

LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE AU ROYAUME UNI

JONATHAN P. CHARKHAM*

1 - Le cadre juridique

Le système de gouvernement d'entreprise de chaque pays est le reflet de son histoire politique et économique et des attitudes sociales qui y prévalent généralement. Puisque les sociétés sont partout des entités légales, il convient de s'intéresser au cadre juridique dans lequel elles évoluent et c'est un préalable indispensable pour vraiment comprendre le fonctionnement d'un système. Deux exemples viennent immédiatement à l'esprit au Royaume Uni (qui sont étudiés en détail plus bas), à savoir le *Takeover Panel* et le rapport du *Cadbury Committee*. Ni l'un ni l'autre n'ont de fondement juridique, mais ils exercent tous deux une profonde influence. Ils illustrent le goût des Anglais pour le changement progressif et leur réticence à adopter de nouvelles lois, avant que tous les autres moyens de réaliser les objectifs visés n'aient été d'abord explorés et essayés.

183

A titre d'exemple des comportements sociaux, citons la préférence marquée pour une approche antagoniste et une suspicion envers toute forme de coopération, laquelle peut facilement se transformer en un confortable cartel.

L'exercice du pouvoir n'est pas exempt de paradoxe. Bien que le Royaume Uni aime ses héros dans l'industrie et ailleurs (et se sent moins à l'aise dans une approche collégiale), une sur-concentration du pouvoir n'y est pas moins à craindre. L'insistance du *Cadbury Committee* sur la vérification des comptes est un exemple de la tentative visant à équilibrer le pouvoir avec la responsabilité, un problème qui réside au cœur du Gouvernement d'Entreprise dans tous les pays.

Les petites sociétés sont les plus importantes au Royaume Uni comme ailleurs. Bien que les principes du bon gouvernement d'entreprise s'appliquent à la boutique du coin comme à ICI, leur application dépendra de la taille et de la complexité d'une société et selon que ses actions sont cotées

* *Magistrat, Advisor to the Governor, Bank of England. G.B. Membre du Cadbury Committee.*

ou non en Bourse. Il est principalement question dans cet article des sociétés cotées.

Hormis un nombre restreint de grosses entreprises créées par une Charte ou un Acte du Parlement, les affaires étaient conduites en Angleterre jusqu'au milieu du XIXe siècle par des marchands isolés ou des associés (souvent une famille) ; ils avaient pour caractéristique commune une responsabilité illimitée, qui, quoique ne constituant pas une barrière absolue, décourageait considérablement l'expansion. Les Acts de 1855 et 1862 autorisèrent les sociétés à se constituer en société commerciale et à introduire le principe de responsabilité limitée. Les administrateurs étaient habituellement à la fois les dirigeants et les propriétaires ; la réunion du conseil d'administration, lorsqu'elle avait lieu, n'était qu'une affaire sans importance et formelle - et elle l'est restée même lorsque, avec le temps, certaines actions sont passées en d'autres mains. Ce n'est qu'à un stade ultérieur, après que les affaires se furent vraiment développées, que le formalisme est apparu et que le concept de conseil d'administration est devenu une réalité.

De nombreuses sociétés sont souvent restées sous statut privé pendant une longue période, puis moururent ou furent absorbées. Parmi celles qui réussirent, quelques-unes seulement furent cotées ; même alors, elles conservèrent la plupart, des caractéristiques de l'entreprise familiale avec peu ou prou d'étrangers dans le conseil d'administration. La plupart d'entre elles, à la vérité, firent la transition sans modifier leurs habitudes, dans l'idée trompeuse que c'étaient eux, les propriétaires, qui accordaient une faveur à ceux qui souscrivaient à plusieurs actions dans leur société, - une erreur qui persiste encore occasionnellement.

Il existait un autre type d'entreprise dans les premiers temps ; la société anonyme par actions dans laquelle la propriété et la direction étaient séparées dès le départ. La *Muscovy Company* fondée au XVIème siècle est l'un des premiers exemples. Certaines entreprises étaient enregistrées sous Statut ou Charte royale. Au XIXe siècle, les plus grandes entreprises, comme les sociétés ferroviaires, avaient besoin d'attirer les capitaux d'une large gamme de souscripteurs et ont été, dès le début, financées par des souscriptions publiques. Elles disposaient de conseils d'administration formels composés principalement « des Bons et des Gentils » (« Great and Good »), qui étaient distincts de la direction. Les administrateurs de telles entreprises pouvaient détenir des actions, mais ils n'étaient pas les seuls propriétaires et dans la plupart des cas n'avaient pas de responsabilité opérationnelle.

L'idée que l'on se fait des sociétés au Royaume Uni reflète cette double ascendance et explique la continuité du débat sur les conseils d'administration et les fonctions des administrateurs. Il y a un monde de différences

entre un comité de dirigeants-propriétaires dans une société privée et un conseil d'administration dans une grande société cotée dont personne ne détient plus de quelques actions. Le Royaume Uni utilise les mêmes lois pour les deux. Si une société estime en avoir besoin, elle peut mettre en place un conseil d'administration à sa convenance et ses actionnaires peuvent, s'ils le veulent, être en désaccord.

La loi actuelle en vigueur au Royaume Uni est contenue dans le dernier Acte d'une série de Lois sur les Sociétés, qui cherche à équilibrer les intérêts des différentes parties, par exemple les souscripteurs potentiels, les actionnaires et les créanciers. L'Acte de 1948 a été considéré à cette époque comme un événement ; l'Acte de 1985 en constitue la dernière version, et doit être lu avec les instruments réglementaires qui le complètent, y compris le Tableau A. Il s'applique à divers genres de sociétés, y compris celles qui sont limitées par des garanties et celles à responsabilité illimitée. Ces dernières ne jouent pas un grand rôle dans l'économie et sortent du champ de cette étude. Toutes les autres sont des sociétés anonymes par actions, telles que les définit l'article 683, avec une responsabilité limitée. Elles sont divisées en deux groupes, les « sociétés à responsabilité limitée » (« Limited ») et les « sociétés anonymes par actions » (« Public Limited »), et l'Act stipule que leur nom doit se terminer par Ltd ou PLC, respectivement. Contrairement à une idée reçue, le fait d'être une PLC ne signifie pas que les actions de la société sont cotées en bourse ; mais seulement que la société a un capital supérieur à un certain seuil (50000 livres sterling (sect.118)), et qu'elle peut, si elle agit en conformité avec la loi, émettre des actions auprès du public, ce qui est expressément interdit à une Ltd. Il n'existe cependant aucune restriction sur la taille d'une Ltd : certaines sociétés Ltd et PLC non cotées sont, en effet, importantes. Nous examinerons plus loin les problèmes que cela peut poser.

On comptait 2000 PLC cotées à la fin de l'année 1993, toutes tenues de se conformer à un ensemble unique de règles, car il n'y a pas de choix de structure comme en France. Plusieurs autres Actes ont trait aux modalités de direction des sociétés, par exemple l'*Insolvency Act* de 1986 qui, *inter alia*, définit le point au-delà duquel un directeur ne peut légalement continuer de négocier (et retire par conséquent à celui qui le ferait la protection de responsabilité limitée, entre autres pénalités). Différents autres aspects de la conduite des activités d'une société sont contrôlés par des règles et des réglementations (e.g. les règles boursières intitulées « admission de titres à la cote », connues sous le nom de « *Yellow Book* » ; le Code du *Takeover Panel* ; les règles et conventions professionnelles de comptabilité). Les codes de bonne conduite prolifèrent. Nous aborderons entre autres la déclaration du Comité des actionnaires institutionnels (*Institutional Shareholders Committee*) sur le rôle des actionnaires. Le

code proposé par le *Cadbury Committee* constitue un ajout récent et important (voir Appendice 1). Les codes illustrent le point déjà évoqué dans l'introduction relatif à la préférence marquée au Royaume Uni pour une progression ménagée et l'aversion de toute forme de législation. Malheureusement les codes touchent habituellement moins ceux qui en ont le plus besoin ; les meilleurs les suivent, les plus mauvais les évitent. Une législation excessive peut être contre-productive, mais le volontarisme a aussi ses limites.

Le cadre juridique repose sur des principes très simples. Les propriétaires (les actionnaires) engagent des mandataires (les administrateurs) pour représenter leurs intérêts, et les administrateurs rendent compte annuellement de leur conduite. Ils peuvent déléguer leurs pouvoirs, mais ne peuvent pas les abandonner. En pratique, dans les PLC, il y a donc une double chaîne de responsabilité : du management aux administrateurs et des administrateurs aux actionnaires.

2 - Les administrateurs et les conseils d'administration

La Loi sur les Sociétés de 1985 (sect.282) exige que toutes les sociétés constituées après le 1er novembre 1929 aient au moins deux administrateurs. Il n'existe pas de distinction entre les classes d'administrateurs, par exemple entre administrateurs « opérationnels » et « non-opérationnels » ; on relève seulement d'obscures références à un président¹ et presque rien sur un conseil d'administration². Tous les devoirs reposent sur les administrateurs ; par exemple il leur revient de préparer (section 227), de dresser et de fournir les comptes annuels (section 241), et ils sont *tous* coupables de délit (section 243) s'ils ne se conforment pas à la section 241. C'est sur cette base juridique extrêmement étroite - que le Tableau A aide un peu à élargir - qu'est construit l'édifice entier du gouvernement d'entreprise au Royaume Uni. La superstructure apparaît ainsi : les conseils d'administration, les comités de conseil, les présidents, les directeurs non-opérationnels sont des adaptations pragmatiques. Juridiquement aucune n'est essentielle ; ICI pourrait aujourd'hui être légalement dirigée par deux directeurs, comme les consuls de la République romaine.

La langue contient souvent d'importantes clés de compréhension des attitudes et éclaire parfois les malentendus. Le terme populaire employé pour désigner un administrateur « externe » au Royaume Uni est « adminis-

¹ Le président est décrit comme étant la personne élue par les administrateurs pour présider leur assemblée (rubrique 6, paragraphe 3 (amendé en 1989)).

² Les Conseils ne sont pas mentionnés là où l'on s'y attendrait, mais plutôt à des endroits inhabituels, comme à la rubrique 6, paragraphe 17 amendé.

trateur non-opérationnel ». L'emploi de la négation implique que le fait de ne *pas* avoir des pouvoirs opérationnels est spécial. Aux termes de la loi, c'est le contraire qui est vrai. Les lois sur les sociétés n'exigent pas des administrateurs qu'ils soient des « managers » ; elles demandent seulement que les administrateurs, veillent à la bonne conduite des affaires, ce qui est un autre problème. Il y a en fait seulement une classe d'administrateurs et tous sont égaux aux yeux de la loi - ou au moins presque égaux. Un « directeur financier » ou un « directeur du marketing » est simplement un directeur qui a des responsabilités opérationnelles pour des fonctions opérationnelles spécifiques. En stricte logique, le terme « directeur non-opérationnel » apparaîtrait superflu. Dans le langage de la *Loi*, c'est la norme. On croira ici à un exercice de sémantique, mais cela recouvre en fait une réalité importante - à savoir que le fait d'être directeur impose un ensemble de responsabilités différentes de celles qui ont trait à toute fonction opérationnelle, une nuance qui n'est pas toujours du goût des directeurs eux-mêmes, qui sont aussi des « barons » opérationnels avec des responsabilités pour certaines sections d'une entreprise.

A la différence de l'Allemagne, le Royaume Uni n'a jamais développé un système formel à deux conseils. Il existait autrefois une séparation des fonctions dans les conseils d'administration (ou « courts ») des sociétés régis par des statuts et des premières sociétés anonymes par actions, et rares étaient ceux qui, figurant au conseil d'administration, avaient des fonctions opérationnelles (et, jusqu'à une période récente, la même chose était vraie de certaines de nos sociétés bancaires par actions (« joint stock banks »)), de telle sorte que ce conseil d'administration agissait en fait comme un conseil de surveillance. Le directeur général (quel que fût son titre) rassemblait autour de lui le groupe qui dirigeait les affaires. Ce système informel à deux étages subsiste encore aujourd'hui au Royaume Uni dans de nombreuses sociétés, mais rares sont celles qui ont voulu le formaliser, parce que cette question est devenue liée à celle de la représentation des employés (e.g.) dans le *Bullock Report* de 1975).

187

La taille du conseil d'administration

Toute personne habituée au travail d'un groupe de comité sait que plus un groupe est important, plus il est difficile pour chacun de ses membres de contribuer à ses travaux. La taille inhibe la prise de décision et le temps manque.

C'est principalement au président qu'il revient d'assurer l'équilibre et le champ de compétences nécessaires aux délibérations du conseil d'administration, mais nul ne doit ignorer qu'après un certain temps, la dynamique se détériore. Les opinions varient sur la taille optimale ou minimale. En 1992, ICI comptait 16 administrateurs, British Telecom 15, Grand Met 8,

Sainsbury 22, BP 16. La moyenne pour les dix plus importantes sociétés était de 16. Les sociétés plus petites ont en général des conseils d'administration plus réduits ; le *Quarterly Bulletin* publié par la Banque d'Angleterre en 1988 indiquait que sur 549 sociétés du *Times 1000*, 39% en avaient entre 6 et 8, et 29% entre 9 et 11. Le *3i Survey* de 1992 indique que 172 des 215 sociétés de l'échantillon considéré disposaient de conseils d'administration composés de 6 membres ou moins, et que ce chiffre était caractéristique des sociétés ayant un chiffre d'affaires de moins de 100 millions de livres sterling.

