



LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE : ÉVOLUTION EN FRANCE DEPUIS LE RAPPORT VIÉNOT DE 1995

PATRICIA CHARLÉTY*

Le thème du « gouvernement d'entreprise » a pris de l'ampleur pour des raisons qui dépassent le simple effet de mode. L'attention portée dans de nombreux pays aux relations entre actionnaires et dirigeants s'explique en effet par les changements intervenus dans les marchés de capitaux : déréglementation, concurrence et intégration internationale. En particulier, l'internationalisation des marchés élargit les possibilités de financement pour les entreprises, mais elle crée aussi de nouvelles contraintes pour satisfaire les attentes de transparence, d'efficacité, de rentabilité et de minimisation des risques des investisseurs.

À l'origine des réflexions sur ce thème se trouvent plus précisément des questions suscitées par l'évolution des marchés financiers, le développement des opérations de fusions-acquisitions et du rôle joué par les fonds de pension. Initié par une vague d'OPA hostiles pendant les années 1980, le *Corporate Governance* a suscité d'intenses débats dans le monde anglo-saxon, avec comme points forts la première version du rapport de l'American Law Institute (« Principles of Corporate Governance ») et celle du rapport Cadbury au Royaume-Uni. Dans le cas français s'ajoutent des interrogations particulières liées à la structure de l'actionnariat et à la composition des Conseils d'administration héritées des mouvements successifs de nationalisations et privatisations.

LES CODES DE BONNE CONDUITE EN FRANCE

À l'occasion de la table ronde consacrée au gouvernement d'entreprise des Entretiens de la COB de l'Automne 1994, le CNPF annonçait le projet de constitution d'un groupe de travail sur le sujet en collaboration avec la Commission des opérations de bourse. Le premier rapport Viénot publié en juillet 1995 reprend les conclusions du groupe de chefs d'entreprise composé par le CNPF et l'Association Française des

* Professeur à l'Essec et chercheur au LEI-Crest.



Entreprises Privées pour réfléchir aux « principaux problèmes relatifs à la composition, aux attributions et aux modes de fonctionnement des conseils des entreprises cotées ». Constatant que le Conseil d'administration répond simultanément à des fonctions de direction et de contrôle, il préconise : la nomination d'administrateurs indépendants au sein du Conseil d'administration, la limitation à cinq du nombre de mandats par administrateur, la disparition progressive des représentations croisées d'administrateurs ainsi que la création de comités de rémunération, de sélection des administrateurs (comité des nominations) et des comptes (comité d'audit).

Les recommandations de ce rapport concernant la création de comités sont maintenant largement appliquées dans les entreprises cotées du CAC 40 ; d'après l'étude publiée par le cabinet Korn/Ferry pour la France (Octobre 1999), 92 % des sociétés les mettent en œuvre de façon visible en 1998-1999 contre 87 % en 1997-1998, 82 % en 1996-1997 et seulement 37 % en 1995-1996. En particulier, pratiquement toutes les entreprises possèdent au moins un des trois comités spécialisés. Le rapport de KPMG (2000) fait apparaître un bilan plus contrasté pour les entreprises du SBF 120 hors CAC 40 (56 % d'entre elles ont un des trois comités en 2000 contre 51 % en 1999, 46 % en 1998 et 34 % en 1997) et du SBF 250 hors SBF 120 (seulement 15 % possèdent un comité en 1999 contre 12 % en 1998 et 8 % en 1997 et 1996). Les créations concernent essentiellement les comités d'audit dont le nombre a progressé de plus de 50 % en quatre ans et qui sont maintenant présents dans 80 % des sociétés du CAC 40 et 40 % de celles du SBF 250 ; les comités des rémunérations, présents dans les mêmes proportions, existaient déjà souvent avant la publication du rapport Viénot. En revanche, le nombre de sociétés disposant d'un comité des nominations a moins augmenté et reste relativement bas (62 % du CAC 40, 22 % du SBF 120 hors CAC 40 et seulement 6 % du SBF 250 hors SBF 120 en 1999). Il est encore difficile d'apprécier l'efficacité de ces comités ; ils semblent encore jouer un rôle essentiellement consultatif sans pouvoir réel quant à la mise en application ; cependant, ces comités gagnent chaque année de l'indépendance vis-à-vis de la direction générale et de la présidence ; par exemple, 56 % sociétés du SBF 250 disposent d'un comité d'audit majoritairement indépendant en 1999 contre 35 % en 1997. La mise en œuvre des recommandations du rapport Viénot concernant la composition du Conseil d'administration est plus lente, le cumul des mandats et les mandats croisés continuent de caractériser les sociétés françaises (15 % des administrateurs détiennent 44 % des mandats au sein du CAC 40).

