

# DÉVELOPPEMENTS RÉCENTS DANS LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE

ÉDITH GINGLINGER\*

**D**urant l'année qui vient de s'écouler, de nombreuses initiatives ont vu le jour en France et dans le monde dans le domaine du gouvernement d'entreprise. La Commission européenne a adopté, en 2003, un plan d'action visant à renforcer le gouvernement d'entreprise en Europe, qui insiste en particulier sur la relation entre les performances de la société et le niveau de rémunération de ses dirigeants. Une proposition de directive sur les droits des actionnaires fait l'objet d'une consultation depuis septembre 2004, et des projets de recommandation sur la rémunération des dirigeants et le rôle des administrateurs circulent. Par ailleurs, la directive européenne sur les offres publiques d'achat (OPA) a été adoptée en avril 2004. L'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) a également procédé, en 2004, à une révision de ses principes de gouvernement d'entreprise qui avaient été initialement adoptés en

1999. En France, l'Institut français des administrateurs a été créé, afin de promouvoir les principes de bonne gouvernance et la professionnalisation des administrateurs.

Il est difficile de faire le point sur l'ensemble des avancées en matière de gouvernance. Nous allons retenir plus particulièrement trois champs :

- la composition et le fonctionnement des conseils d'administration ;
- la rémunération des dirigeants ;
- l'exercice du droit de vote par les actionnaires.

## COMPOSITION ET FONCTIONNEMENT DES CONSEILS D'ADMINISTRATION

Parmi les questions ayant donné lieu à de larges débats au cours des derniers mois, figure celle des administrateurs indépendants : quelle proportion opti-

---

\* Professeur à l'université Paris Dauphine, directrice du Cereg (CNRS).

male d'administrateurs indépendants, quelles compétences, pour quelle responsabilité et quelle performance ? De façon plus discrète, mais dans un mouvement qui semble inéluctable, les sociétés vont vers une séparation des fonctions de président du conseil et de directeur général. Là encore, quels en sont les enjeux et les conséquences pour les actionnaires ? Enfin, la mise en place des différents comités émanant du conseil se poursuit, et pose la question du choix des comités et de leurs membres.

### **Administrateurs internes, administrateurs indépendants**

On distingue traditionnellement les administrateurs internes, dépendants de la direction (salariés essentiellement), et les administrateurs externes, indépendants des dirigeants. On peut ajouter une catégorie intermédiaire, les administrateurs gris qui, sans être internes, ont une relation avec la direction (membre de la famille d'un administrateur interne, client, relation d'affaires...). Le critère d'indépendance est un point sensible. En effet, un administrateur remplissant toutes les conditions formelles d'indépendance peut néanmoins être lié au dirigeant, parce qu'il appartient à un même réseau informel. Selon la proposition de recommandation européenne de 2004, la détermination de ce qui constitue l'indépendance devrait relever principalement du conseil d'administration ou de surveillance lui-même. En effet, celui-ci peut estimer que, bien que remplissant tous les critères d'indépendance retenus au niveau natio-

nal, un membre donné ne peut être considéré comme indépendant en raison de circonstances propres à sa personne ou à la société, et vice versa. Les sociétés devraient également publier annuellement la liste des administrateurs qu'elles considèrent comme indépendants. Le rapport Bouton préconise de porter la proportion d'indépendants à 50 % dans les sociétés françaises à capital dispersé. C'est également la proposition du *Combined Code* au Royaume-Uni. La proposition de recommandation européenne mentionne, sans préciser de proportion, qu'un nombre suffisant d'administrateurs non exécutifs indépendants, ou de membres indépendants, devrait être nommé au conseil d'administration ou de surveillance des sociétés.