Fréquence des réunions du conseil d'administration

Les deux tiers des conseils d'administration du Royaume Uni se réunissent tous les mois ou dix fois par an (*3i Survey*). On observe cependant de nombreuses variations, incluant les réunions de stratégie de deux jours et les visites sur les sites d'opération. 14,4% des conseils d'administration se réunissent sur une base trimestrielle ; ceux de certaines entreprises assez importantes se rassemblent trimestriellement ou souvent moins. Les réunions de comités des conseils d'administration tendent à se grouper autour des principales réunions de ces derniers pour des raisons de convenance.

188

Le directeur général (« Chief executive officer » (CEO))

Nous utiliserons le terme de directeur général pour désigner la personne disposant de l'autorité de direction supérieure, bien que son titre varie et qu'il puisse être appelé « directeur général » (« chief executive »), « chef d'entreprise » (managing director) ou « chief operating officer ». Un président a toujours des pouvoirs opérationnels en rapport avec le conseil, et d'autres pouvoirs opérationnels en dehors du Conseil. Les fonctions sont souvent combinés et il est assez fréquent de réunir les titres de « président » et de « directeur général ». D'aucuns pensent qu'il conviendrait mieux de séparer les rôles. Toutes les sociétés anglaises ont un responsable (« top executive »), quel que soit son titre. L'enquête PRO NED de 1990 a révélé que sur les cent principales sociétés figurant au *Times 1000*, vingt-six combinaient les fonctions de président/directeur général.

Le Royaume Uni préfère la direction individualisée, avec une responsabilité personnelle, des risques et des récompenses. Les médias profitent du culte de la personnalité sur lequel ils peuvent construire des drames et des romans ; les directeurs généraux apprécient les louanges et se laissent parfois corrompre en finissant par croire aux hyperboles de leur département des relations publiques. Mais, dans le long terme, cela ne profite guère aux affaires, quelle que soit l'excitation produite temporairement. Certaines sociétés, comme la Royal Dutch/Shell, constituent des excep-

tions à la règle, qui n'ont pas de directeur général et se renforcent en évitant le culte de la personnalité.

Quant aux récompenses des directeurs généraux, voici quelques chiffres tirés d'une enquête réalisée en 1991 (*PE International*). Le salaire moyen des directeurs généraux des sociétés britanniques avec un chiffre d'affaires de plus de 500 millions de livres sterling était de 140000 livres, plus un bonus. Le bonus moyen montait à une somme égale à 8,3% du salaire. Une étude conduite par *Korn Ferry* montre que 81% des 196 sociétés de leur échantillon (tiré du *Times 1000*) donnaient à leurs directeurs généraux des boni en espèces. L'*Office of Manpower Economics* indique que dans les sociétés importantes le salaire et le bonus des directeurs généraux ont augmenté de 110000 livres en 1981 à 329000 livres en 1989 (« importante » signifiant avec un chiffre d'affaires minimum de 1,1 milliard de Livres en 1981 et 2 milliards en 1989).

Le Président

La loi ne reconnaît pas le poste de président de société ; comme elle n'exige pas qu'il y ait un conseil d'administration, il en découle naturellement qu'on ne saurait être tenu d'avoir un président du conseil d'administration, indépendamment du président de société. En pratique, bien entendu, les directeurs tendent à se réunir en comité - c'est-à-dire, le conseil d'administration - et choisissent quelqu'un pour le présider. De là est née la notion selon laquelle le président du conseil d'administration a une importance spécifique. La plupart des rapports de société contiennent une déclaration du président, parfois comme si il ou elle avait personnellement quelque chose à dire qui soit en quelque manière séparé et différent du reste ; mais, juridiquement, les présidents n'ont d'autre autorité que celle qui dérive du soutien de leurs collègues.

189

Le rôle du président dépend grandement de la taille, de la complexité et de la nature des activités, de la répartition des tâches avec le directeur général et du temps consacré au travail. Il n'y a pas de schéma fixe au Royaume Uni. Dans les sociétés où le président n'est pas aussi le directeur général, il y figure habituellement à temps partiel, consacrant peut-être un jour de la semaine à la société et parfois moins : d'autres sont engagés à plein temps, ou presque. Les cas varient suivant les circonstances : en période de crise, comme une offre publique d'achat, même un président à temps partiel fera des heures supplémentaires.

Où il existe un président séparé

La division des tâches entre le président et le directeur général s'effectuera en fonction de leurs capacités et inclinations respectives. Un président se chargera le plus souvent des relations extérieures et sera le « fait

public » de la société, mais c'est vraiment affaire de personnalité. Lorsque le directeur général est la personne la plus demandée, le président peut n'avoir qu'un rôle d'ambassadeur. Il peut contribuer de manière décisive en donnant le ton aux affaires, extérieurement et intérieurement ; son exemple est de la plus grande importance. Tout président a une responsabilité décisive, vitale : la direction du conseil d'administration.

On ne saurait trop insister sur la fonction du président eu égard au conseil d'administration (qu'il soit ou non le directeur général). Il lui revient de trouver la taille, l'équilibre et la composition du conseil d'administration la plus appropriée (avec l'aide des ses collègues dudit conseil, bien sûr). Il est responsable de l'ordre du jour - rien d'important ne doit manquer, rien de trivial ne doit s'y glisser ; il doit insister sur une information adéquate et opportune (ce qui ne signifie pas submerger les directeurs de brouettes de listages informatiques de valeur périphérique) ; et il doit diriger la réunion de manière à tirer le meilleur de chaque participant. A cette fin, il travaillera étroitement avec le directeur général. Il doit manifester à tout moment la plus grande intégrité. Tout président peut « déterminer » la composition du conseil ou l'ordre du jour ou l'information de la réunion. Il est certain que deux conseils d'administration de même structure peuvent avoir une efficacité différente ; et c'est la possibilité de telles variations extrêmes qui souligne l'importance du rôle des administrateurs non-opérationnels - et requiert la vigilance active des actionnaires.

190

Disposant d'une telle gamme de responsabilités, le président jouit d'un pouvoir considérable. On considère de plus en plus que la tâche de diriger le conseil d'administration est bien trop prenante pour la combiner avec le fardeau encore plus lourd que le directeur général doit supporter, indépendamment de l'excessive concentration des pouvoirs qui en résulte.

Le *Cadbury Committee* a estimé très souhaitable, en principe, une séparation des pouvoirs (paragraphe 4.9 du rapport), mais il s'est cependant bien gardé de la recommander trop fermement, parce qu'il pensait qu'il serait excessif d'interdire une concentration de pouvoir en toute circonstance. Cependant, il a émis de sévères réserves à ce sujet, comme le Code l'explique (paragraphe 1.2) : « il doit y avoir une séparation clairement acceptée des responsabilités à la tête d'une société, qui assurera l'équilibre des pouvoirs et de l'autorité, de manière à ce que personne ne jouisse de pouvoirs de décision sans entraves. Lorsque le président est aussi le directeur général, il est essentiel qu'il existe un élément indépendant puissant dans le conseil, comme un membre haut placé reconnu ».

Certaines sociétés sont excellentement dirigées, au moins dans le court terme, avec des fonctions combinées - généralement parce qu'elles ont aussi des conseils d'administration puissants et de valeur, pleinement capables de mettre en échec le directeur. Si la concentration des pouvoirs

existe sans une telle possibilité, il est trop facile pour les gens peu scrupuleux de se laisser corrompre. Une étude portant sur plusieurs cas récents de faillites montre que dans les sociétés concernées les deux fonctions étaient combinées et que les conseils d'administration étaient faibles. Souvent, le personnage principal avait un charisme certain, et, généralement à un moment ou un autre, avait été le favori des médias.

La structure des conseils d'administration : l'importance des administrateurs non-opérationnels

Les dynamiques du conseil d'administration sont aussi importantes que sa structure. La structure est au service de la dynamique, et non vice versa. Il importe que le conseil d'administration fonctionne efficacement comme une entité, considérant et prenant des décisions de manière informelle sur ce qui compte ; l'exécutif doit être assez compétent pour mener les activités de l'avant, et le conseil d'administration doit être assez puissant pour dire « non » lorsqu'il le juge nécessaire. Parce que les dynamiques sont difficiles à juger, on est amené à examiner la structure pour déterminer si celles-ci sont satisfaisantes - mais cet examen n'a qu'une valeur indicative. Des conseils de toute forme, composition, taille ont fonctionné - ou pas. Mais s'ils échouent au « test à l'acide » - le test du dire « non » -, ils ne sont pas vraiment des conseils d'administration mais seulement des comités consultatifs. Le test à l'acide repose sur un principe important - celui du respect réciproque. Si un directeur général et un conseil d'administration ne se respectent pas, alors le système ne fonctionnera pas convenablement.

191

Le Code du *Cadbury Committee* rend obligatoire la présence de directeurs non-opérationnels dans les sociétés cotées, puisque celles-ci doivent avoir des comités d'audit (paragraphe 4.3) composés d'au moins trois directeurs non-opérationnels. Cela renforce l'exigence (paragraphe 1.3) pour un conseil d'administration d'avoir des directeurs non-opérationnels « en nombre et de calibre appropriés pour que leurs opinions aient un poids suffisant dans les décisions du conseil ». Ces dispositions renforcent celles suivies par le Comité des actionnaires institutionnels en 1991 dans sa brochure intitulée « Les responsabilités des actionnaires institutionnels au Royaume Uni », qui pose :

(e) ... les investisseurs institutionnels doivent s'intéresser de près à la composition des conseils d'administration, en prêtant une attention particulière à la présence d'un groupe de membres non-opérationnels, de calibre, d'expérience et d'indépendance appropriés.

(f) Les investisseurs institutionnels sont favorables à la création de comités de rémunération et d'audit.

Au cours des années 1980-1992, la qualité des conseils d'administration

s'est sensiblement améliorée. Selon le *Centre for Business Strategy Analysis*, sur 74 des 100 sociétés figurant au *Times 1000*, 62% des directeurs non-opérationnels sont directeurs opérationnels d'autres sociétés, et 12% sont des professionnels ou viennent du secteur financier. L'amélioration a été aussi quantitative. Selon l'étude de PRO NED réalisée en 1990, 96 des 100 principales sociétés britanniques comptaient au moins deux directeurs non-opérationnels et 82 d'entre elles trois ou plus. D'une manière générale, la proportion de directeurs non-opérationnels augmente avec la taille de la société. Le tableau a nettement changé au cours de la dernière décennie. Le *3i Survey* montre que les deux tiers des conseils d'administration interrogés comptaient 3 à 6 directeurs non-opérationnels.

Les conseils d'administration de pratiquement toutes les sociétés cotées britanniques comprennent des directeurs non-opérationnels. Leur présence fournit l'espoir et l'espérance de solides « checks and balances », mais ne peut assurer leur bon fonctionnement, à moins qu'ils ne disposent du poids suffisant et que le président fasse en sorte qu'ils puissent jouer leur rôle.

Le Royaume Uni bénéficie probablement des meilleurs conseils d'administration du monde entier, avec des membres opérationnels et non-opérationnels capables, choisis pour leurs mérites ; des ordres du jour bien construits et servis par une information adéquate et opportune ; un style de conduite des affaires qui permet à chacun d'avoir son mot à dire ; et un processus de prise de décision clair, courageux et solide. Mais nombre d'entre eux ne sont pas si bons.

Le système britannique impose de sévères contraintes aux participants, mais particulièrement aux administrateurs non-opérationnels. Ils partagent pleinement les responsabilités de leurs collègues opérationnels, bien que leur connaissance des affaires soit forcément moins étendue. Ils doivent contribuer positivement aux discussions. Ils doivent partager la fonction générale de surveillance de la marche des affaires, qui est pourtant celle des directeurs - tout en sachant que bien que leurs devoirs soient nominalement les mêmes, les directeurs opérationnels ne peuvent tout surveiller eux-mêmes. Bien sûr, il existe un compromis entre la connaissance et l'objectivité, mais il y a des moments décisifs où l'engagement intense d'une personne pour un projet, brouille fatalement son jugement. Un administrateur non-opérationnel se sentira souvent isolé, craignant de soulever ce qui paraît une évidence ou de bloquer une hypothèse fondamentale acceptée par tous les autres. C'est un travail qui demande du courage ; et pourtant il ou elle fait partie de l'équipe ; aussi la fermeté ne doit-elle jamais dégénérer en affrontement. Les administrateurs non-opérationnels doivent se prononcer correctement en sachant quelle question considérer et quelle autre ignorer ; il n'existe pas de démarcation claire des

fonctions qui accompagnent les pouvoirs formels d'un conseil de surveillance.

Leur apport au conseil d'administration réside dans leur capacité à considérer les questions difficiles avec une objectivité sympathique, en les envisageant dans le large contexte de la société, et en attaquant les hypothèses critiques sur lesquelles reposent les propositions. S'ils s'énervent, leurs facultés critiques seront émoussées. Leur fonction n'est pas négative, car ils doivent contribuer positivement aux discussions, mais cela exige des compétences, du tact et du courage qu'une trop grande familiarité ou des amitiés personnelles ne doivent pas affaiblir.

Les administrateurs non opérationnels sont mieux payés qu'ils ne l'étaient. Une étude réalisée par *P-E International* (été 1991) a révélé que la rémunération moyenne d'un administrateur non-opérationnel était de 12400 livres sterling pour environ 12-15 jours de travail par an. PRO NED précise qu'au printemps 1992 les sociétés qui les informent habituellement, accordent généralement une rémunération de 12000 à 15000 livres sterling par an.

