additionnel encouru par les investisseurs est déjà intégré dans le prix des actions. Tout mouvement destiné à l'amélioration de la gouvernance favorisera tous les investisseurs de façon égale, et ne donnera pas à l'individu un quelconque rendement excessif.

3 - Le problème du passager clandestin : « Quelqu'un d'autre le fera, pourquoi devrais-je donc me gêner ? ».

4 - Les coûts de toute implication directe dans les initiatives en matière de gouvernance sont si importants qu'ils les rendront inapplicables. Parmi ces coûts, citons :



*ANNEXE (suite)***Les raisons des réticences des institutionnels face à la gouvernance (suite)**

- les frais généraux et dotation en effectifs : entre la rémunération du personnel en charge de la gouvernance et du vote par procuration du personnel, les avantages ne justifient tout simplement pas les coûts ;
- les coûts frictionnels et d'opportunité : le coût de détention ou d'achat de positions sous-performant autrement excède le rendement du long terme ;
- les risques relationnels : crainte que les efforts de la gouvernance puissent éveiller l'hostilité des directions et constituer un frein à l'étude des valeurs ou à la diligence à accomplir ;
- les risques de réputation : « Si nous avons une réputation d'activiste, nous perdrons certains de nos meilleurs clients. Si j'acquiers une réputation d'activiste, cela peut signifier la fin définitive de ma carrière » ;
- la crainte de représailles : que d'autres affaires intéressantes avec un client puissent être perdues et que cela puisse personnellement porter atteinte aux carrières des managers-clés.

5 - Conflits internes dans la société de gestion de fonds. Ces conflits peuvent comprendre les « querelles de territoire », la crainte de voir sacrifier un nouvel ensemble d'acteurs avec une nouvelle méthodologie en matière de gestion de fonds, les conflits d'intérêts entre les gestionnaires d'investissement et les départements financiers de l'entreprise, ou les conflits impliquant les nouvelles acquisitions ou la préservation des clients.

6 - Psychologie. Identification des intérêts à long terme des gestionnaires de portefeuilles, cheminements de carrière avec ceux de la direction, en opposition avec ceux de leurs clients.

7 - Pure incrédulité. Que ce soit parce qu'il existe peu de preuves qu'une meilleure (ou plus mauvaise) gouvernance affecte la performance de la valeur à court terme, ou parce qu'ils ont des difficultés à incorporer des données non quantifiables dans un modèle de prix, certains investisseurs refusent simplement de croire que les initiatives en matière de gouvernance puissent les aider.

Naturellement, tout ou partie de ces arguments peut constituer des facteurs contribuant à la réticence de toute institution à voter ou à s'impliquer autrement dans les initiatives en matière de gouvernance. En pratique, ils sont souvent cités l'un après l'autre. Le thème unificateur derrière les points (1) à (4) est que « le jeu n'en vaut pas la chandelle ». Le point (5) peut constituer une variante sur ce thème, mais implique souvent la question plus sérieuse de l'incapacité à remplir ses obligations fiduciaires vis-à-vis des bénéficiaires d'un portefeuille d'investissement. Les points (6) et (7) sont également reliés par la nature des personnalités susceptibles d'être impliquées.