Deux sujets importants ne sont pas abordés par le rapport Viénot : la transparence sur la rémunération des dirigeants et la séparation des



fonctions de Président et de Directeur général. En 1998, le Garde des Sceaux lance une réflexion sur l'opportunité d'une réforme du droit des sociétés qui aborde en particulier ces deux thèmes. Ainsi, l'avant-projet de loi du 2 Mars 1999 stipule que le rapport annuel « rend compte de la rémunération totale versée à chaque mandataire social durant l'exercice » et « indique également le montant des rémunérations que chacun de ces mandataires a, le cas échéant, déclaré recevoir de la part des sociétés comprises dans la consolidation » ; de même, il prévoit de remplacer l'article 113 par les dispositions suivantes : « le Président du Conseil d'administration préside et représente le Conseil d'administration, dont il organise les travaux, et s'assure que les administrateurs sont en mesure de remplir leur mission » et « peut assumer, sous sa responsabilité, la direction générale de la société, en qualité de président-directeur général, si les statuts prévoient un tel cumul ».

L'avant-projet de loi répond de cette façon aux critiques de certains groupes d'actionnaires, en particulier les représentants des minoritaires et les fonds de pension étrangers pour qui il paraît naturel de connaître le coût individualisé du mandat et de séparer le rôle de conduite des travaux du conseil de celui de la conduite des affaires de la société.

Si le rapport Viénot I est le premier à formuler des recommandations, d'autres le suivent. Notamment, l'Association Française de Gestion Financière (AFG-ASFFI) publie en Juin 1998, à destination de ses adhérents, un document reprenant les positions de la profession sur le gouvernement d'entreprise en général et la tenue de l'Assemblée générale et l'organisation des Conseils d'administration en particulier. En 1999, l'OCDE regroupe également dans un document l'ensemble des « lignes directrices » relatives au gouvernement d'entreprise à la suite des travaux effectués au cours des années précédentes au sein de l'organisation. Ces lignes directrices visent à énoncer des principes généraux destinés à être adaptés à chaque pays-membre en fonction de ses caractéristiques. Finalement, afin de compléter le rapport Viénot de 1995 et de réagir à l'avant-projet de loi français ainsi qu'aux recommandations de l'OCDE et de l'AFG-ASFFI, un comité composé à nouveau de quatorze Présidents de sociétés (dont cinq faisaient partie du premier comité) publie en juillet 1999 le rapport Viénot II ; il aborde en particulier la question de la séparation des fonctions de Président et de Directeur général ainsi que celle de la transparence des rémunérations dans le contexte français. Contrairement à la Chancellerie qui est en faveur de la séparation, le comité Viénot II préconise de laisser l'option au conseil qui devrait alors motiver le choix aux actionnaires. Par ailleurs, le rapport de 1999 est opposé à une publicité généralisée des rémunérations individuelles, mais recommande qu'une « information plus pertinente et détaillée » soit fournie aux actionnaires, « de sorte qu'ils aient une

connaissance tant du coût global de la direction générale de leur groupe que de la politique de détermination des rémunérations qui est appliquée ». Peu après, le MEDEF, représenté par M. Seillière, recommande aux dirigeants de rendre publics le montant et la composition de leur rémunération tout en souhaitant que ce principe ne devienne pas une obligation légale. Le rapport Viénot II précise par ailleurs la proportion minimale d'administrateurs indépendants dans les comités, un tiers en général et la moitié dans le comité de rémunération en particulier. Finalement, il recommande que l'information sur le gouvernement d'entreprise soit rendue publique.

Au cours du Printemps 2000, le projet de loi sur les nouvelles régulations économiques qui inclut des dispositions sur le gouvernement des entreprises est adopté par l'Assemblée nationale après examen en séance publique et modifications. L'examen du texte par le Sénat, initialement prévu en Mai 2000, est reporté à l'Automne 2000. Le texte définitif est finalement adopté en Février 2001 et promulgué le 15 Mai 2001. Il prévoit en particulier de permettre, sans l'imposer, la séparation des fonctions de Directeur général et de Président du Conseil d'administration, contrairement au projet initial de la Chancellerie. Il limite le nombre de mandats d'administrateurs (hors sociétés contrôlées) à cinq et de Directeur général à un (hors sociétés contrôlées). Concernant les droits des actionnaires, le seuil de détention à partir duquel les actionnaires seuls ou regroupés peuvent entreprendre certaines actions comme l'inscription à l'ordre du jour de projets de résolution ou la désignation en justice d'un mandataire pour convoquer une assemblée générale est abaissé de 10 % à 5 %. Le texte de loi préconise la présentation de comptes consolidés en assemblée générale. Il reconnaît la possibilité de vote électronique ou par visioconférence ainsi que le vote des intermédiaires financiers pour le compte de propriétaires non-résidents après inscription pour compte de tiers auprès de la SICOVAM et révélation de l'identité de ces derniers. Il confirme l'obligation de publication des rémunérations individuelles des mandataires sociaux mais supprime simultanément celle concernant le total de la rémunération des dix salaires les plus élevés.