Depuis le *Bullock Report* de 1975, la question de la représentation des employés dans les conseils est restée à l'abandon ; ni les employés ni les syndicats ne voulaient alors d'une telle représentation et rares sont ceux qui la demandent aujourd'hui, bien que le sujet soit de nouveau à l'ordre du jour des syndicats. La Cinquième Directive qui la rendrait obligatoire est encore en suspens. La représentation des employés fonctionne probablement mieux en pratique avec un conseil de surveillance, que le Royaume Uni n'a pas ni ne semble vouloir, qu'avec un conseil d'administration unitaire. C'est certainement l'opinion de l'Allemagne.

193

Un rapport sur le gouvernement d'entreprise

Le rapport *Cadbury* recommandait que les sociétés cotées au 30 juin de l'année fiscale 1993, précisent dans leur rapport et leurs comptes, si elles se conforment au Code et, dans le cas contraire, qu'elles identifient et motivent les raisons de tout domaine de non-conformité ; toutes le font aujourd'hui. C'est l'une des conditions requises par le *London Stock Exchange* pour accorder une cotation continue. Il dépend des actionnaires de régler avec une société tout point de non-conformité qui les concerne.

La nomination et la révocation des administrateurs

En pratique, tous les administrateurs sont nommés par le conseil d'administration et élus par les actionnaires. Les nominations d'actionnaires sont rares pour les sociétés cotées (sauf peut-être lorsque les sociétés sont en grande difficulté), bien qu'assez communes pour les petites sociétés où

un pourvoyeur de capital-risque souhaite nommer un administrateur ou deux.

Dans le cas de membres opérationnels recrutés comme administrateurs, c'est le directeur général qui conserve la voix prépondérante, les autres étant par définition ses subordonnés. C'est à lui que reviendra en pratique la principale responsabilité de les écarter s'il les juge insatisfaisants. Le directeur général lui-même peut être révoqué par le conseil d'administration. A certaines occasions les actionnaires sont intervenus directement pour détrôner un directeur général et changer un conseil d'administration en exerçant une pression (en agitant la menace déclarée ou implicite d'un vote), mais cela est peu fréquent ; d'un autre côté, on connaît de nombreux exemples de *putschs* réalisés par des conseils d'administration. Au Royaume Uni ces affaires se règlent de manière plutôt bruyante ; d'où une réticence considérable à passer à l'action, puisque cela peut affecter publiquement un vieux collègue et ami, dont les bons états de service passés font qu'il ne mérite pas d'être exposé à un *congé* public.

Quant aux administrateurs non-opérationnels, c'est encore une autre affaire. Autrefois (mais c'est encore l'usage aujourd'hui), le directeur général les choisissait parmi ses connaissances personnelles, ses collègues, ses conseillers et amis ; il pouvait encore avoir recours à une assistance professionnelle. La recherche donnait alors la priorité au statut et à la compatibilité d'humeur sur la pertinence et l'exactitude ; les candidatures avaient souvent la préséance sur la spécification. Tout évolue progressivement et la mise en place de comités de nomination commence à avoir un effet. L'emploi d'une assistance professionnelle augmente.

Aux termes de la loi, les administrateurs peuvent être révoqués par les seuls actionnaires. C'est sur ce point décisif que repose le principal pouvoir de ces derniers et l'indépendance des administrateurs. A moins que les statuts de la société ne le permettent, un conseil d'administration ne peut pas révoquer un administrateur (bien qu'il puisse le dépouiller de tout pouvoir opérationnel, s'il en a). Bien entendu, s'ils veulent obtenir sa démission, ils peuvent lui mener la vie dure, mais ils n'ont aucun droit de le jeter dehors - même pas après un rachat. En pratique, les indésirables se retirent généralement, emportant même souvent une *compensation*. Et il arrive parfois que les intérêts des actionnaires souffrent de leur départ. Le président est choisi par ses collègues administrateurs et ils peuvent également l'amener à abandonner ses fonctions ; mais, en pratique, il arrive rarement qu'un président soit déposé contre son gré et pourtant maintenu comme administrateur. Lorsque certains membres du conseil d'administration - ou un seul individu - contrôlent vraiment ou effectivement les actionnaires, nul administrateur n'est assuré d'une sécurité d'emploi ; tous sont à la merci des actionnaires.

La démission sur la base de désaccords fondamentaux constitue l'arme ultime d'un administrateur non-opérationnel et elle semble constituer un élément dissuasif des plus utiles, ou si on le redoute, cela peut faire un grand bruit. Rares sont les administrateurs qui ont démissionné avec éclat, principalement en raison du dommage que cela pourrait causer à la société, ce qui est la dernière chose qu'ils veulent, mais aussi et de manière compréhensible, à cause de leur peu de goût pour un combat. Plusieurs démissions peuvent avoir un sens. Si un seul administrateur se retire, personne ne le remarque. S'il y a plusieurs administrateurs et qu'un seul démissionne, son isolement provoque un mouvement. La démission est une arme à double tranchant ; elle n'a de vertu que par la publicité et, s'il y a plusieurs administrateurs, par une action commune. *Cadbury* suggère que les administrateurs non-opérationnels devraient pouvoir compter sur un membre haut placé reconnu vers lequel se tourner si le président est aussi le directeur général. Cela devrait rendre plus efficace leur action - et l'action est sans nul doute meilleure que la démission.

Les comités du conseil d'administration

Tous les comités des conseils d'administration ont deux objets, et pas uniquement celui évident de faciliter la répartition des activités ; l'autre est d'impliquer les administrateurs non-opérationnels en les familiarisant avec le détail de certains aspects importants du gouvernement de l'entreprise. L'appartenance à un comité de rémunération, par exemple, pourrait bien signifier considérer à la fois les performances et la succession. Une plus grande implication est importante. Elle offre aux administrateurs non-opérationnels une chance de travailler ensemble et de se réunir séparément s'ils le jugent nécessaire, et cela leur donne la confiance d'intervenir lorsqu'il le faut et de ne rien faire quand ils savent ne pas devoir intervenir. Les comités les plus importants sont :

— *Les comités d'audit*. Composés d'administrateurs non-opérationnels, ils ont été rendus obligatoires par le *Cadbury Code*. Leurs fonctions formelles ont trait à l'audit externe, le recrutement d'auditeurs extérieurs, le système d'audit interne et la liaison avec les auditeurs internes, l'examen des états financiers, et les discussions sur ceux-ci avec les auditeurs externes ; et - si nécessaire - les enquêtes incluant les problèmes posés par un directeur général malhonnête.

Le directeur financier assiste habituellement au comité d'audit, mais, formellement, c'est sur invitation et non de droit. Et les autres, y compris le directeur général, peuvent également être conviés.

— *Les comités de rémunération*. Au cours des dernières années, la rémunération des responsables opérationnels de haut niveau a attiré l'intérêt du public au Royaume Uni comme aux Etats-Unis, particulière-

ment lorsque les augmentations de salaires ne correspondaient pas avec des augmentations de bénéfices pour la société. La pression s'est accrue pour déterminer une manière plus objective de fixer les émoluments des administrateurs opérationnels, attendu que leurs intérêts personnels ne sont pas nécessairement les mêmes que ceux des actionnaires et que le conseil d'administration doit concilier les deux. La solution semble de plus en plus reposer sur l'existence des comités de rémunération - formés par les administrateurs non-opérationnels, sur qui l'on peut compter pour avoir une opinion objective sur les intérêts en présence. C'est ce que recommandait *Cadbury* (par. 4.42). Cela peut constituer une avancée, mais le comité a une tâche difficile. Les forces de pressions à la hausse sont souvent plus vigoureuses que celles visant à une modération : les consultants sont peu appréciés s'ils recommandent de la parcimonie ; il y a un effet d'auto-augmentation parce que les dates de révision varient ; et il n'est jamais facile de maintenir des relativités extérieures et intérieures, et l'on est souvent conduit au choix de l'indicateur le plus favorable. En même temps, il existe une pression extérieure pour relier la rémunération aux performances - et ce n'est pas facile non plus. Il n'y a pas de niveau de rémunération « exact » ; les jugements peuvent être « informés » mais ils n'en restent pas moins des jugements, peu susceptibles de satisfaire tout le monde - particulièrement dans des périodes difficiles. On observe un certain scepticisme à l'égard de l'efficacité des comités de rémunération et les actionnaires sont de plus en plus convaincus de la nécessité d'être vigilants, non par défiance, mais parce qu'il s'agit d'un domaine techniquement difficile dans lequel les réponses dépendent inévitablement de jugements quelque peu subjectifs. Les actionnaires semblent de plus en plus résolus à faire savoir à une société s'ils en sont satisfaits - pas nécessairement par une *démarche* publique.

— *Les comités de nomination*. Un comité de nomination a trois fonctions : servir de conscience au président lorsqu'il choisit des amis ; offrir des alternatives ; améliorer le processus de sélection. Dans les sociétés les mieux dirigées, la spécification précède la recherche et le choix ; mais dans d'autres, c'est souvent le contraire qui se produit. Dans tous les cas un comité de nomination apporte au moins un élément de discipline dans le processus.

3 - Les actionnaires

Les droits des actionnaires

L'un des avantages de la société anonyme et du concept de responsabilité limitée est qu'un individu peut engager son épargne dans une entreprise, sans risquer un centime de plus que ce qu'il a placé, et sans avoir le

devoir ni le droit de la diriger. La brassée de droits qui revient à chaque actionnaire inclut une somme d'argent distribuée au moyen de dividendes ; une part de tout excédent si l'entreprise fait des bénéfices ; un droit de vote dans le choix de ceux à qui est confiée la conduite de l'entreprise - les administrateurs ; une information, conformément aux lois sur les sociétés et aux règles boursières ; le droit de souscrire à toute augmentation de capital. L'un des principaux droits des actionnaires est, bien entendu, de disposer librement des actions au meilleur prix. La plupart des droits sont proportionnés à la part de capital détenu - un vote par action, et non un vote par actionnaire. Cela conduit proportionnellement à une différenciation entre les actionnaires, qui repose sur la réalité du pouvoir, et non sur le statut. Un actionnaire avec 10 droits de vote a le même statut qu'un autre avec 1 million de droits ; mais un peloton n'a jamais été l'égal d'un régiment, sauf dans les contes de fées.

Les actionnaires individuels

Les actionnaires individuels sont nombreux - environ 9,26 millions selon le PRO SHARE. 62% des actionnaires britanniques détiennent seulement des actions de sociétés privatisées ; 7% détiennent uniquement les actions gratuites qui leur ont été données avec la mise sur le marché d'*Abbey National* ; et 10% possèdent des actions seulement par le biais de l'actionnariat ouvrier. PRO SHARE évalue à 1,6 million le nombre d'actionnaires disposant d'un portefeuille d'actions. Même si leur pouvoir est limité, il n'en est pas pour autant négligeable. Ils ont autant de droits lors de l'assemblée générale annuelle, d'occuper le terrain que le représentant d'une importante caisse de retraite, et s'ils ont l'intelligence de poser les bonnes questions en présence des médias, ils peuvent alors provoquer quelque mouvement (bien que les médias ne couvrent en général une assemblée générale que s'ils en espèrent une histoire). Le fait que les actionnaires individuels ne s'expriment que rarement reflète leur embarras, leur timidité et leur ignorance. Ils disposent du rapport annuel des comptes, et des commentaires des journaux ; ils peuvent bénéficier de l'avis de leur courtier. A la différence des propriétaires, il leur manque le pouvoir ou les connaissances nécessaires pour fouiller dans les chiffres ou percer le masque. Leur unique vue de la société se limite à celle qu'ils ont à l'assemblée générale annuelle même - et cela leur en dirait long s'ils se donnaient la peine d'y assister - mais rares sont ceux qui s'y rendent. Si la société est importante, riche et prévoyante, elle peut effectuer une présentation en plusieurs endroits, mais cela est peu fréquent.

Les actionnaires individuels considèrent le plus souvent ces obstacles comme insurmontables. S'ils perdent confiance dans la société ils vendent ou conservent leurs actions dans l'attente de jours meilleurs. Ils ne dispo-

sent d'aucun recours s'ils jugent que le conseil d'administration ne fait pas son travail ; ils peuvent certes voter contre les administrateurs, mais ils ont le sentiment que personne ne le remarque ni ne s'en soucie. Ces questions ont fait l'objet d'études il y a une soixantaine d'années par les professeurs américains Berle et Means, qui avaient compris les implications de la dispersion et de la fragmentation des actionnaires. Cela signifiait que la responsabilité du conseil d'administration devant les actionnaires était effectivement morte ; pour ce qui concerne les particuliers, c'est toujours le cas.

Les actionnaires institutionnels

Dans la mesure où les dispositions fiscales britanniques favorisent l'épargne collective - en particulier les caisses de retraite - la proportion des titres de participation placés entre les mains de ceux mêmes qui sont chargés de les administrer prédomine désormais. Lorsque l'inflation était inexistante ou faible, les caisses pouvaient facilement remplir leurs obligations en investissant dans des titres à intérêts fixes ; les pressions inflationnistes ont conduit les responsables à chercher des rendements meilleurs et plus risqués. A l'exception d'une courte période au cours de la Grande Dépression, les actions ont constitué un meilleur investissement. En 1989, 18,4% des actions britanniques étaient détenues par des compagnies d'assurance, 30,4% par des caisses de retraite, 5,9% par des sociétés d'investissement à capital variable, et 3,2% par des sociétés financières. En 1991, les compagnies d'assurance-vie détenaient 42% de leurs actifs en titres britanniques et 9% en autres titres.