Ces recommandations sont-elles respectées ? L'étude menée par Deminor Rating en 2004 sur les sociétés appartenant à l'indice FTSE Eurotop 300 montre que la proportion d'administrateurs indépendants augmente dans la plupart des pays européens. Dans 24 % des sociétés, les conseils comportent plus de 50 % d'indépendants, contre 12 % en 2002. En France, 5 % (30 %) des sociétés ont un conseil composé de plus de 50 % (un tiers) de membres indépendants. L'évolution a été sensible en Italie (46 % de firmes avec plus d'un tiers d'indépendants, contre 9 % en 2002), et en Suisse (50 % de sociétés avec plus d'un tiers d'indépendants, contre 12 % en 2002).

L'augmentation de la proportion d'administrateurs indépendants semble ainsi avérée. Quel en est le bénéfice pour les actionnaires ? La présence d'administrateurs indépendants améliore-t-elle les performances de la firme

et l'efficacité du contrôle par le conseil d'administration ? Les administrateurs internes sont peu enclins à contredire le dirigeant auquel leurs carrières sont liées. En revanche, la qualité des décisions des administrateurs externes conditionne la valeur de leur capital humain.

Les études menées, pour la plupart aux États-Unis, montrent que les changements de dirigeants apparaissent plus directement liés aux performances passées dans les sociétés dont le conseil d'administration est plus indépendant. Les primes proposées sont de 20 % supérieures lors d'une offre publique, lorsque le conseil de la cible est majoritairement composé d'indépendants. Enfin, les mesures anti-OPA sont adoptées de façon plus parcimonieuse, et leur objectif semble moins l'enracinement des dirigeants lorsque le conseil est plus indépendant.

Si la présence d'administrateurs indépendants semble avoir une incidence sur les prises de décisions, elle ne modifie en rien les performances de la firme, qu'elles soient mesurées par des ratios comptables, le ratio valeur de marché sur valeur comptable, ou par des performances boursières à long terme<sup>1</sup>. En revanche, le nombre d'administrateurs indépendants semble augmenter à la suite de piètres performances de la société, l'augmentation du nombre d'indépendants étant alors un gage de bonne gouvernance donné aux investisseurs.

Une autre manière d'aborder cette question est de mesurer la réaction des cours de l'action à l'annonce de la nomination d'un administrateur indépendant. L'accueil des investisseurs apparaît cette fois positif, mais il est

positif également pour une nomination d'administrateur interne. En réalité, tout nouvel arrivant signale une volonté de changement, supposé dans l'intérêt des actionnaires.

L'efficacité des administrateurs indépendants reste ainsi largement à établir. Plusieurs explications peuvent être avancées. La première a trait à la notion même d'administrateur indépendant. Comme indiqué précédemment, il peut être indépendant au sens des différents rapports ou réglementations, mais présenter néanmoins d'autres formes de proximité. Par exemple, en France, Carminatti-Marchand et Paquerot montrent l'importance des réseaux, en particulier les réseaux d'anciens élèves de polytechnique et de l'ENA. Ainsi, 60 % des dirigeants appartenant à ces réseaux ont un conseil d'administration majoritairement issu de leur réseau (X si X, ENA si ENA). Seuls 16 % des conseils d'administration n'ont pas d'administrateurs issus de ces réseaux. L'internationalisation des conseils d'administration, qui tend à s'accroître, devrait, à terme, réduire le poids des réseaux français. L'enquête menée en 2004 par La Tribune-Altedia<sup>2</sup> montre que 70 % des sociétés interrogées ont au moins un administrateur étranger (contre 61 % en 2003) et, parmi elles, 70 % ont plus de 3 administrateurs étrangers (contre 38 % en 2003). Par ailleurs, Jensen et Murphy insistent sur la nécessité de limiter le nombre de PDG d'autres entreprises dans le conseil d'administration, malgré la vision stratégique qu'ils peuvent apporter. En effet, un PDG adopte un point de vue de PDG, même en dehors de la société qu'il dirige, et aura tendance à être solidaire

du PDG, notamment pour les rémunérations. Enfin, l'environnement social et psychologique des entreprises amène un certain nombre d'administrateurs à se sentir dans une position d'employés, ou tout au moins de soutien du PDG, et non dans un réel rôle de contrôle. Les administrateurs sont, en effet, recrutés par le dirigeant, qui fixe l'ordre du jour des conseils et décide des informations susceptibles d'être communiquées aux administrateurs. Du chemin reste ainsi à parcourir vers une indépendance effective des administrateurs.