L'ÉVOLUTION DES ATTENTES ET DU COMPORTEMENT DES ACTIONNAIRES

Les actionnaires sont au centre du gouvernement des entreprises. On leur reproche parfois une certaine passivité ; simultanément, on redoute qu'une « démocratie des actionnaires » limite excessivement la gestion quotidienne des entreprises. Ces deux remarques ne sont pas incompatibles et tiennent à la diversité des actionnaires. En pratique, leurs attentes et leur comportement dépendent fortement de deux éléments : la part du capital (ou des voix) détenue, et leur identité.

Encadré n°1

Les points importants des principaux codes de bonne conduite

Principles of Corporate Governance (1993)

- séparation de la Direction générale (CEO) et de la présidence du Conseil ;
- « directors » (administrateurs) indépendants (ce qui va plus loin qu'externes) ;
- rémunération liée en grande partie aux performances.

Le rapport Cadbury (1992)

- comité d'audit et de rémunération indépendants de la direction ;
- séparation de la direction générale (CEO) et de la présidence du Conseil ; dans le cas contraire, présence d'administrateurs indépendants « très forts » ;
- au moins trois administrateurs indépendants ;
- en cas de non respect de ces recommandations, fournir obligatoirement une justification.

Le rapport Viénot I :

« Le Conseil d'administration des sociétés cotées » (1995)

- remise en cause du principe de croisement des administrateurs ;
- limitation du nombre de mandats d'administrateurs à cinq ;
- présence d'administrateurs indépendants ;
- création de comités d'audit, de nomination et de rémunération ;
- droit à l'information du Conseil d'administration ;
- rédaction d'une charte de l'administrateur ;
- écartement de la pertinence d'une modification réglementaire ;
- mise en avant de l'intérêt social qui dépasse celui des actionnaires.

Le rapport Viénot II :

« Rapport sur le Gouvernement d'entreprise » (1999)

- la séparation des fonctions de Président et de Directeur général doit être volontaire ;
- la politique de rémunération de l'équipe dirigeante doit être rendue publique afin d'être lisible ;
- l'information sur le gouvernement d'entreprise doit être rendue publique ;
- la proportion d'administrateurs indépendants dans les comités doit être au minimum $\frac{1}{3}$ et $\frac{1}{2}$ dans le comité de rémunération.

Les *Guidelines* de l'OCDE (1999)

Les *guidelines* de l'OCDE réaffirment des principes généraux concernant :

- la protection et promotion des droits et responsabilités des actionnaires ;
- la reconnaissance nécessaire de la responsabilité de l'entreprise envers ses différents partenaires et la société en général ;
- l'importance du traitement équitable des différents actionnaires ;
- l'importance de la transparence et de la diffusion de l'information ;
- les obligations et responsabilités du Conseil d'administration.

Les recommandations de l'AFG-ASFFI

- la bonne tenue de l'assemblée générale rend souhaitable :
 - un délai de convocation d'un mois au lieu de quinze jours réglementaires ;
 - des date et lieu choisis de façon à faciliter la présence des actionnaires ;
 - des moyens d'expression multiples (télématiques, électroniques...) ;
 - une information pertinente des actionnaires (un rapport simple systématique et un autre plus complet sur demande, une explication sur les résolutions à l'ordre du jour, la possibilité de regroupement d'actionnaires en vue d'atteindre la part minimum de capital nécessaire à la proposition de résolutions) ;
 - l'utilisation de la règle une action /une voix (abandon progressif des droits de vote double, des actions à dividende majoré).
- le bon fonctionnement du Conseil d'administration implique, entre autres :
 - l'indépendance du Conseil de la direction de l'entreprise (présence de deux administrateurs libres d'intérêt, suppression progressive des participations croisées, absence des administrateurs « croisés » des comités de sélection et de performance) ;
 - une évaluation du travail du Conseil ;
 - l'existence d'une charte fixant les droits et devoirs des administrateurs.
- autres recommandations :
 - absence de dispositifs anti-OPA ;
 - envoi systématique du résultat du vote en AG avec analyse.