Les investisseurs institutionnels ne constituent pas une classe plus homogène que les particuliers. Ils diffèrent fortement par leur taille. Une caisse de retraite peut peser 1 million de livres sterling. Une grosse compagnie d'assurance peut gérer 40 milliards de livres. Ils varient également dans leur objet - les caisses de retraite, les compagnies d'assurance, les sociétés d'investissement à capital variable et les fonds communs de placement servent des desseins différents, ont des obligations différentes et sont soumis à des pressions différentes. Ils peuvent s'acquitter de leurs obligations par divers moyens, en choisissant de gérer les fonds de manière interne ou au contraire en décidant d'employer des gérants extérieurs. Mais les gestionnaires de fonds ont cela de commun, qu'ils investissent l'argent de quelqu'un d'autre, ce qui leur impose (et également à ceux qu'ils emploient) des critères qu'un particulier peut ignorer. Tous leurs fonds ne sont pas dirigés vers le marché des actions britanniques, loin s'en faut, une grande part est investie sur le marché immobilier, sur le marché obligataire... A présent que les flux de capitaux ne sont plus limités, les fonds peuvent être investis n'importe où, bien qu'il faille pouvoir remplir les obligations dans la monnaie dans laquelle elles doivent être honorées.

La gestion de portefeuille et le gouvernement d'entreprise

La capacité et la volonté des investisseurs institutionnels de s'intéresser au sujet, dépend grandement du type de portefeuille qu'ils détiennent, de la manière dont ils le gèrent, et de l'idée qu'ils se font de leur tâche. Il semble qu'il y ait deux choix principaux :

— *L'investissement actif*. Il couvre une gamme allant des portefeuilles hautement diversifiés à ceux plus concentrés ; et de la gestion du père de famille à la gestion active.

— *L'investissement passif*. Cela signifie « acheter l'indice », c'est-à-dire que l'investisseur achète toutes les actions comprises dans un indice donné, e.g. le FTSE (ou un segment d'indice). Les fonds seront pondérés de manière identique à l'indice lui-même. Il est difficile d'obtenir des chiffres précis, mais on estime que 8% des titres britanniques sont désormais dans des fonds indexés.

Les investisseurs actifs peuvent concevoir leur fonction de différentes manières. Voici deux exemples qui présentent les extrémités opposées du spectre. Le premier est la déclaration de conduite publiée par la société d'investissement M&G :

[A] « La philosophie d'investissement de M&G est de se concentrer sur la valeur à long terme en insistant sur le rendement et le recouvrement, et une réticence générale à investir dans des titres très à la mode. Les fonds de M&G détiennent des parts de 5% ou plus dans le capital social de plus de 200 sociétés. Nous croyons qu'en tant qu'investisseurs importants nous devons entretenir une solide et durable relation avec les directions des sociétés dans lesquelles nous avons des intérêts, et nous nous appliquons à connaître les personnes qui dirigent ces sociétés. Nous n'avons pas la prétention de dire à la direction comment conduire ses affaires, mais si les agissements d'une société sont susceptibles de menacer les intérêts des actionnaires, nous estimons qu'une intervention constructive peut être parfois préférable à l'abandon de parts. Cela signifie que nous favorisons une vue à long terme des performances et que nous tâchons de ne pas nous laisser décourager par des considérations à court terme. Cette attitude nous semble aller dans le sens des meilleurs intérêts du secteur et de nos propres investisseurs. M&G est indépendant de toute organisation susceptible d'influencer le choix de sa politique ou ses prises de décisions quotidiennes. Pour plus de sécurité, la proportion en capital des réserves de notre groupe est toujours investie dans des sociétés d'investissement à capital variable de M&G plutôt que dans des participations privées. Lorsque nous négocions sur le marché boursier, c'est en qualité d'agent de nos divers fonds et clients, et non comme acteurs pour notre propre bénéfice ».

Voici une vue contrastante émanant d'un gestionnaire de fonds de haut niveau :

[B] « Il ne me paraît guère sensé d'attendre des actionnaires qu'ils s'intéressent et règlent les problèmes de direction, sauf en dernier ressort. Nous ne disposons pas des ressources nécessaires et nos clients ne souhaitent pas davantage y mettre le prix. De plus, notre responsabilité première est tournée vers nos clients, qui nous jugent sur les résultats des investissements que nous effectuons chaque année. A moins que l'objectif ne varie, nous sommes condamnés à vendre les actions des sociétés en difficulté, plutôt que de nous charger à grands frais et forte perte de temps, d'organiser nous même des changements de direction ».

Nul n'envisage d'interférer avec les décisions quotidiennes de direction. Dans l'exemple A le rôle des actionnaires se limite à recevoir une information suffisante pour être en mesure d'exercer une influence dans les rares cas où l'absence évidente de critères généraux l'exige, dans l'intérêt des « intéressés », y compris les actionnaires. Cela n'implique pas que le conseil d'administration néglige son devoir ; il peut faire de son mieux, mais n'être pas à la hauteur.

Les caractéristiques du type A sont :

- une concentration du portefeuille sur quelques titres seulement ;
- des intérêts importants dans différentes sociétés ;
- une communication étroite (et souvent directe) avec les sociétés dans lesquelles ont lieu ces investissements ; et l'exercice d'une influence là où c'est nécessaire ;
- un facteur loyauté élevé envers les sociétés ;
- peu de négociations sur ces actions et une moindre liberté à négocier la totalité des participations en raison des répercussions sur le marché ;
- un intérêt général pour les questions de gouvernement d'entreprise.

Le type B est presque l'opposé, terme à terme, du précédent :

- une large diversification — beaucoup d'actions différentes ;
- de petites participations dans chaque société ;
- une communication (si elle existe) avec les sociétés principalement au sujet de problèmes ayant un effet à court terme sur les prix ;
- un faible facteur loyauté ;
- des négociations fréquentes ;
- presque aucun intérêt pour le gouvernement d'entreprise.

Plusieurs des principales compagnies d'assurance britanniques se considèrent plus proches du Type A que du Type B ; il en va de même pour les principales caisses de retraite dirigées de manière interne. Il me semble que la plupart des gestionnaires de portefeuilles qui suivent une politique « active » sont plus proches du Type B que du Type A.

Si nous considérons les caisses de retraite comme assez caractéristiques

des investisseurs institutionnels (et ils incluent les gestionnaires de portefeuilles, y compris les compagnies d'assurance), nous pouvons tirer d'utiles indications du *WM Annual Review* pour l'année 1991, qui analyse 1424 fonds comprenant plus de 2000 portefeuilles avec une valeur marchande de 241 milliards de livres sterling à la fin de l'année - environ les trois quarts des caisses de retraite britanniques. 56% de cet argent a été investi dans des actions britanniques, dont la valeur a augmenté de 20% au cours de l'année - 0,7% au dessous du *FTA-All Share Index*. Au cours des dix dernières années les fonds compris dans l'échantillon de WM ont rapporté une hausse de 19,1%, contre 19,7% pour le *FTA-All Share Index*. WM a dit que « cette tendance reflète largement les coûts de négociation et d'investissement d'argent neuf ». Cette petite différence représente 144,6 millions de livres sterling (i.e. 0,6% des 241 milliards de livres).

Quant à ceux qui dirigent véritablement les caisses de retraite, le *WM Review* de 1991 montre que 30% d'entre elles sont dirigées de manière interne, et 32% en partie de manière interne et en partie de manière externe - ces groupes seuls indiquant des rendements sur cinq ans supérieurs à la moyenne (10,1 et 10 respectivement). Les gestionnaires externes qui dirigent le reste, ont eu des rendements variant de 9,3% (*assurance-vie à fonds cantonnés*) à 9,9% (*assurance-vie gérée*), les autres se situant entre ces deux chiffres. Les niveaux d'activité ont eu tendance à augmenter, mais les fonds gérés de manière interne, en augmentation de 29% sont bien inférieurs aux autres fonds - le plus élevé étant avec l'*assurance-vie à fonds cantonnés* avec 123%, suivi par l'*assurance-vie gérée* avec 112%.

201

Ces tendances montrent qu'il n'existe pas de corrélation entre une activité élevée et le succès, ni entre une direction « active » et le succès. Sur une année moyenne les directeurs actifs se sont démenés pour coller à l'indice et peu y ont réussi - opération fructueuse pour les intermédiaires mais pas pour les bénéficiaires !

Les pratiques actuelles pour les opérations du Type B ont eu pour effet de dresser un mur infranchissable entre les gestionnaires de portefeuilles et les questions de gouvernement d'entreprise. Ils achètent des actions par routine dans des sociétés qu'ils ne comprennent pas parfaitement. Il ne se préoccupent guère des fondamentaux d'une société, qui demandent du temps pour être explorés et des compétences particulières pour être compris, mais considèrent le cycle du marché. La plupart des actions oscillent nettement au cours d'une année, si bien que pour de nombreux gestionnaires de portefeuilles, ce type d'investissement implique de surveiller principalement les signaux de négociation. Le Royaume Uni dispose d'un marché boursier efficace, de telle sorte que les gestionnaires de portefeuilles croient pouvoir rattraper leurs erreurs. Suivant une telle approche, il est impossible de se préoccuper du gouvernement d'entre-

prise : toutes les actions sont *en principe* détenues pour le court terme (même si certaines participations restent parfois dans le même portefeuille pendant des années). Ce type de gestionnaires de portefeuilles a de grandes compétences de négociateurs et ils pourraient sans aucun doute les appliquer à tout autre marchandise, allant du cacao à la poitrine de porc : ils ont raison de se garder d'agir comme s'ils étaient les vrais propriétaires. Ils ne se considèrent pas ainsi et ne sont pas équipés pour le faire.

Comme plus des deux tiers des actions britanniques sont entre les mains d'institutions, la contrepartie est habituellement une autre institution. Toute transaction s'effectue aux dépens des ayant droits de quelqu'un. Considéré en totalité, ce n'est pas un jeu à somme nulle pour les bénéficiaires, mais un jeu à somme moindre.

Le Comité des actionnaires institutionnels a mis le cap dans la bonne direction dans un récent document de politique :

« Il importe que les actionnaires institutionnels soutiennent les conseils d'administration par un usage positif de leurs droits de vote, à moins qu'ils n'aient de bonnes raisons pour s'abstenir. Ils doivent enregistrer leurs votes sur une base régulière si possible. Lorsqu'un conseil a été vigoureusement soutenu pendant une certaine période, il doit se demander si ce soutien n'est pas dispensé en vue d'une question particulière ».

202

Le document suggère que :

(a) les investisseurs institutionnels favorisent un contact régulier et systématique à un niveau supérieur pour échanger des opinions et des informations en matière de stratégie, de performance, de participation au conseil et de qualité de direction...

(e) les investisseurs institutionnels s'intéressent à la composition des conseils d'administration, avec une attention particulière pour :

— les concentrations des pouvoirs de prise de décision non formellement contenus par des rééquilibres appropriés à la société en question ;
— le recrutement d'un noyau d'administrateurs non-opérationnels de calibre, d'expérience et d'indépendance suffisants.

(f) les investisseurs institutionnels soutiennent le recrutement de comités de rémunération et d'audit.

(g) les investisseurs institutionnels favorisent la divulgation des principes à partir desquels sont déterminés les émoluments des directeurs.

Le comportement des gestionnaires de portefeuilles tient aux influences qui s'exercent sur eux. Ils sont jugés sur leurs performances relatives (par des classements) ; aussi sont-ils motivés par la peur et par l'espoir. S'ils n'enregistrent que des mauvaises performances, ils seront chassés ; s'ils enregistrent de très bonnes, ils attireront de nouvelles affaires tout en

conservant celles qu'ils ont déjà. Les changements de gestionnaires de portefeuilles sont cependant coûteux et rien n'assure que le successeur fera mieux ; même dans ce cas, les pressions sont intenses.

Les courtiers exercent de fortes pressions psychologiques sur les gestionnaires de portefeuilles pour faire des affaires, en établissant soigneusement des relations personnelles et en les encourageant. Les consultants ont tendance à conseiller aux administrateurs de changer les gestionnaires de portefeuilles - ce qui conduit souvent à remplacer tout le portefeuille. En bref, de nombreux portefeuilles se seraient mieux comportés s'ils avaient été indexés.

Les fonds indexés sont devenus de plus en plus populaires. Un gestionnaire de portefeuille qui choisit ce type d'investissement peut ne pas réaliser un score suffisant dans le classement pour attirer de nouveaux clients, mais il sera suffisant pour lui éviter un licenciement. C'est une politique de sécurité élémentaire et qui peut être envisagée comme une diversification *in excelsis* ; un gestionnaire de fonds est conscient que s'il en sait de moins en moins au sujet de plus en plus de choses, il peut aussi bien reconnaître qu'il ne sait rien sur tout, admettre que la théorie du marché est exacte (puisque le marché reflète toutes les connaissances disponibles), et suivre celui-ci plutôt que d'essayer de le battre.

On a pu penser que l'investissement passif signifiait une passivité en matière de gouvernement d'entreprise ; après tout, on est enfermé dans l'indice choisi. En fait, il est possible de soutenir - comme le font certains grands fonds américains - que l'indexation et le fait d'être enfermé, signifient logiquement que l'on *devrait* prendre un intérêt de propriétaire comme moyen, finalement, d'améliorer les performances de la société et donc l'indice dans son ensemble. Les économies de gestion réalisées en indexant peuvent être partiellement redéployées à cette fin. Cet argument s'applique beaucoup moins aux petits fonds.