### **La séparation des fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration**

La période récente a vu une montée en puissance en France de la formule dualiste (conseil de surveillance/directoire), qui entraîne une séparation de droits entre les fonctions de directeur général et de président. L'enquête de La Tribune-Altedia estime la proportion des sociétés anonymes (SA) dualistes à 31 % en 2004. La loi NRE (nouvelles régulations économiques) du 15 mai 2001, qui permet à chaque société d'opter pour le cumul ou la séparation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général dans les structures monistes, produit également progressivement ses effets. Selon l'enquête précitée, en 2004, les fonctions sont séparées pour 30 % des SA à conseil d'administration, contre 20 % en 2003. Au total, l'augmentation tout à la fois du nombre de structures dualistes et de structures monistes bicéphales amène

un accroissement sensible des sociétés pour lesquelles le président n'est pas le directeur général. Si l'on cumule les deux formes, la séparation concerne 51 % des sociétés en 2004 (contre 43 % en 2003). Dans la plupart des autres pays européens, la séparation des fonctions est plus répandue. Au Royaume-Uni, 93 % des firmes cotées ont adopté la séparation des fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration. Cette proportion est de 61 % en Suisse, 89 % en Belgique, 91 % en Italie et 69 % en Espagne<sup>3</sup>. En Allemagne et aux Pays-Bas, l'existence d'une structure juridique duale entraîne une séparation de droits.

Cette évolution rejoint les préoccupations de la proposition de recommandation européenne de 2004, qui préconise une séparation des rôles de président et de directeur général dans les structures monistes.

Quels sont les avantages et les inconvénients de la séparation des fonctions ? Lorsqu'il y a unicité, le responsable des décisions et de la stratégie est clairement identifié. Cette situation évite la dilution du pouvoir, les rivalités de personnes, la confusion des responsabilités. D'un autre côté, la séparation accroît l'indépendance du conseil d'administration, permet la séparation de la direction et du contrôle, et incite le dirigeant à apprécier plus justement les performances de la firme. Lorsque l'on se penche sur les performances des firmes concernées, la supériorité de la séparation des fonctions n'apparaît pas évidente. Palmon et Wald étudient l'impact d'un changement d'une structure unique à une structure bicéphale (et inversement) sur les performances

des firmes, mesurées à l'annonce du changement et par l'évolution de plusieurs ratios de rentabilité comptable. Quelles que soient les mesures considérées, ils montrent que le changement d'une structure unique à une structure bicéphale est positif pour les grandes firmes et négatif pour les petites firmes. Le changement inverse est négatif pour les grandes firmes et positif pour les petites firmes. Les plus petites firmes ont fréquemment un actionnariat plus concentré, et des structures de direction réduites. Un responsable unique, à la fois directeur général et président du conseil, permet plus de clarté dans la conduite de l'entreprise. En revanche, les firmes plus grandes, dont l'actionnariat est plus dispersé, bénéficient de la dissociation des fonctions, permettant un meilleur contrôle et un contre-pouvoir plus efficace.

### Les comités spécialisés

Le conseil d'administration crée des comités spécialisés, afin de l'éclairer sur les sujets sensibles. Selon l'enquête de La Tribune-Altedia, 95 % des sociétés disposent d'un comité d'audit qui a pour tâche de s'assurer de la pertinence et de la permanence des méthodes comptables adoptées pour l'établissement des comptes, et de vérifier que les procédures internes de contrôle fonctionnent correctement.

Deux autres comités sont fréquents : le comité des rémunérations (92 % des sociétés), le comité des nominations (77 % des sociétés). Enfin, le comité d'éthique (11 % des sociétés) et le comité d'environnement (5 % des

sociétés) sont beaucoup plus rares. Tous ces comités rendent compte au conseil d'administration, mais le rapport n'est pas à la disposition des actionnaires dans la plupart des entreprises.