Dans le cas français, la concentration de la propriété directe est élevée : pour les 680 entreprises cotées examinées en 1996 dans une étude réalisée par l'INSEE et la Banque de France, la détention moyenne du premier actionnaire s'élève à 56 % et à 21 % pour le deuxième. Les gros actionnaires sont principalement des sociétés industrielles et commerciales ; les entreprises et fonds étrangers détiennent 30 % de la capitalisation, les sociétés-holdings 26 %, les actionnaires individuels 16 %, les banques 13 % et le flottant environ 12 %. L'actionnariat salarié, s'il se développe, reste encore très faible en moyenne.

Les petits porteurs ne semblent pas s'intéresser à la vie de l'entreprise : moins de 10 % d'entre eux assistent aux assemblées générales et plus de la moitié ne votent jamais. Cette attitude est tout à fait prévisible : le coût d'une participation active dépasse les bénéfices attendus qui sont proportionnels à la participation dans le capital de la société. La présence d'un gros actionnaire est *a contrario* un atout pour le gouvernement d'entreprise : détenant une part substantielle de la société, il est incité à davantage d'activisme de façon à orienter la stratégie de l'entreprise dans le sens d'une meilleure valorisation de ses titres et défend ainsi « l'intérêt commun des actionnaires ».

Cependant, les actionnaires présentent des profils très différents. Si le fonds de pension ou l'actionnaire individuel recherchent essentiellement la rentabilité des fonds investis, ce n'est certainement plus vrai pour le salarié, le dirigeant, l'État ou l'entreprise qui entretient des relations commerciales (en particulier dans les groupes) avec la société dont elle détient des titres. Des intérêts « privés » comme la pérennité de l'entreprise, le pouvoir, ou l'enrichissement de l'entreprise partenaire s'ajoutent au critère de rentabilité. Des exemples récents illustrent cette prise en compte d'intérêts privés, éventuellement au détriment de celui des autres actionnaires : rôle joué par l'État-actionnaire dans la société Eramet (défense d'intérêts politiques), collusion entre les salariés et les dirigeants lors de l'offre publique impliquant la Société Générale.

C'est sans doute pour cette raison que « l'activisme actionnarial » en France émane principalement de deux catégories d'actionnaires : les fonds étrangers et les actionnaires individuels.

Les institutionnels et les fonds de pension en particulier

Les institutionnels étrangers, et en particulier les fonds de pension et les fonds communs de placement anglo-saxons (*mutual funds*), détiennent souvent des parts non négligeables des sociétés dans lesquelles ils investissent et adoptent alors un comportement actif. Les différences observées dans le degré et le type d'activisme s'expliquent en partie par des différences d'horizon d'investissement, de mode de gestion du fonds (active / indicielle, interne / déléguée) et d'indépendance. Ainsi, on peut



12

penser que certains investisseurs institutionnels ont plutôt un objectif de placement à court terme que de participation et hésitent à entrer massivement dans le capital des sociétés, ce qui nuirait à la liquidité de leur portefeuille. À l'inverse, les fonds de pension investissent des montants importants à long terme du fait de l'objectif de financement des retraites. La gestion indicielle et déléguée incite à un activisme général et public alors que la gestion active et interne incite à un activisme plus discret ciblé sur quelques entreprises (*targeting*). Par exemple, CalPERS, le fonds de pension des employés de l'État de Californie géré de façon indicielle et externe, a proposé en 1997 des principes généraux de « bonne gouvernance » auxquels s'ajoutent des mentions particulières pour la France : protection et représentation des intérêts des minoritaires, application des recommandations du rapport Viénot comme base minimale, révision périodique des pratiques de gouvernement d'entreprise avec prise en compte explicite des actionnaires étrangers, Conseil d'administration indépendant de la direction et rendant des comptes (*accountable*) aux actionnaires, présence de pratiques de nature à accroître la responsabilité (*accountability*) des dirigeants devant les actionnaires. Les représentants de CalPERS, ou d'autres fonds, exigent également souvent de rencontrer l'équipe dirigeante des sociétés dont ils sont actionnaires. TIAA-CREF, un autre fonds de pension géré de façon plus active en interne, tend plutôt à négocier en privé et, éventuellement, à faire pression sur quelques entreprises (dossier Pinault-Printemps-La Redoute en 1993, dossier Eramet en 1997).