203

Le rôle des administrateurs

Les administrateurs doivent jouer un rôle important dans les caisses de retraites et autres formes d'épargne collectives. Ils doivent s'assurer eux-mêmes de la sécurité des fonds, et ont la responsabilité de les gérer prudemment, soit eux-mêmes, ou plus habituellement par le biais de gestionnaires professionnels. Même s'ils délèguent, ils restent responsables des termes dans lesquels la relation de délégation est faite. Il n'est pas facile de le faire d'une manière informée et en toute connaissance de cause. Il est à craindre que de nombreux administrateurs ne se sentent pas compétents pour instruire leurs gestionnaires de portefeuilles du degré approprié de diversification et de la proportion maximale de rotation, ou pour apprécier ce que l'activité excessive coûte aux ayant droits. Il se peut

qu'ils ne comprennent pas le coût qu'entraîne le partage du portefeuille entre de nombreux gestionnaires. On a estimé, par exemple, que le coût de gestion d'un fonds de 100 millions de livres par quatre gestionnaires au lieu d'un seul peut augmenter de 195.000 livres à 320.000 livres sterling, sans comprendre « les extra » en frais de consultants et droits de garde.

Le travail d'administrateur, pour être bien fait, exige des connaissances considérables, des compétences et du jugement. Les administrateurs doivent savoir comment utiliser les consultants et quels termes de références leur donner. Ils doivent décider de la stratégie du fonds ; si plusieurs gestionnaires seront nécessaires pour l'exécuter ; s'ils doivent avoir des compétences particulières sur des pays ou des secteurs spécialisés ; s'ils doivent être des opérateurs du Type A ou du Type B ; et quelle proportion du fonds confier à chacun. En réalité, les administrateurs de fonds importants (de plus de 0,5 milliard de livres sterling) ont tendance à employer plus de trois gestionnaires ; les fonds de plus petite taille (en moyenne 115 millions de livres) n'en utilisent qu'un le plus souvent. D'aucuns considèrent que la fonction d'administrateur est désormais si complexe qu'elle demande une formation particulière et que le gouvernement doit examiner de toute urgence la meilleure manière de l'organiser.

204

Dans un jugement prononcé en avril 1984, Megarry J. a dit au Syndicat national des mineurs que ses administrateurs de caisse de retraite devaient placer les intérêts des ayant droits avant la politique syndicale. Ce n'était pas faire acte de morale, car il était de leur devoir d'obtenir des conseils d'experts et d'agir prudemment en conséquence.

Le paradoxe est de savoir si cette unité de dessein en faveur des ayant droits s'étend à la société elle-même. Les administrateurs de la caisse de retraite d'une société doivent assurer qu'elle peut remplir ses obligations quand elles sont dues (à l'effet de quoi ils recevront des conseils actuariels). Si, cependant, le gestionnaire d'une société est, et c'est souvent le cas, un administrateur de sa caisse de retraite, il a un autre but. Il souhaite maximiser la valeur de la caisse de retraite de manière à minimiser la contribution de la société et minimiser ses obligations à y engager plus d'argent dans l'hypothèse où le fonds a besoin de financement. Si le fonds est excédentaire, il souhaitera alors reverser le surplus à la société pour étendre les bénéfices de cette dernière.

Ce double objectif a des conséquences importantes pour le gouvernement d'entreprise. Tous les administrateurs veulent que leurs propres actionnaires appartiennent à l'école de Type A et fassent preuve d'une loyauté fondée sur des perspectives de long terme. Mais dans la mesure où ils exercent une pression sur leurs propres gestionnaires de portefeuilles pour obtenir des résultats à court terme, ils les incitent à un comportement de Type B.

On dit souvent que la mesure de performance est l'un des facteurs qui conduit les gestionnaires de portefeuilles vers le type B. Les consultants ont un rôle important à jouer, car ce sont eux qui guident souvent les administrateurs dans le choix des gestionnaires, et ils le font largement sur la base d'une différenciation limitée de produit que les classements quantifient. Des études américaines suggèrent cependant qu'une fois qu'un gestionnaire est engagé - et pourvu qu'il se tienne à la stratégie qu'il a « vendue » - il risque peu d'être rapidement remplacé s'il s'efforce de séduire les administrateurs et d'établir une solide relation avec eux. Bien entendu, s'il réalise des performances désastreuses et durables, il sera renvoyé, mais un bon vendeur qui n'en démord pas trouvera que les administrateurs comprennent souvent qu'il puisse y avoir une baisse de performance - les nouveaux gestionnaires ont d'abord tendance à faire une contre-performance.

Les juges de performance sont de plus en plus influents, assistent souvent aux entretiens entre les administrateurs et les gestionnaires d'investissement et conseillent les premiers dans leur sélection - c'est-à-dire en renvoyant et en remplaçant. Certains commentateurs considèrent que ces juges ont eu une influence calomniatrice, une critique que ces derniers ont été soucieux de réfuter, en préconisant *inter alia* des contrats de plus long terme pour les gestionnaires.

On a reproché à l'évaluation de performance, sa vision à court terme, en ce qu'elle conduit les gestionnaires de portefeuille à une activité frénétique qui, en définitive, détruit tout comportement possible de Type A. Ainsi, ils considèrent leurs actions comme de simples jetons et non comme une part de propriété d'une société réalisant un service utile. C'est une exagération. La plupart des administrateurs intelligents ont tendance à vouloir penser en termes de cycle, malgré la difficulté de décider quand commence un cycle et quand il se termine, et ils veulent donner leur chance aux gestionnaires. L'évaluation est inévitable. On peut en abuser ou l'utiliser inconsidérément ; ou comme prétexte avancé par les consultants pour gagner une commission. Mais c'est se tromper de cible que de se tirer dessus pour des questions d'évaluation. Il faut en déduire une fois de plus que les compétences, les connaissances et la formation des administrateurs sont trop rarement pris en compte.

205

Sociétés et actionnaires : la communication

L'assemblée générale annuelle constitue la principale opportunité pour les actionnaires de toute espèce de communiquer avec les administrateurs, bien que tout le conseil d'administration ne soit pas tenu de s'y trouver et que le président de la réunion ne soit pas obligé de répondre aux questions. Les actionnaires peuvent écrire à la société quand ils le

souhaitent ; mais les particuliers ne peuvent pas escompter que les administrateurs acceptent de les rencontrer séparément. Les institutions diffèrent selon l'audience qu'elles peuvent commander et d'une manière générale suivant la taille de la société en question. En pratique les sociétés les plus petites s'adressent souvent à des membres de rang relativement inférieur du personnel d'une institution ; et les institutions plus petites ne peuvent exiger la présence du président d'une grosse PLC à moins que leur participation ne le leur garantisse. Les sociétés et les institutions ont toutes des ressources limitées.

On reconnaît de plus en plus qu'il est dans l'intérêt des actionnaires et de la société d'entretenir une communication régulière entre eux. Ceux qui ne communiquent pas sont relativement désavantagés, (particulièrement les petits actionnaires). Mais cela importe moins que l'avantage absolu qu'apporte une bonne communication au marché et à la société en les informant mieux.

On considère au Royaume Uni que les activités de relation avec les investisseurs sont utiles pour les sociétés, le marché et les investisseurs eux-mêmes, et devraient être encouragées. Les problèmes d'information sensible pour l'évolution des cours étant gérables.

Il est toutefois impossible de tracer une ligne de démarcation nette entre l'information sensible pour l'évolution des cours et celle qui ne l'est pas. Il n'y a rien d'illégal à disposer d'une telle information aussi longtemps que l'on n'en profite pas pour intervenir avant qu'elle ne soit disponible ; un investisseur peut consentir à devenir un « initié » ; c'est-à-dire qu'il accepte l'information en admettant qu'il n'interviendra pas.

La situation reste en fait insatisfaisante à certains égards. En premier lieu, certains actionnaires refusent assez clairement de recevoir une information qui pourrait les empêcher d'intervenir, parce qu'ils seraient des « initiés ». Cela constitue incidemment un argument supplémentaire en faveur du comportement de Type A, parce que de telles institutions sont bien moins soucieuses de négocier et peuvent préférer accepter les inhibitions qui accompagnent la réception d'une information sensible pour l'évolution des cours.

Les assemblées générales annuelles

Les sociétés britanniques sont dirigées par le conseil d'administration. Les administrateurs peuvent convoquer des assemblées générales auxquelles tous les actionnaires sont invités à assister : si un dixième de la masse de ces derniers l'exige de la manière voulue, les administrateurs doivent convoquer une telle réunion (*Company Act*, 1985, sect. 368 ff). Et toute société est tenue de convoquer une assemblée générale annuelle (AG) sous peine d'amende ; si elle ne le fait pas, les tribunaux peuvent en convoquer une.

En ayant donc assuré les actionnaires d'une « démocratie d'un jour », la loi sur les sociétés lui donne sa substance en exigeant des administrateurs qu'ils établissent les comptes avant l'AG avec le rapport des auditeurs (sect.214). L'actionnaire n'est pas obligé d'y assister en personne, mais il est autorisé à engager quelqu'un en qualité de procuration ou à remettre une procuration de vote (sect.372).

Pour l'observateur général, l'AG est un non-événement. Dans des circonstances normales on y assiste peu. Les questions agressives sont rares. Les actionnaires institutionnels préfèrent interroger discrètement, en d'autres occasions, plutôt que de donner une apparence d'affrontement public ; par ailleurs, s'ils ont fait une découverte importante, ils peuvent ne pas vouloir la révéler à leurs « concurrents ». Les actionnaires particuliers sont davantage susceptibles d'être concernés par les questions sociales périphériques ou par leur propre expérience de client. Rares sont ceux qui s'appliquent à remplir leurs cartes de procuration ; les chiffres de 11-13% sont typiques. *The Economist* (7 septembre 1991) a toutefois suggéré que l'apathie diminuait et citait Flemings, Philips et Drew, et M&G parmi les sociétés d'investissement qui comptaient utiliser leurs droits de vote plus régulièrement ; l'article soulignait aussi que les compagnies d'assurance prétendent avoir de bons antécédents de votes. Les votes chez EGMs sont plus élevés - dans la fourchette de 30-50% - mais même à ces niveaux l'apathie est manifeste.

207

Il n'y a pas de quorum exigé pour tenir une AG, aussi la profession de solliciteur de procuration n'a pas vu le jour. Même lorsqu'une question contentieuse surgit et que les deux parties essaient fiévreusement de réunir du soutien, il est rare que la moitié des voix participent.

Les actionnaires exercent rarement leur droit d'obliger la société à faire circuler une résolution et une déclaration accompagnatrice de 1000 mots, même s'il suffit pour cela de 5% des votes ou d'une centaine de membres avec 100 livres de capital libéré chacun (sect. 376).

On peut distinguer différents aspects assez curieux dans la conduite des AG. Les auditeurs, qui sont engagés par les actionnaires et qui leur font un rapport, sont présents, mais ils ne sont pas autorisés à parler à moins que le président ne les y invite, et cela même si un actionnaire leur adresse une question directement. Les présidents défendent leur position afin de conserver le contrôle de la réunion. Ils peuvent tourner en ridicule une telle manifestation en refusant de répondre aux questions ou en laissant n'importe qui d'autre y répondre ; mais rares sont ceux qui choisissent ce parti.

Les sources de financement

Historiquement, deux sources de capital se complètent réciproquement. Les banques locales ont tendance à soutenir les entreprises locales

sur une base de long terme. Pour les entreprises moyennes et grandes, le marché boursier est considéré comme la source première de capital à long terme ; pour de telles sociétés les banques se considèrent et étaient largement considérées comme des pourvoyeurs de fonds pour des objectifs à plus court terme, comme le financement de titres saisonniers - de la même manière qu'elles finançaient les récoltes. Dans tous les cas les bénéfices non distribués constituaient probablement la source la plus importante de capital, comme aujourd'hui.

TABLEAU 1
LES SOURCES DE FINANCEMENT
DES SOCIÉTÉS COMMERCIALES INDUSTRIELLES BRITANNIQUES (%)

Année	Total (£ milliards de livres)	Sources Internes	Sources externes (%)			
			Emprunts bancaires	Actions ordinaires	Autres émissions de capital	Autres sources *
1979	33,4	76	12	3	-	10
1980	29,0	66	22	3	3	6
1981	33,2	64	17	5	4	10
1982	29,4	62	23	4	1	11
1983	33,7	76	5	6	3	10
1984	34,8	80	20	3	3	-6
1985	44,3	68	17	8	6	1
1986	47,9	57	19	11	7	5
1987	70,7	49	17	19	8	6
1988	86,2	41	36	5	7	11
1989	89,8	31	37	2	15	15
1990	66,7	37	28	4	14	17

* Autres prêts et hypothèques, autres investissements à l'étranger, transferts de capitaux, et sources d'importation et autres crédits.

NB : En 1991, les entreprises britanniques ont émis pour 1,6 milliard de Livres d'actions nouvelles, plus 10 milliards de livres au moyen d'émissions de droits de souscription.

Source : Direction Economique de la Banque d'Angleterre.