L'indépendance du comité d'audit est un point clé de son efficacité. Or, les membres indépendants ne sont pas toujours majoritaires. Selon l'étude de Deminor Rating, la proportion des firmes dans lesquelles les indépendants sont majoritaires est de 98 % au Royaume-Uni, 40 % en France, 44 % en Suisse, 73 % en Italie et 31 % en Espagne.

Est-il possible d'apprécier l'efficacité des comités ? La littérature empirique aux États-Unis est, là encore, abondante. Citons, par exemple, l'étude de Xie et *al.*, qui montre que la gestion des résultats par les entreprises diminue lorsque le comité d'audit est actif (mesuré par la fréquence des réunions) et est composé de membres expérimentés (notamment appartenant à des banques d'affaires et ayant une formation financière). Nous reviendrons un peu plus loin sur le rôle du comité de rémunération.

Pour conclure, les conseils d'administration comportent une proportion croissante d'administrateurs indépendants, mais leur présence n'est pas, à elle seule, garante de meilleures performances. La séparation des fonctions de président du conseil et de directeur général, de plus en plus fréquente, et la présence de comités spécialisés actifs (mais le sont-ils tous ?) renforcent probablement l'indépendance du conseil.

Un autre point, qui fait l'objet d'attention aux États-Unis, mais qui, pour l'instant, n'est que peu débattu en France, est le mode de renouvellement

ment des conseils d'administration. En effet, le renouvellement partiel et par roulement des conseils, qui peut être prévu par les statuts et qui est très utilisé par les sociétés françaises, offre une large résistance au changement. Bebchuk et Cohen établissent sur des données américaines que c'est un facteur qui pèse sur la valeur de la firme.

## LES MODALITÉS DE RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS

Les rémunérations des dirigeants ont considérablement augmenté durant les dernières années. Quelles sont les justifications de ces rémunérations élevées ? La définition des modalités de rémunération est l'un des principaux outils incitatifs à la disposition des actionnaires, afin d'amener les dirigeants à fournir des efforts en leur faveur et à améliorer les performances de la firme. Quelle est la structure de rémunération adoptée par les firmes ? Est-elle compatible avec un objectif de performance à long terme ? Enfin, les modalités de fixation des rémunérations sont-elles transparentes et dans l'intérêt des actionnaires ?

### Quelques données

Depuis 2002, les sociétés françaises sont amenées à publier les rémunérations des dirigeants dans leurs rapports annuels. Ainsi, les rapports 2004 établissent une rémunération brute moyenne des dirigeants du CAC 40 pour l'année 2003 de l'ordre

de 2 millions d'euros hors *stock options*. La progression moyenne de ces rémunérations est de 15 % en un an. L'exercice de *stock options* permet à certains d'entre eux de doubler leur rémunération. Dans tous les cas, les plus-values potentielles sont importantes. Dans l'enquête de La Tribune-Altedia, une proportion non négligeable de sociétés n'ont pas souhaité répondre aux questions relatives aux rémunérations. Parmi celles qui ont répondu, la part variable de la rémunération représente pour la plupart plus de 50 % de la rémunération. Elle n'est liée à la performance boursière que dans 14 % (10 %) des cas pour le PDG (directeur général). Dans les autres cas, elle est fonction d'un résultat comptable, de la croissance du chiffre d'affaires ou de ratios de structures financières.

Comparons ces données aux rémunérations des dirigeants des firmes américaines du S&P 500<sup>4</sup>. En moyenne, en 2002, un dirigeant a touché 3,38 millions de dollars, dont 47 % variables, et 4,41 millions de dollars sous forme de *stocks options*. La rémunération des dirigeants américains a été multipliée par 3,5 entre 1992 et 2002, mais cette évolution est essentiellement le fait des *stock options*. Le salaire, en dollars constants, a été multiplié par 2. L'une des explications, mais sans doute pas la plus importante, de ces augmentations des rémunérations est l'accroissement de la proportion des recrutements extérieurs pour les PDG (moins d'une année dans l'entreprise avant leur nomination), dont les rémunérations sont supérieures. En moyenne, cette proportion, qui était de 17 % entre 1980 et 1989, est passée à 26,5 % entre 1990 et 2000, dénotant un marché de

l'emploi des dirigeants de plus en plus actif au cours du temps.