Du côté des institutionnels français traditionnellement plus passifs, on constate une évolution récente vers un comportement plus actif, d'ailleurs encouragé par l'article 13 de la loi du 25 mars 1997 qui oblige les fonds d'épargne retraite à exercer les droits de vote attachés aux titres qu'ils détiennent. Rappelons que l'AFG-ASFFI (Association Française de la Gestion Financière) a émis des recommandations en matière de gouvernement d'entreprise en Juillet 1998. Depuis, l'association a mis en place une veille sur le gouvernement d'entreprise des sociétés du CAC 40 qui devrait se généraliser prochainement au SBF 120. L'objectif est de sensibiliser les professionnels de la gestion au gouvernement d'entreprise et de les inciter à « bien voter » lors des assemblées générales. Par exemple, plusieurs résolutions proposées au vote par vingt-six sociétés du CAC 40 ont été jugées contraires à l'intérêt des actionnaires en 2000 par l'AFG-ASFFI ; il s'agissait principalement de dispositifs anti-OPA (18 cas), de caractéristiques du Conseil d'administration (19 cas) et de limitation des droits de vote (3 cas). Au travers de principes généraux, c'est en premier lieu la rentabilité que recherchent les investisseurs, appréhendée à travers des critères du type EVA ou *shareholder value*, même si la prise en compte d'autres critères, éthiques et environnementaux en particulier, tend à se généraliser.



Les actionnaires individuels

Le coût d'un comportement actif étant trop élevé pour un actionnaire isolé, les petits actionnaires se sont regroupés depuis plusieurs années au sein d'associations d'actionnaires minoritaires. L'activisme « actionnarial » en France doit beaucoup à ces associations. Parmi celles-ci, on peut citer l'Adam (Association des actionnaires minoritaires), l'Amic (Association des actionnaires minoritaires de l'industrie de la communication), l'AAE (Association pour l'Action Eurotunnel), l'Anaf (Association nationale des actionnaires minoritaires). Plutôt que d'édicter des principes généraux de bonne conduite des entreprises ou de viser (comme les fonds américains) des entreprises mal gérées, ces associations interviennent souvent à la suite d'opérations qui, de leur point de vue, lèsent les intérêts des minoritaires (par exemple, échange d'actions à l'intérieur d'un groupe, offre publique réalisée dans de mauvaises conditions...) et poursuivent parfois les entreprises en justice. Récemment, l'Adam a par exemple obtenu gain de cause dans l'affaire qui l'opposait à Schneider au sujet de l'offre, jugée insuffisante, faite aux détenteurs d'ADP de la société Legrand.

Depuis le premier rapport Viénot de 1995, les principes (différents codes de bonne conduite et recommandations, loi votée récemment) comme la pratique (mise en place de comités dans les entreprises, plus forte présence d'administrateurs indépendants, activisme actionnarial, apparition de sociétés de conseil spécialisées en gouvernement d'entreprise comme Proxinvest) du gouvernement d'entreprise se sont considérablement développés en France. Ces progrès très récents ne se traduisent pas encore tous dans la réalité: la transparence sur les rémunérations reste un tabou, l'organisation des sociétés au sein de groupes rend les performances plus manipulables et moins lisibles. Certains points particuliers comme l'application de la règle « une action/une voix » qui permet la représentation équitable des actionnaires n'ont pas été traités alors qu'ils sont essentiels (par exemple, en Avril 2000, Vivendi a fait voter une proposition ayant comme conséquence de réduire le suffrage des actionnaires détenant au moins 2 % du capital). Si le vote des actionnaires étrangers est théoriquement possible, il est en pratique limité par l'impossibilité de confier un mandat général au gérant du fonds et l'obligation légale de la mise sous séquestre des titres autour de la date d'Assemblée générale comme condition au droit de voter. Le pouvoir d'opposition des actionnaires en Assemblée générale est finalement toujours très limité. On peut citer à titre d'illustration les résultats d'une



étude de Parier, qui certes date de 1997, de 408 assemblées générales de sociétés cotées en France sur le pourcentage des résolutions votées à moins de 96 % d'approbation qui reste très faible, bien qu'en augmentation constante depuis 1992 (0,07 % en 1997 contre 0,009 % en 1992). Le texte de loi voté récemment, notamment en reconnaissant mieux les droits des actionnaires et en particulier des minoritaires, devrait néanmoins conduire à un meilleur équilibre des pouvoirs dans les sociétés.