## NOTES

1. Un récent et excellent récit sur le sujet : P. Frentrup, *A History of Corporate Governance*, Amsterdam Deminor, 2002, 2003. La plupart des observateurs considèrent que la transition entre le capitalisme « financier » et « managérial » se situe dans la période juste après la Première guerre mondiale. Les propriétaires financiers (quels que soient leurs autres abus) s'appuyaient largement sur leurs droits d'actionnaires ; lorsque les dirigeants sont devenus autonomes, dans les années 1920 et au-delà, de tels droits sont tombés un peu plus en désuétude.
2. Aux États-Unis, cette part est estimée à près de 60 %, au Royaume-Uni à environ 80 %, en France à au moins 67 %. Les autres chiffres européens et asiatiques ne sont pas très différents, notamment si l'on déduit des rangs des investisseurs privés les participations majoritaires des propriétaires familiaux.
3. La meilleure étude et la plus fréquemment citée est celle de P. Gompers, J. Ishii et A. Metrick, *Corporate Governance and Equity Price*, 118 *The Quarterly Journal of Economics*, février 2003, mais disponible sur Internet depuis août 2001. Cette étude a porté sur plus de 1 000 sociétés aux États-Unis sur la période 1991-2000, classées selon 24 points de données suivis par l'IRRC, et a révélé un écart annuel de 8,5 % entre les déciles supérieures et inférieures. Dans les marchés émergents, comme la Corée, l'écart peut être même plus important. Voir : Black Bernard S., Jang Hasung et Kim Woochan, *Does Corporate Governance Affect Firms Market Values ? Evidence from Korea*, Stanford Law and Economics Olin, document de travail n° 237, juillet 2003.
4. L'étude de Gompers, Metrick et Ishii, fréquemment citée pour cette proposition, a comme difficulté que les données ne permettent pas d'attribuer de manière sûre l'alpha observé à tout ensemble particulier de critères associés. Une récente étude métrique de la gouvernance ne prétend pas trouver un pareil alpha attribuable, mais est malheureusement basée sur seulement trois années de données. Plus de travail est nécessaire, notamment dans les actions non américaines, où il a souvent été démontré (par les études de McKinsey, par exemple) que la gouvernance a un rôle même plus important dans la performance du cours, étant donné qu'il y a moins de transparence, et que le recours *via* les tribunaux est beaucoup plus difficile qu'aux États-Unis.
5. Le récent tollé à propos de la rémunération de Richard Grasso en tant que président et dirigeant du New York Stock Exchange semble contredire ce point, et peut s'apparenter à un événement décisif, mais l'observation tient toujours : la plupart des gestionnaires de portefeuilles, opposés aux activistes de la gouvernance, aux politiques et au grand public, n'étaient pas favorables au licenciement de Grasso, simplement parce que sa rémunération était trop élevée.
6. Discours à l'occasion de l'assemblée annuelle du International Corporate Governance Network (ICGN) (Réseau international de la gouvernance d'entreprise) à Milan, Italie, le 12 juillet 2002.
7. Le déclin des contrôles traditionnels a été relevé dans, par exemple : Hopt, Kanda, Roe, Wymeersch et Prigge, *Comparative Corporate Governance*, Oxford, 1998 ; Barca et Becht, *The Control of Corporate Europe*, Oxford, 2001 ; ainsi que dans la plupart des autres études récentes.
8. Loin d'être perçues comme surveillant les gestionnaires des investissements des actionnaires, les banques, en siégeant au conseil d'administration, sont normalement considérées, aujourd'hui, comme étant en conflit d'intérêts, uniquement préoccupées par la garantie d'un flux régulier d'intérêts vers la banque et ses créanciers partenaires. Comme pour les représentants familiaux, la suspicion américaine caractéristique du principe de transmission héréditaire rend les investisseurs américains particulièrement sceptiques à l'égard de la compétence de quiconque dont la présence serait due à sa naissance ou à son mariage.
9. 15 USCS § 80 a - 1 et suivants.
10. 29 USCS §1031.
11. La plupart des études très anciennes recherchant un « effet de la gouvernance » portent une attention particulière sur le comportement du cours de l'action dans les semaines précédant immédiatement, et suivant un changement dans la composition du conseil d'administration d'une société, la prise de contrôle, et autre. Elles n'ont pas pu établir la preuve d'un tel effet durant cette période de temps et, à partir de là, ont tiré la conclusion remarquablement large que la gouvernance n'avait pas d'effet sur les cours des actions ; une croyance que des études ultérieures ont eu du mal à dissiper.

12. Cf. l'interview accordée par le PDG de Citigroup Asset Management, Thomas W. Jones, au *Financial Times*, publiée le 16 juin 2003.

13. La tendance qu'ont de nombreux gestionnaires professionnels de voir « l'histoire » derrière une idée d'investissement comme l'effort d'un individu particulier reflète le besoin du grand public de mettre un visage sur une grande société, complexe et souvent amorphe. Le problème est que, s'il ne se passe rien d'autre, une action sera généralement bradée lors du départ d'un PDG charismatique. « L'histoire » peut être fermement ancrée dans des chiffres n'ayant rien à voir avec celui qui est à la barre, mais la perception est que le marché croit que le PDG est primordial. Ceci contribue à encourager une attitude superstitieuse contre tout ce qui peut « secouer la barque ».