### Structure de rémunération et performance des entreprises

Le lien rémunération/performance à long terme de l'entreprise est au cœur des préoccupations récentes. L'OCDE en fait une rubrique spécifique dans la version 2004 de son rapport et une proposition de recommandation de la Commission européenne a été rendue publique en octobre 2004. Cette dernière concerne les dirigeants, mais également les administrateurs et membres du conseil de surveillance. Elle insiste sur la transparence en matière de rémunération, en demandant à chaque société cotée de faire une déclaration annuelle sur sa politique de rémunération. Cette déclaration devrait comporter une explication de l'importance relative des différentes composantes de la rémunération, l'explicitation des critères de performance qui ouvrent droit aux composantes variables, attribution d'actions et de *stock options* et du lien rémunération/performance. Enfin, une description des caractéristiques des régimes de retraite complémentaire devrait également être fournie. Par ailleurs, la politique de rémunération devrait figurer à l'ordre du jour de l'assemblée des actionnaires, et faire l'objet d'un vote (restent en discussion les modalités du vote et son caractère obligatoire ou non). Le détail des rémunérations individuelles des dirigeants et administrateurs devrait figurer dans les comptes annuels.

De plus en plus, les entreprises

devront justifier très précisément les rémunérations versées à leurs dirigeants. La difficulté pour elles est de déterminer un contrat optimal, ou du moins le meilleur possible.

Les différents types de contrats de rémunération présentent tous des effets induits. Le recours à un salaire fixe incite aux prélèvements non pécuniaires. Une rémunération indexée sur les résultats comptables offre une forte incitation à la manipulation de ceux-ci. Une rémunération fondée sur des données boursières est pour partie sans lien avec les efforts du dirigeant. La nature des contrats proposés conduit également à attirer des dirigeants aux motivations et aux profils divers. Ainsi, si le contrat proposé comporte un salaire plus faible, mais une indemnité de départ à la retraite élevée, il attirera un dirigeant souhaitant rester dans l'entreprise. Un contrat proposant une part variable importante visera des dirigeants moins avertis au risque, et plus confiants dans leur capacité à créer de la valeur. Mais les dirigeants, pour la plupart très imparfaitement diversifiés, exigeront une prime pour compenser le risque spécifique que l'entreprise leur demande de supporter en les rémunérant sous forme de primes ou de *stock options*. L'entreprise se trouvera confrontée à un arbitrage entre une rémunération plus risquée et susceptible de mieux motiver le dirigeant, mais également plus élevée, et une rémunération comportant une large part fixe et au total plus faible. L'augmentation générale des rémunérations des dirigeants est ainsi, pour partie, le fruit d'une part de rémunération risquée plus importante. La difficulté est que l'augmentation de la

partie risquée s'est fréquemment ajoutée, et non substituée à la rémunération antérieure.

Le dernier point concerne les *stock options*, qui expliquent une large part de l'augmentation de la rémunération des dirigeants au cours des dix dernières années. Pourquoi les entreprises ont-elles aussi largement accordé des *stock options* ? L'une des raisons en est leur faible coût apparent (absence de sorties de fonds et de comptabilisation). Le fait de ne pas comptabiliser le coût réel des options a amené les firmes à accorder un nombre d'options et non un montant. De ce fait, toute augmentation des cours a entraîné un accroissement automatique des rémunérations sous forme de *stock options*. L'obligation de comptabiliser le coût réel des options entraînera probablement une réduction du recours à ce mode de rémunération, qui sera plus systématiquement comparé à des solutions alternatives, notamment l'octroi d'actions. Lorsque les *stock options* sont sans valeur, les dirigeants exercent une forte pression à l'attribution de nouvelles options à un prix d'exercice réduit, pression à laquelle le conseil d'administration a bien du mal à résister. Cette difficulté disparaît avec les actions. De plus, les incitations en matière de politique financière diffèrent. Par exemple, pour rémunérer les actionnaires, les détenteurs de *stock options* sont incités à privilégier le rachat d'actions au détriment du versement de dividendes, car le prix d'exercice des *stock options* n'est pas ajusté pour tenir compte des dividendes. Au contraire, un dirigeant actionnaire sera sensible à la rémunération totale de l'action, dividende et valorisation