Les banques

Le Tableau 1 montre que les banques jouent un rôle plus important, et le marché un moindre rôle, qu'on ne le suppose généralement. En théorie, les marchés fournissent les capitaux à long terme ; les sociétés s'adressent aux banques pour obtenir des ressources à court terme. Le principal instrument utilisé était le découvert, extrêmement flexible et qui devait être remboursé à la demande. Il était généralement adossé, mais pas toujours, à une contrepartie flottante sur les actifs de la société - un autre instrument flexible. Aujourd'hui, ce type de financement est le plus utilisé par les petites et moyennes entreprises. Elles le préfèrent pour sa simplicité et sa flexibilité, et parce qu'elles n'ont aucun capital à mettre en garantie. Du point de vue des banques, il simplifie les décisions de prêt et constitue un instrument parfait quand les parties sont dans une impasse. Comme il s'agit surtout de savoir si l'on obtiendra remboursement, ce sont la qualité des collatéraux et le caractère des emprunteurs qui importent le plus.

En réalité les prêts à court terme ont été reconduits si souvent qu'ils sont effectivement devenus des capitaux à moyen et long terme. Les deux parties s'en souciaient peu aussi longtemps que les choses allaient bien. Si elles tournaient mal, on était confronté à la triste évidence du peu de pertinence qu'il y a à financer des investissements de long terme avec de l'argent à court terme. Tel était au fond l'objet des nombreuses plaintes portées contre les banques au cours de la récession des années 1989-1993. L'instrument que les emprunteurs et les prêteurs utilisaient avec satisfaction était tout simplement inapproprié à cet usage.

Si l'on sait qu'un prêt va être *ab initio* à moyen ou long terme, différentes considérations s'appliquent, qui valent pour les prêts à court terme. Le prêteur à moyen/long terme doit examiner de beaucoup plus près le marché sur lequel l'emprunteur opère et étudier quelles y sont sa place et ses aspirations. Le prêteur, comme pour tout prêt, doit pouvoir se rassurer sur la compétence et l'intégrité de l'emprunteur. Mais si le prêteur sait dès le départ que si l'emprunteur réussit, lui seront demandés de nouveaux fonds jusqu'à ce que ledit emprunteur n'ait plus besoin de son intermédiation pour lever des capitaux - alors les précautions à prendre et les connaissances nécessaires seront proportionnellement plus grandes.

Au Royaume Uni il n'existe pas de système complet et détaillé de collecte des données sur l'endettement global d'un emprunteur, ni de bureau central auquel un prêteur puisse se référer. Il apparaît à la lumière de nombreux cas de faillite que la plupart des prêteurs ne disposaient pas de la totalité des informations nécessaires - une concurrence sévère les avait sans doute poussés à prêter sans poser les bonnes questions, même si une telle conduite semble mal avisée avec le recul. Dans la mesure où les

banques faisaient la queue pour prêter, la société pouvaient refuser d'emprunter chez les plus curieuses, mais cela ne saurait évidemment constituer une excuse.

De la même manière que les pressions compétitives ont conduit les banques à baisser leur garde, elles ont aussi amené les sociétés à les frapper aussi fort que possible, en tirant la dernière once de chaque transaction. Les départements de trésorerie se sont transformés en centres de profit ; les relations sont devenues secondaires pour assurer les termes les plus avantageux. Les prêts syndiqués sont devenus communs, et avec eux toute relation a complètement disparu, sauf peut-être avec la banque principale, dont les responsabilités étaient minimales et qui pouvait ne conserver aucune part des dettes sur ses livres. Les plaintes s'élevant au sujet d'un manque de loyauté lorsqu'une banque finançait un enchérisseur semblaient singulièrement mal placées de la part de ceux qui n'accordaient aucune loyauté ni marge de manoeuvre. Si la valeur établie sur une relation est faible, on ne peut pas en attendre grand chose dans un moment de besoin ; la loyauté n'avait pas été méritée et les sociétés ont eu le type de relation qu'elles méritaient. D'autres sociétés qui avaient recommandé à leurs directeurs financiers de conserver des relations clés à quelque prix que ce soit, ont visiblement compris qu'elles avaient fait une affaire. Les sociétés en difficulté ont souvent trouvé très difficile de négocier avec des prêts syndiqués dans lesquels la plupart des banques leur étaient inconnues et difficiles à contrôler pour régler les problèmes ou obtenir des changements dans les termes des accords de prêt.

L'une des conséquences de l'« éloignement » entre les banques et les sociétés britanniques est que lorsque les affaires se gâtent, les banques se retrouvent dans la situation inconfortable d'arbitres de la survie d'une société. Un manque d'information et de confiance réciproque signifie souvent que la crise est violente et soudaine. Comme la relation a été ténue et l'information médiocre, les banques n'ont pas seulement soupçonné la tempête future, ni disposé de la moindre occasion pour inciter la société à une action opportune (une action certes difficile si le véritable problème est un directeur général omnipotent mais erratique).

Il découle de l'opinion que les banques et les sociétés ont les unes des autres, que les banques britanniques ne prennent pas de participations afin de cimenter leur relation avec un client ou pour s'assurer une influence. Historiquement, l'acquisition de telles participations a été souvent accidentelle ; c'est-à-dire qu'elles ont été prises en lieu d'une dette comme partie d'une restructuration. On estime généralement au Royaume Uni qu'une telle interdépendance est virtuellement dangereuse. Les banques considèrent les participations comme un emploi de leurs fonds médiocre et inutile pour établir une relation avec un client : d'ailleurs, il pourrait y

avoir un conflit d'intérêt entre leur rôle de prêteur et leur rôle d'actionnaire. En outre, si une banque détient une trop grande part de son bilan en actions elle peut devenir vulnérable si leur valeur diminue.

TABLEAU 2
CAPITALISATION BOURSIÈRE DES SOCIÉTÉS COTÉES

	Capitalisation boursière (en milliards de Livres*)	PNB (en milliards de Livres)	Capitalisation boursière en % du PNB
Londres	602,1	684,0	88
Fédération des Bourses allemandes	217,9	1154,2	19
Paris	216,9	880,0	25
Bourses suisses	129,2	159,8	81
Amsterdam	113,1	211,3	54
Milan	76,2	810,5	9
Belgique	42,4	142,3	30
Luxembourg	7,9	6,9	114

211

* Les chiffres de capitalisation du marché comprennent les fonds et SICAV cotés, ainsi que les fonds d'investissement européens.

NB : taux de change £/\$: 1991 = 1,77, 1992 = 1,53;

taux de change £/ECU : 1991 = 0,7161, 1992 : 0,7982

Source : Statistiques Bourses Européennes, Rapport annuel 1992. Principaux indicateurs OCDE, Mai 1993.

La Bourse

Le *London Stock Exchange* a été actif dès le XVI^e siècle - sur un nombre restreint d'actions au commencement. En 1967 les autorités l'ont trouvé assez actif pour vouloir le réglementer afin de « réduire le nombre de mauvaises pratiques de la part des courtiers et intermédiaires ». Le marché a ensuite continué de s'épanouir, non sans quelques vicissitudes.

Bien que, comme nous l'avons signalé, le marché boursier ne fournisse qu'une petite proportion des fonds du secteur, le Tableau 2 montre l'importance de sa part au Royaume Uni par rapport aux autres pays.

La capitalisation boursière des sociétés cotées en pourcentage du PNB, en 1987, était la suivante :

Royaume Uni	86,3
Pays-Bas	43,7
Belgique	37,3
Espagne	27,1
Danemark	16,6
Allemagne de l'Ouest	16
France	12,8

Le volume d'affaires des titres nationaux et internationaux sur le *London Stock Exchange* était en 1992 de 381,7 milliards de livres sterling (dont 164,7 milliards en titres étrangers).

Ainsi, au Royaume Uni comme ailleurs, les banques (et autres institutions similaires) et le marché boursier se partagent la fonction d'intermédiaire entre les épargnants et le secteur ; d'une manière générale, plus les sociétés sont importantes plus elles ont tendance à vouloir et pouvoir émettre directement sur le marché boursier et voir leur actions cotées.

Bien que le Royaume Uni compte un nombre relativement important de sociétés cotées, la plupart d'entre elles sont de petite taille et dans tous les cas elles constituent seulement une fraction du nombre total des sociétés (la plupart sont privées et non cotées). Au Royaume Uni comme dans d'autres pays, le choix de coter une société appartient à ses actionnaires, dont certains peuvent être des administrateurs disposant d'importantes participations. Ils considèrent la cotation comme un moyen de :

— améliorer la structure du capital (en remplaçant les dettes par des capitaux propres ou en améliorant le ratio endettement/capitaux propres).

— réaliser une partie de leur investissement de manière à ne pas détenir trop de richesses dans une seule société.

— faire face à des problèmes de succession.

— faire face à des problèmes de fiscalité.

— élever leur statut.

— réaliser plus facilement des offres publiques d'achat.

Pendant longtemps ceux qui recherchaient la cotation n'avaient guère qu'à se soucier du coût de la transaction. Ils devaient se conformer aux réglementations des bourses qu'ils choisissaient et aux lois sur les sociétés en vigueur, mais ils n'avaient pas à se préoccuper des administrateurs non-opérationnels officieux (puisque rien n'obligeait à en recruter ; et si l'on en choisissait, il s'agissait le plus souvent de vieux amis ou de grands noms, voire les deux). De nombreux propriétaires considéraient que le public était excessivement chanceux d'avoir l'opportunité de participer à leur société et ils comptaient continuer à se comporter comme à l'ordinaire. Le public était libre d'acheter ou non leurs actions ; s'il les achetait il devait accepter « le paquet » comme il était, en raison et non malgré la direction de

la société³. Plusieurs administrateurs m'ont confié au cours des dernières années que les temps n'ont guère changé à cet égard. En particulier, la vieille garde ne s'inquiétait nullement d'un rachat - même si elle devenait minoritaire après la cotation.

Les prix des actions sur le marché secondaire n'affectent pas forcément le gouvernement d'entreprise, puisque les mouvements peuvent être dus à des influences exogènes. Une mauvaise performance prolongée influencera évidemment le prix des actions et le coût du nouveau capital (et la volonté des actionnaires de souscrire). Les actionnaires ont généralement réagi aux mauvaises nouvelles en vendant à d'autres probablement plus optimistes ou faisant le gros dos, en attendant une amélioration. Les interventions directes étaient rares et, jusqu'à une époque relativement récente, les O.P.A. des plus inhabituelles.

Fusions et rachats

Au Royaume Uni comme ailleurs les fusions ont été fréquentes. Le terme « rachat » est utilisé pour désigner une forme particulière de fusion, nommément celle où une société cherche à en acquérir une autre contre le gré du conseil d'administration de cette dernière. Certaines fusions prétendues « amicales » se transforment en rachats parce que le conseil d'administration de la société « cible » ne souhaite pas négocier ; et certaines offres « hostiles » se terminent par des termes négociés, ainsi les distinctions ne sont pas nécessairement très nettes.

Les « rachats » ont commencé dans les années 1950 et se sont accélérés dans les années 1960, et particulièrement au cours des années 1980 (voir Tableau 3). Selon le magazine *Acquisition Monthly*, les offres britanniques réalisées en 1990 se sont montées à 12 milliards de livres sterling et à 10 milliards en 1991.

Au cours des années 1969-88 les rachats ont représenté environ 1,6% du coût de remplacement et 2% de la valeur marchande du capital social britannique. Les années de pic ont été 1972 et 1988, avec environ 4% de la valeur marchande du capital social.

Les raisons de la croissance des activités de fusion sont nombreuses et diverses. Les sociétés aspirent à se développer et il existe seulement deux manières de le faire - le développement organique ou les fusions/acquisitions. Certaines sociétés comme *Marks & Spencer PLC* ont choisi la première voie ; d'autres, comme *Hanson PLC* ou BTR, la seconde. Certaines, dont les deux précédentes, ont cherché à se diversifier sur une vaste

3. Ce type d'argument est généralement utilisé pour défendre l'émission d'actions sans droit de vote, à savoir : que les acquéreurs devraient se satisfaire de ce qu'ils ont au lieu de vouloir autre chose.

TABLEAU 3
FUSIONS ET RACHATS DES SOCIÉTÉS BRITANNIQUES, 1969-88

Année	Nb. de fusions et acquisitions réalisées	Valeur totale des offres (en milliards de livres)	Valeur en proportion de la capitalisation boursière %
1970	614	1,00	2,3
1975	200	0,22	0,6
1980	368	1,26	1,7
1985	340	6,30	2,8
1986	537	12,13	4,0
1987	905	11,28	2,7
1988	937	16,87	4,2
1991*	512	10,2	
1992* (1 ^{er} trimestre)	124	2,2	

* Fondé sur les estimations de la Banque d'Angleterre

Source : Department of Trade & Industrie Business Monitor MQ7, 1989.

214

gamme de secteurs ; d'autres comme *Morgan Crucible PLC* ont conservé une gamme plus étroite. La croissance présente à la fois des avantages offensifs et défensifs. De nombreux directeurs généraux ont fait des acquisitions pour se donner à eux-mêmes et à leur groupe la protection de la taille ; quelle que soit la théorie sur les rachats comme remède à une direction inefficace, le marché fonctionne en fait à sens unique - les grandes sociétés achètent les plus petites, et non vice versa, de telle sorte que les grandes n'ont à redouter qu'un plus petit nombre de prédateurs probables.