de l'action. Les entreprises américaines sont de plus en plus nombreuses à remplacer les *stock options* par des actions. Microsoft a, par exemple, remplacé les *stock options* accordées à ses salariés par des actions incessibles pendant 5 ans.

### Les modalités de fixation des rémunérations

Les comités de rémunération, qui existent dans la plupart des sociétés cotées de taille importante, devaient limiter les dérapages des rémunérations. En pratique, leur indépendance est souvent insuffisante. Ils comportent trop fréquemment le PDG lui-même, des PDG d'autres entreprises liées ou non, ou tout simplement ne sont composés d'aucun administrateur indépendant. Le comité de rémunération ne représente ainsi qu'imparfaitement les intérêts des actionnaires, et risque de ne pas définir des contrats de rémunération optimaux.

Bertrand et Mullainathan établissent, par exemple, que les dirigeants de firmes bien gouvernées (par exemple, celles qui ont un actionnaire principal, ou dont le conseil d'administration est de petite taille et composé principalement d'administrateurs indépendants, et dont le comité de rémunération ne comporte que des indépendants) ont des rémunérations moins liées à la chance que les autres<sup>5</sup>. Par ailleurs, lorsque des *stock options* leur sont accordées, elles sont compensées par une réduction des autres composantes de la rémunération ; ce qui n'est pas le cas dans les entreprises mal gouvernées.



Une autre difficulté découle du recours à des consultants externes. L'enquête de La Tribune-Altedia établit que 48 % des sociétés s'appuient sur une étude d'un cabinet externe pour fixer la rémunération des dirigeants. Selon Jensen et Murphy, cette pratique ne contribue pas à la modération des rémunérations. En effet, ces consultants sont le plus souvent sollicités par les dirigeants et non par le comité de rémunération. Par ailleurs, ils interviennent fréquemment également en tant que consultant pour la politique salariale de l'entreprise, et ces derniers contrats sont de montants bien plus importants que ceux liés au seul dirigeant. Il serait ainsi souhaitable que si le recours à un cabinet de consultant apparaît indispensable, celui-ci soit nommé par le comité de rémunération, et qu'il n'intervienne pas à d'autres niveaux dans l'entreprise.

## LES DROITS DE VOTE PAR LES ACTIONNAIRES

Les droits de vote des actionnaires sont au cours de la gouvernance. Deux questions sont actuellement en débat : d'une part, les modalités d'exercice de ces droits, d'autre part, l'existence de droits de vote doubles ou encore de clauses de plafonnement des droits de vote.

### L'exercice des droits de vote

La version 2004 du rapport de l'OCDE insiste sur l'exercice du droit

de vote par les institutions, en leur demandant de divulguer leur politique en matière de gouvernance et la manière dont elles font usage de leurs droits de vote. L'Association française de gestion (AFG), dans le bilan de son programme de veille pour 2003, note une implication croissante des gestionnaires. En 2003, près de 73 % des sociétés de gestion interrogées déclarent exercer les droits de vote (53 % en 1999) et près de 58 % s'être opposées au moins à une résolution (43 % en 1999). Par ailleurs, l'AFG transmet à ses adhérents des alertes, lorsque des résolutions proposées au vote des actionnaires ne sont pas en conformité avec ses recommandations de bonne gouvernance. En 2003, les alertes transmises ont diminué de manière très significative, passant à 41 contre 73 en 2002. Ceci semble attester de meilleures pratiques des sociétés dans les résolutions proposées à leurs assemblées générales.

Une autre préoccupation des rapports récents concerne la facilité d'exercice des droits de vote, en particulier par des investisseurs étrangers. Par exemple, dans le cadre de la proposition de directive européenne sur les droits des actionnaires, sont en discussion les délais de blocage des titres avant les assemblées générales, parfois inutilement restrictifs, la diffusion en temps utile d'informations pertinentes aux actionnaires pour leur permettre de participer efficacement aux assemblées générales, l'autorisation du vote *in absentia* notamment par voie électronique, et la possibilité de présenter des propositions de résolution.

## Droits de vote double et restrictions au droit de vote

Enfin, la remise en cause du principe une action/un droit de vote n'a pas été évoquée dans les textes français. Il mériterait sans doute un débat. La plupart des rapports internationaux, dans des termes plus ou moins tranchés, et de nombreuses associations de gestionnaires de fonds, dont l'AFG, ont réaffirmé leur attachement au principe une action/un droit de vote. Ce principe implique qu'il n'y ait qu'une classe d'actions (pas de certificats d'investissement ou d'actions de préférence)<sup>6</sup>, que chaque action n'ait qu'un et un seul droit de vote, et qu'il n'y ait pas de plafonnement des droits de vote en assemblée générale. En France, si les actions à dividende prioritaire sans droit de vote et si les certificats d'investissement ne sont plus guère utilisés, d'autres mécanismes sont très répandus. Le principal d'entre eux est le droit de vote double. Une large majorité d'entreprises recourt aux droits de vote double, attribués aux actionnaires qui détiennent leurs titres pendant une durée minimale prévue par les statuts (de 2 à 4 ans). Selon l'enquête de la Tribune-Altedia, sur 74 entreprises du SBF 120, 52 % des sociétés disposent de droits de vote double, et aucune d'entre elles n'envisage de les supprimer à court terme. Parmi les sociétés du CAC 40, seules BNP-Paribas, Air Liquide et L'Oréal (cette dernière depuis l'assemblée générale de 2004) n'ont pas de droits de vote double. Ces droits, non négociables, sont perdus en cas de cession de l'action. Cette pratique contribue à renforcer le contrôle par les actionnaires de référence, en accentuant

la différence entre les droits aux flux de trésorerie et les droits de vote.

De plus, des clauses limitatives au droit de vote en assemblée générale existent pour 15 % des sociétés de l'échantillon de l'enquête de La Tribune-Altedia. Là encore, aucune des sociétés concernées n'envisage de renoncer à ces plafonnements, qui sont d'efficaces mesures anti-OPA.

L'existence de droits de vote double et de clauses de plafonnement a fait l'objet de discussions, notamment à l'occasion de l'adoption de la directive européenne du 21 avril 2004 sur les OPA. Le rapport du groupe d'experts présidé par Jaap Winter, qui a fondé les discussions, a mis en avant deux principes directeurs : décision par les actionnaires, d'une part, proportionnalité entre la prise de risques et le contrôle, d'autre part. L'application du second principe devrait entraîner la suppression des droits de vote multiples et des clauses de plafonnement du droit des sociétés. Limitant l'application du principe aux OPA, l'article 11 de la directive prévoit que lors de l'assemblée générale des actionnaires arrêtant d'éventuelles mesures de défense et lors de la première assemblée générale suivant l'OPA, les titres à droits de vote multiple ne confèrent qu'un droit de vote chacun, et que les restrictions au droit de vote ne s'appliquent pas<sup>7</sup>. Les États membres doivent se conformer à la directive au plus tard le 21 mai 2006.

Signalons également l'existence d'une douzaine de sociétés en commandite par actions cotées en France, structure juridique dont l'efficacité anti-OPA est certaine. Enfin, les divergences entre droits aux flux de trésorerie et droits de vote résultent

également de structures pyramidales, très répandues en France.