En outre, les acquisitions répondent à divers objectifs. Pour les sociétés des secteurs matures, comme BAT dans le tabac, elles peuvent conduire à une diversification. Pour celles qui cherchent à améliorer leur part du marché mondial, comme Forte, elles peuvent mener à des achats domestiques et à l'étranger dans leur propre domaine d'activité. Pour celles qui estiment que leur marché national constitue une base trop étroite, puisqu'elles détiennent déjà une importante part de marché, comme Tate & Lyle ou Nestlé, cela peut conduire à d'importantes acquisitions à l'étranger. Certaines sociétés, comme BTR, préfèrent tirer davantage de profit de leurs activités, même si celles-ci sont déjà convenablement dirigées ;

d'autres comme Hanson semblent être expertes à repérer les sociétés sous-évaluées pour mieux les diriger et éventuellement pour les revendre ensuite. Dans aucun de ces cas, on ne peut dire que les acquisitions ne soient pas souhaitables en principe, bien que certaines fonctionnent mieux que d'autres, et que demeure la question obstinée de savoir si les sociétés avec des capitaux à épargner doivent donner aux actionnaires une chance de réinvestir plutôt que de garder pour elles cette option.

Il convient de considérer à présent les motivations personnelles des directeurs généraux. Une grosse société peut leur apporter un certain statut et éventuellement les honneurs. Leur temps en poste peut être court et ils sont donc pressés. L'atmosphère des années 1980 a été particulièrement propice à leurs opérations, avec la déréglementation et des fonds disponibles. Les règles de comptabilité au Royaume Uni ne les ont pas embarrassés, de telle sorte que les acquisitions (où les actifs incorporels et les provisions pouvaient être manipulées) paraissaient plus attirantes que la croissance organique, dans laquelle les premières étapes du développement d'un produit ou d'un marché peuvent affecter le compte d'exploitation.

On en est venu à admettre généralement dans les années 1960 que le marché boursier était en fait devenu aussi un marché pour les sociétés. Il n'existait pas alors de règles sur les actions de concert ou sur les prises de participation secrètes, et un acheteur patient pouvait facilement construire une position d'influence. Une fois qu'un acheteur avait saisi et assuré le contrôle d'une société il n'était pas obligé de faire une offre pour le restant des actions ou d'offrir autant pour celles-ci que ce qu'il avait payé pour celles qu'il avait déjà. Certains acheteurs ont acquis des sociétés pour les dissoudre afin de réaliser un profit immédiat, rendu possible par une imperfection peut-être temporaire du marché, sans le moindre égard pour toute autre considération ou le long terme (d'où leur surnom de « détrousseurs d'actifs »).

215

Le processus des rachats : une digression

Les pirates pionniers des années 1950 et du début des années 1960 ont provoqué une réaction qui a conduit, en 1967, à l'annonce par la Banque d'Angleterre de l'établissement du *Take-Over Panel (TOP)*, qui vit le jour l'année suivante après la rédaction du Code. Au cours de ses 12 premiers mois d'activité jusqu'en mars 1969, il a traité 575 procès. Le *Panel* est un corps non-réglementaire qui commande le soutien du secteur industriel et du monde financier. Il est géré par un directeur (détaché, pendant une durée de temps limitée, de l'une des sociétés financières) assisté par un personnel réduit composé de professionnels (dont l'un des membres est habituellement détaché de la Banque d'Angleterre). Le *Panel* lui-même est

composé de membres prééminents des mondes financier, professionnel et industriel. Le président est habituellement un avocat de renom.

Le TOP est à la fois législateur et tribunal. Il établit les règles qui sont promulguées comme code. N'étant pas réglementaire, il peut les changer rapidement si nécessaire. Il instruit les affaires et prend les décisions ; et les tribunaux hésitent à interférer avec la substance de celles-ci, si bien que les appels auprès d'eux sont rares (bien que pourtant il y ait toujours un examen judiciaire). Le TOP dispose de sa propre procédure d'appel. L'audition des affaires est faite par trois membres du Panel qui ne les ont pas entendu la première fois ; sous la présidence d'un avocat réputé. Ses réglementations sont presque toujours bien observées, parce qu'on ne peut pas faire fi du pouvoir de ceux qui soutiennent le Panel : le *Stock Exchange* peut, par exemple, suspendre la cotation d'une société qui n'y aurait pas égard. Dans les années 1980, une ou deux sociétés boursières ont manqué de respect au TOP - par exemple, en exploitant les insuffisances qu'elles avaient observées dans les règles - mais leur réputation en a souffert. Le Code du TOP a eu un effet important sur le processus des rachats. Il constitue désormais un important document de dix-sept sections, trente huit règles, plus des appendices. Les thèmes soulignés par le Code sont l'ouverture, l'opportunité et l'équité. Il est destiné à protéger les actionnaires et non les sociétés cibles.

216

L'ouverture signifie révéler l'accumulation de parts (conformément aux *Substantial Acquisition Rules*), plus les règles relatives aux actions de concert. La Loi sur les Sociétés de 1985, sections 198-220, a obligé les actionnaires disposant de 5% ou plus des parts de le signifier. Ce seuil a été réduit à 3%.

L'opportunité signifie mener l'offre suivant un calendrier, afin d'économiser ainsi aux enchérisseurs le coût qu'implique l'immobilisation indéfinie du financement, et d'éviter à la société cible l'incertitude d'une bataille prolongée. Si une offre échoue, l'enchérisseur n'est normalement pas autorisé à faire une nouvelle offre pendant un an.

L'équité signifie, d'abord que c'est aux actionnaires et non à la direction qu'il appartient de décider du résultat de l'offre : la direction ne peut pas dresser un mur autour d'elle afin d'arrêter un acheteur (e.g. en utilisant des pilules empoisonnées), ou de gêner l'offre de quelque autre manière (e.g. au moyen d'une défense du type Joyaux de la Couronne⁴). Deuxièmement, cela signifie justice de traitement pour tous les actionnaires. Les offres doivent être faites pour *toutes* les actions sur des termes égaux et le

4. La défense « Joyaux de la Couronne » est un accord conclu par l'entreprise avec un tiers stipulant qu'elle lui vendra ses meilleurs actifs (les Joyaux de la Couronne), sachant que la transaction n'aurait lieu qu'en cas d'OPA inamicale.

prix ne doit pas être inférieur à ce que l'enchérisseur a payé avant ou après qu'il a fait l'offre. En outre, si quelqu'un acquiert plus de 29,9% des actions, le contrôle doit lui revenir et il est tenu de faire une offre, en espèces, pour le restant. Toutefois, si l'acheteur est étranger il peut s'en tirer avec un traitement inégal (Bosch a acheté le Worcester Group pour 71,8 millions de livres sterling, mais a donné aux actionnaires dirigeants des termes différents de ceux donnés aux autres).

Les rachats et le gouvernement d'entreprise

La théorie qui sous-tend la relation des rachats au gouvernement d'entreprise est assez claire. Si l'on estime qu'une société est mal dirigée durablement, le prix de ses actions diminue et fournit une opportunité à un acheteur pour acquérir et faire meilleur usage des actifs. Il y a eu des rachats de ce type, l'acquisition de Distillers par exemple. L'incitation des actionnaires actuels à vendre à un acheteur dépend de la volonté de ce dernier d'offrir un prix supérieur à celui du marché au moment de l'offre - « la prime d'offre ». *Acquisitions Monthly* a montré, en février 1990, que la moyenne des primes comme pourcentage du prix de l'action un mois avant l'offre s'établissait comme suit : 1987 37% ; 1988 37% ; 1989 38%.

Il est cependant apparent que l'existence d'une prime d'offre ne dépend pas de la mauvaise gestion de la société cible. Il y a toujours deux systèmes de fixation des prix à l'oeuvre sur une bourse, l'un pour les paquets d'actions, l'autre pour le contrôle, et le contrôle supporte toujours une prime. Quelle que soit la qualité de la gestion, un enchérisseur prêt à offrir une prime doit se montrer attirant pour les actionnaires.

On peut comprendre que les actionnaires particuliers refusent une offre sur des bases non-économiques - le sentiment, la loyauté, l'aversion pour l'enchérisseur, etc. Mais le gestionnaire institutionnel ne peut pas se permettre une telle latitude. Il doit décider sur des bases économiques, quel est le meilleur intérêt de ses ayant droits, quoi qu'il pense des parties. De manière assez probable il détiendra aussi bien les actions des acheteurs. En stricte logique, il doit attendre si une offre contient une prime qui semble devoir s'évaporer, seulement s'il ne peut mieux faire en investissant les bénéfices ailleurs (ou peut-être en rachetant si l'offre échoue et le prix chute) ; et dans bien des cas il fera bien de vendre les actions de l'enchérisseur et de la cible, particulièrement si elles sont au prix fort.

Les chiffres ne fournissent pas de preuve absolue mais semblent indiquer que le sentiment et la loyauté influencent le cours des événements. Les actionnaires, semble-t-il, n'abandonnent pas volontiers une direction qui les a maintenus informés et à qui ils font confiance ; ils donneront souvent le bénéfice du doute (e.g. dans le cas de l'offre de BTR pour Pilkington). Parfois ils regrettent leur refus ; parfois ils profitent de leur

loyauté. Il n'y a rien de définitif, de certain ou de mécanique pour les offres, si ce n'est, au risque de se répéter, que chaque société a son prix. Se prononcer sur les fusions qui ont eu lieu ou non, cependant, c'est énoncer un jugement sur la base d'une demi-évidence, puisque personne ne peut dire ce qui se serait passé si les sociétés qui ont fusionné étaient restées séparées ou si celles qui n'ont pas fusionné s'étaient rassemblées. En général, toutefois, on peut assurer que les différences dans la culture d'entreprise, indépendamment des problèmes de personnalité, risquent de rendre les fusions difficiles, et un changement de direction - bien que cela puisse avoir aussi des effets dramatiques -, plutôt que de propriétaire, constitue probablement une solution bien plus efficace et bien moins coûteuse aux problèmes de gouvernement d'entreprise.

Les rachats ne sont pas des opérations bon marché. *Acquisitions Monthly* évalue, pour 1989, à 800 millions de livres les sommes perçues par les conseillers financiers. L'offre avortée d'Elders IXL pour Allied Lyons en 1986 a coûté à l'enchérisseur 30 millions de livres sterling et 14 millions à la cible. En comparant le système de gouvernement d'entreprise britannique avec ceux des autres pays, il conviendrait de comprendre dans le calcul les coûts globaux de la friction générés au Royaume Uni par le processus de rachat, et pas uniquement le coût du duel, mais aussi le prix qu'il fait supporter aux personnes qu'il affecte. Dans les dernières années certaines acquisitions inconsidérées ont eu des conséquences désastreuses : par exemple, l'acquisition de ISC par Ferranti ; l'acquisition d'Atlantic Computers par British and Commonwealth ; plusieurs achats réalisés par Maxwell et certains par Polly Peck. La liste est trop longue pour être agréable.

218

Les rachats « légitimes » peuvent tenir à différents motifs qui ne répondent pas à la volonté de corriger un mauvais gouvernement d'entreprise. Ainsi, Nestlé a acheté Rowntrees parce que sa gestion avait été bonne, et non mauvaise, et qu'elle avait créé une entreprise et des marques intéressantes à posséder. La DeutscheBank a donné au chef de Morgan Grenfell un poste important et un siège au « Vorstand » en reconnaissance de ses mérites et de sa compétence.

En théorie, le conseil d'administration ne devrait jamais tolérer une mauvaise gestion durable, et s'il n'y veille pas, les actionnaires devraient se charger du problème. Le rôle du marché ne devient possible pour ce genre de rachat que parce que le conseil d'administration et les actionnaires ont échoué. Le marché joue le rôle de coup d'arrêt, bien qu'il ne fournisse qu'une fraction seulement des fonds utilisés par les sociétés (voir Tableau 1).

Il existe de nombreux exemples au Royaume Uni où ni le conseil d'administration ni les actionnaires n'ont joué leur rôle convenablement.

Plusieurs rachats n'ont pas été sectoriellement motivés. Un directeur général recevant une proposition indésirable est naturellement préoccupé par ce qui la motive, ne serait-ce que parce que cela peut affecter son futur personnel. Rares sont ceux qui se plaignent. Ils achètent des sociétés eux-mêmes et vivent avec le risque d'être achetés par la concurrence.

Il est impossible de mesurer les effets d'un rachat. D'un côté cela génère des économies. Les bureaux de direction au Royaume Uni sont nettement moins opulents qu'autrefois ; ils sont aujourd'hui plus restreints et moins nombreux. *Quid* de l'investissement ? La plupart des directeurs généraux assureront que leurs programmes d'investissement ne sont pas affectés par la crainte d'un rachat. Et pourtant aucun directeur général n'ignore le prix de ses actions. Ces points sont-ils compatibles ? Il est permis d'en douter, attendu l'apparente plus grande fermeté des attitudes dans les sociétés privées qui n'ont pas à se soucier d'un prix de cotation : les directeurs qui ont été « privatisés » confient leur soulagement de pouvoir se concentrer sur le long terme sans craindre un rachat hostile. Des administrateurs certains que les actionnaires comprennent la société peuvent faire beaucoup, mais ils continuent de se soucier du prix de leurs actions. Comment ne pas conclure que l'importance donnée par le marché à « la valeur immédiate des actionnaires » risque de conduire la direction à opter autant que possible pour un retour sur investissement à plus court terme.

Les règles du TOP facilitent le processus des rachats mais n'y ont pas trait directement. Il a suffi que Hansen PLC achète 2,5% des actions d'ICI pour faire sonner toutes les alarmes. Doit-on s'en réjouir ? Certains estiment que oui. Mais une telle menace n'est pas calculée pour faire penser les sociétés sur le long terme, particulièrement si l'on considère que la moitié des administrateurs des sociétés cibles démissionnent après l'acquisition.