La gouvernance des entreprises évolue sous l'effet des textes et de la pression des investisseurs. Le risque existe toutefois que l'évolution soit purement formelle, les entreprises respectant la lettre des recommandations, mais non l'esprit. L'indépendance des administrateurs en fournit une bonne illustration. Un administrateur peut être indépendant au sens des différentes recommandations et être néanmoins lié à certains dirigeants de l'entreprise. L'entreprise, ses dirigeants, ou l'administrateur lui-même, sont seuls à pouvoir apprécier cette proximité et les conflits d'intérêts qui peuvent en découler.

Les principes de bonne gouvernance sont essentiellement établis pour des sociétés dont l'actionnariat est dispersé. En France, hormis les plus grandes d'entre elles, la plupart

des entreprises ont un actionnariat concentré. Le classique conflit d'agence entre actionnaires et dirigeants se déplace, dans ce cas, vers un conflit entre actionnaires minoritaires et majoritaires. Par exemple, les modalités de rémunération des dirigeants sont sans doute mieux contrôlées, car l'actionnaire majoritaire supporte directement les conséquences des dérapages dans ce domaine. De même, la question de la composition du conseil d'administration se pose probablement différemment. En revanche, les divergences entre les droits de vote et les droits aux flux de trésorerie sont essentielles pour ces entreprises. Elles peuvent conduire à des décisions sous-optimales pour les actionnaires minoritaires. Les différents textes et rapports sont pourtant beaucoup plus prompts à se prononcer sur l'indépendance des conseils d'administration que sur la remise en cause des droits de vote double, qui touchent à des intérêts autrement fondamentaux !

### NOTES

1. Voir par exemple : Bhagat et Black, 2002.
2. Cette enquête a été menée en septembre 2004 auprès des sociétés appartenant au SBF 120. Appartenant pour la plupart au premier marché, 74 entreprises ont répondu.
3. Source : Deminor Rating, 2004.
4. Source : Jensen et Murphy, 2004.
5. Rémunération augmentant avec l'évolution du marché alors que l'entreprise fait moins bien que le secteur, ou encore dirigeants d'entreprises du secteur pétrolier dont la rémunération augmente avec le prix du baril.
6. Selon le rapport 2004 de l'OCDE, moins radical, toutes les actions d'une classe donnée doivent conférer les mêmes droits (mais plusieurs classes d'actions peuvent coexister).
7. Un document du Sénat sur la proposition de directive estime que les droits de vote double constituent un élément structurant pour de nombreuses sociétés à capital familial et se félicite que l'article 11 de la directive ne les remette pas en cause.

*BIBLIOGRAPHIE*

- BECHUK L. et COHEN A., *The Cost of Entrenched Boards*, NBER document de travail, n° 10587, 2004.
- BERTRAND M. et MULLAINATHAN S., *Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones Without Principals Are*, Quarterly Journal of Economics, vol. 116, issue 3, 2001, pp. 901-932.
- BHAGAT S. et BLACK B., *Board Independence and Long-term Firm Performance*, Journal of Corporate Law, vol. 27, n° 2, 2002, pp. 231-274.
- CARMINATTI-MARCHAND G. et PAQUEROT M., *The Elites and their Boards of Directors, Corporate Control and Ownership*, vol. 1, n° 1, 2003, pp. 112-128.
- JENSEN M. et MURPHY K., *Remuneration : Where We've Been, How We Got to Here, What Are the Problems, and How to Fix them*, ECGI document de travail, n° 44, 2004.
- PALMON O. et WALD J., *Are Two Heads Better than One ? The Impact of Changes in Management Structure on Firm Performance by Firm Size*, Journal of Financial Economics, vol. 8, 2002, pp. 213-226.
- XIE B., DAVIDSON W. et DADALT P., *Earnings Management and Corporate Governance : the Role of the Board and the Audit Committee*, Journal of Corporate Finance, vol. 9, 2003, pp. 295-316.