De tels chiffres ne sont pas étonnants - les offres contestées sont souvent acrimonieuses. Rien de surprenant donc à ce que les offres soient craintes et combattues. Ce n'est pas un simple problème d'argent ou de rémunération. La société veut que ses entreprises soient dirigées par des personnes motivées et dévouées, et cela n'est pas compatible avec la crainte d'être licencié, d'avoir à abandonner l'investissement spirituel de plusieurs années, et cela non en raison de l'une des calamités normales qui peuvent frapper les affaires, mais seulement parce que la bourse a répondu de manière convulsive à un riche « raider ».

Il est impossible de mesurer l'effet de la peur sur les différents membres des conseils d'administration des sociétés, mais ils sont probablement désormais si conditionnés par ces pressions continues qu'ils les intègrent dans leur subconscient sans même le savoir. Les critères qu'ils se fixent eux-mêmes sont probablement inférieurs à ceux qui le seraient par d'autres. La crainte constitue une piètre motivation, distrayante et destructrice.

La menace d'un rachat a aussi influencé le ratio dividende/bénéfice qui a atteint un 62% sans précédent au quatrième trimestre 1989. La Banque d'Angleterre écrivait que « l'expérience montre que l'augmentation des dividendes a été fortement associée à l'explosion des rachats hostiles ». Il semble que la perception des pressions boursières pousse la direction à maintenir les dividendes, même lorsqu'une autre cause plus rationnelle et prudente aurait incitée à le réduire.

Rachats d'une société grâce à un emprunt garanti par les actions de cette même société (LBO) ; rachat d'une entreprise par ses salariés (MBO) ; enchères (MBI)

Ces trois modes de rachats sont devenus importants au cours des dernières années. En 1979 on en comptait seulement 19, avec une valeur totale de 14 millions de livres sterling. Une décennie plus tard ils atteignaient leur pic avec un nombre de 552, pour une valeur de 7502 millions de livres sterling. En 1991 leur nombre avait chuté à 595 représentant 2809 millions. Ainsi, bien que le nombre continuait de progresser, la valeur moyenne avait chuté de 14,4 millions à 5 millions de livres sterling.

Comme de nombreuses bonnes idées, les LBOs, les MBOs et les MBIs ont été tellement submergés par la mode qu'on en a perdu toute précaution et toute prudence. De 1984 à 1988, le ratio de levier était 1/3 (i.e. dettes + dettes juniors « mezzanines » fonds propres). A la seconde moitié de 1989, il était de 5/9. Le bon sens prévalut ; le ratio pour la seconde moitié de l'année 1991 était de 1/8. Par ailleurs, 8,8% des MBOs et 21% des MBIs réalisés en 1991 se sont déjà terminés par des liquidations (enquête réalisée par *Investors Chronicle*, avril 1992).

L'enseignement à tirer de l'échec de tant de MBOs et MBIs relativement au gouvernement d'entreprise, c'est que certains risques sont excessifs et que la motivation est insuffisante en soi. Les MBOs et les MBIs reposent sur le principe suivant lequel si la direction possède une part suffisamment importante, les coûts d'agence (pour parler comme les économistes) se trouvent réduits ; la performance augmentera avec la motivation. Il est pourtant évident que la motivation ne vaut rien sans la compétence : autrement aucune entreprise familiale ne ferait faillite tant que les administrateurs resteraient motivés - mais comme on le sait bien, nombre d'entre elles font faillite. Ainsi, les principes généraux du gouvernement d'entreprise s'appliquent aux MBOs et MBIs comme aux autres entreprises, et les investisseurs ignoreront ce fait à leur péril. C'est un point décisif étant donné le grand nombre de MBOs et de MBIs réussis, retournant rapidement sur le marché et y recevant une nouvelle cotation, ce qui, partant, repose à nouveau la question des coûts d'agence.

Litiges

Les occasions de procès sont assez rares et ne concernent que rarement les administrateurs engagés dans des circonstances normales.

On a de plus en plus tendance à poursuivre les auditeurs, particulièrement après qu'une société a fait faillite de façon inattendue ou peu après que ses comptes ont été approuvés ; bien que le jugement bien connu de la Chambre des Lords dans le procès Caparo ait réduit le droit de poursuite en définissant étroitement les personnes envers qui les auditeurs ont un devoir d'attention.

En bref, les litiges ne jouent pas un rôle important dans le gouvernement d'entreprise au Royaume Uni - même pendant ou après des rachats.

L'information financière aux actionnaires

L'information que les administrateurs sont tenus de fournir conformément aux lois des sociétés, bien que non négligeable, ne suffit cependant pas à fournir aux actionnaires une complète image de leur conduite. Pour ce faire, il faudrait qu'ils leur remettent un bilan cohérent du comportement de leur société au cours du dernier exercice, précisant quels étaient alors sa situation et ses objectifs. Les chiffres ne sauraient suffire, car il sont au mieux un instantané, une approximation des faits passés. L'opinion commune et erronée selon laquelle des données numériques éclairent la vérité tandis que les mots sont équivoques doit être repoussée. De nombreux chiffres reposent forcément sur des jugements subjectifs : par exemple, les provisions pour créances douteuses, les contrats inachevés et la valeur des actions et des immeubles. En outre, tous les chiffres, même s'ils sont exacts, ne rendent pas forcément compte de l'ensemble de l'histoire.

Ils doivent eux-mêmes être calculés suivant les conventions adoptées par les professionnels de la comptabilité. Le *Financial Reporting Council* et l'*Accountings Standards Boards* révisent les critères de déclaration financière, et le *Financial Reporting Review Panel* surveille à présent les sociétés dont les comptes tombent au-dessous des critères de déclaration financière acceptés. Quels que soient les critères adoptés, il est du devoir des administrateurs de veiller à leur respect. Le rôle des auditeurs est secondaire, malgré la propension à les poursuivre quand quelque chose va mal, parce qu'ils ont les moyens de faire face ou sont assurés.

Le *Cadbury Report* couvre les rapports financiers dans les paragraphes 4.47ff, en recommandant dans le paragraphe 4.50, « que les conseils doivent veiller soigneusement à leur devoir de présenter une déclaration équilibrée et compréhensible de la situation de leur société. L'équilibre exige que les revers soient traités comme les succès, tandis que le besoin de rendre le rapport compréhensible souligne que les mots importent autant que les chiffres ».

Les pressions exercées sur les conseils d'administration des sociétés pour fournir davantage de données chiffrées proviennent du désir naturel des investisseurs et des analystes de produire ce qui est facilement comparable. Les dessins et les classements peuvent être construits à partir de chiffres (fort suspects) plus facilement qu'à partir de mots (pourtant fiables). La réalité est que les données qualitatives demandent du jugement et que le jugement demande de la compétence et de l'expérience - d'où l'exhortation à fournir des données qui réduisent l'importance des deux. Les comptes et le rapport d'une société ne peuvent être rendus immédiatement interprétables sans jugement. Celui-ci peut être assisté - au moins pour ceux préparés à cet exercice - par un récit cohérent sur le passé, le présent et le futur, c'est-à-dire par la description, aussi détaillée que le permet la confiance commerciale, des réalisations de la société par le moyen de sa politique du personnel et de ses plans d'investissement et de développement ; certains insistent particulièrement sur les dépenses de recherche et de développement.

4 - Le gouvernement d'entreprise au Royaume Uni — une déclaration

222

Il y a deux principes fondamentaux du gouvernement d'entreprise qui s'appliquent à tous les temps et tous les lieux. Ils ne nient pas l'importance du pouvoir ou du patronage, mais demandent leur exercice au sein d'un cadre de responsabilité. Ces deux principes peuvent être rapidement présentés :

— la direction doit pouvoir conduire l'entreprise sans redouter des contraintes injustifiées provoquées par l'interférence du gouvernement, la peur des litiges, ou celle du licenciement.

— Cette liberté - d'employer le pouvoir de direction et le patronage - doit être exercée au sein d'un cadre de responsabilité efficace. La responsabilité nominale n'est pas suffisante.

Pour évaluer le système de gouvernement d'entreprise britannique, il convient de considérer avec précaution dans quelle mesure ces principes sont observés ou violés. Nous avons déjà abordé certaines de ces questions dans l'exposé du système présenté plus haut.

La liberté de la direction opérationnelle

Le Gouvernement. Le Royaume Uni n'a pas à affronter les pires manifestations d'interférence de la part des ministres ou des fonctionnaires ; la direction n'a pas à demander de permission pour la plupart de ses démarches, et n'a pas non plus besoin de recourir à la corruption pour faire avancer ses affaires. Dans la plupart des secteurs du commerce et de l'industrie britanniques, cependant, la réglementation est bien plus com-

plète aujourd'hui qu'elle ne l'était jadis - et cela ne tient pas peu à Bruxelles.

La peur des litiges. Les administrateurs des sociétés britanniques sont rarement poursuivis et dans l'ensemble ne craignent pas de l'être. Cela tient en partie à ce qu'il existe peu de causes d'actions possibles.

La peur du licenciement. Comme on l'a dit, le Royaume Uni peut seulement espérer obtenir le meilleur de ses administrateurs si ceux-ci peuvent opérer avec une confiance suffisante pour prendre soin de l'entreprise dans le moyen et long terme. Il est difficile, voire impossible, de mesurer leur confiance - cela dépend beaucoup de la société, du secteur, du temps, du marché et des individus. Ils doivent disposer d'un critère convenable par rapport auquel juger leurs propres comportements ; s'ils se sentent constamment contraints d'étudier le prix de leurs actions, cela en dit long sur les pressions qui affectent inévitablement leur prise de décision. Une conscience convenable du rôle du marché semble dans certains cas conduire insensiblement à le craindre et à redouter un licenciement.

Les contraintes internes. La plupart des grandes sociétés se préoccupent de plus en plus de savoir si leurs systèmes de direction et de contrôle assurent le meilleur rapport des personnels qu'elles emploient. L'un des principaux objectifs à atteindre au cours du siècle prochain sera celui de parvenir à établir le meilleur équilibre possible entre le contrôle et la motivation, de manière à obtenir le meilleur engagement de tous aux objectifs de l'entreprise.

223

La responsabilité

« Responsabilité ». Ce terme a une tonalité désagréable et menaçante ; personne n'apprécie particulièrement d'être responsable. Son importance est pourtant prophylactique et curative. Si le système de responsabilité fonctionne bien, on aura tendance à fixer des critères élevés ; si la direction échoue constamment à les maintenir, la responsabilité conduit à une action réparatrice. Le système britannique repose principalement sur les conseils et dans une degré limité sur les actionnaires.

Aucun amendement formel au système ou changement à la loi ne pourrait en lui-même garantir le succès ou libérer de l'échec. Aucun type de structure n'assure la compétence des individus ou des dynamiques de groupe efficaces. La responsabilité de la direction devant le conseil d'administration dans son ensemble constitue de l'avis de tous le fondement du système. Dans certaines sociétés cet arrangement fonctionne bien. Dans la plupart il ne fonctionne pratiquement pas ; dans d'autres, partiellement ou médiocrement. En bref, le système britannique fonctionne erratiquement.

Le *Cadbury Code* devrait permettre certaines améliorations comme il y a eu des progrès réalisés avec la structure des conseils d'administration. Si cela se confirme, on aura remédié à l'une des principales faiblesses ; mais même alors, la situation des administrateurs non-opérationnels dans un conseil d'administration unitaire sera toujours difficile.

Le rôle des actionnaires

Le lien probablement le plus ténu dans le système de gouvernement d'entreprise britannique est celui qui unit le conseil d'administration aux actionnaires. De nombreux actionnaires considèrent que leurs intérêts, ou ceux au nom de qui ils détiennent des actions, ne se trouvent pas mieux servis s'ils s'intéressent ou participent au gouvernement d'entreprise. La responsabilité est comme une conversation téléphonique : elle ne peut pas avoir lieu convenablement à moins que les deux parties n'écoutent, et si l'une d'entre elles a décroché son téléphone il ne peut y avoir de conversation. De nombreux investisseurs britanniques ne veulent pas de téléphone et estiment pouvoir s'en passer ; ils considèrent que leurs intérêts sont convenablement servis par les opérations boursières - même si la contrepartie est une société comme la leur, ce qui est presque toujours le cas.

224 Le système britannique repose sur l'hypothèse selon laquelle les actionnaires surveilleront les performances des sociétés dans lesquelles ils investissent, non pas en examinant chaque mouvement ou en jugeant la direction, mais en se préoccupant de la bonne appréhension des questions stratégiques qu'une société affronte toutes les décennies et surtout en veillant à la compétence continue de sa direction.

Conclusion

Le système de gouvernement d'entreprise britannique ressemble davantage à celui des Etats-Unis qu'à ceux de la France, de l'Allemagne ou du Japon, notamment en raison du rôle peu important des banques. Il s'ensuit que c'est à la direction, au conseil d'administration et aux actionnaires qu'il incombe de faire veiller à une stricte observation des deux principes de gouvernement indiqués ci-dessus. Les conseils d'administration s'améliorent avec le temps seulement. Au XXI^{ème} siècle, le rôle des actionnaires devrait se trouver réduit à ce qui était originellement prévu lorsque le système a été construit. Il ne leur revient pas de juger la direction, mais il leur appartient en revanche de s'assurer que le conseil d'administration dans son ensemble agit effectivement et de prendre les mesures nécessaires, si ce n'est pas le cas. Il reste à voir s'ils honoreront leurs obligations.