

GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE : QUI EST L'ARBITRE ?

Nicolas Véron

Associé fondateur, Etudes et conseil pour l'information financière (ECIF)

L'apparition, depuis une dizaine d'années, de codes de gouvernement d'entreprise aux côtés du droit des sociétés pose des questions inédites auxquelles la France n'a pas encore complètement répondu. Les rôles respectifs des gouvernements, des autorités de marché et des acteurs privés, à l'échelle nationale et européenne, devront être clarifiés à l'avenir afin que l'application de ces règles nouvelles puisse gagner en crédibilité.

L'émergence de la notion de « gouvernement d'entreprise », récente au regard de l'expérience historique du droit des sociétés, a donné naissance à une nouvelle catégorie de normes. Les règles contenues dans les « codes » de gouvernement d'entreprise apparus dans la plupart des pays européens depuis 1992 sont élaborées pour l'essentiel en dehors du processus législatif et réglementaire, tout en se voyant reconnaître une forme d'utilité publique.

En France, les nombreuses questions posées par l'élaboration et le contrôle de l'application de ces règles n'ont reçu jusqu'à présent que des réponses partielles. De nouveaux efforts de réflexion devront probablement être menés à l'avenir pour compléter les dispositions existantes et assurer leur cohérence avec des initiatives parallèles ailleurs en Europe.

Droit des sociétés et codes de gouvernement d'entreprise

A L'origine de la notion de gouvernement d'entreprise, les conflits internes aux sociétés font l'objet de débats depuis que le capitalisme existe. On connaît la tirade d'Adam Smith

contre les sociétés par actions dans *La Richesse des Nations* (1776)ⁱ.

Au conflit entre dirigeants et actionnaires observé par Smith s'ajoute celui opposant différentes catégories d'actionnaires lorsqu'il existe un déséquilibre entre petits et grands actionnaires ou, de manière plus marquée encore, lorsqu'un actionnaire majoritaire coexiste avec un grand nombre de minoritaires. Cette seconde forme de divergence d'intérêts se rencontre plus souvent en Europe qu'aux États-Unis : l'actionnariat de la grande majorité des sociétés cotées américaines est très dispersé, alors que celles contrôlées par un ou plusieurs actionnaires « de référence » sont la norme dans la plupart des pays de l'Europe continentaleⁱⁱ.

Le droit des sociétés a traditionnellement cherché, avec plus ou moins d'ambition, à répondre à la nécessité d'un compromis entre l'exigence de la protection des intérêts des actionnaires, d'une part, et l'efficacité et la souplesse des structures de décision, d'autre part.

Les termes de ce compromis ont varié selon les lieux et les époques. En France, la réduction du rôle du conseil d'administration par le régime de Vichy, presque immédiatement après sa prise de fonctions, a constitué une étape marquante : la loi du 18 septembre 1940 a concentré le pouvoir de gestion de l'entreprise entre les

main du président, désormais qualifié de président-directeur général. Cette réforme s'appuyait sur les débats de l'époque. Au cours des années 1930, à la différence d'aujourd'hui, c'était la dilution des responsabilités au sein du conseil d'administration qui était souvent incriminée par les observateurs du droit des sociétés : « L'on a pu assister pendant 15 ans (de 1919 à 1935) à cette série de scandales financiers dont la poursuite a décelé les agissements d'administrateurs incorrects ayant commis au détriment de la collectivité dont ils avaient charge, des abus de confiance, des escroqueries, des délits d'émission, de négociation, de majorité factice, de distribution de dividendes fictifs destinés à placer du papier sans valeur...ⁱⁱⁱ ».

Le ministre des Finances de Vichy, Yves Bouthillier, parlait de « substituer au système de l'irresponsabilité collective celui de la responsabilité personnelle ». Cette loi du 18 septembre 1940, amendée en novembre de la même année puis en 1943, n'a pas été remise en question à la Libération, et l'essentiel de ses termes a été conservé dans la loi du 24 juillet 1966, référence majeure du droit des sociétés français.

Ce rappel historique est utile pour appréhender la nature récurrente des débats sur le gouvernement d'entreprise, et simultanément la diversité des points de vue qui peuvent s'y exprimer. L'apparition des « codes de gouvernance » est nettement plus récente et trouve son origine dans un certain nombre de scandales financiers ayant eu lieu en Grande-Bretagne à la fin des années 1980 et au début des années 1990, impliquant notamment les sociétés Polly Peck, Bank of Credit and Commerce International (BCCI) et les fonds de pension du groupe Maxwell. Le « rapport Cadbury » (1992), le premier des codes de gouvernement d'entreprise, est né du travail d'un comité mis en place conjointement par le *London Stock Exchange*, le *Financial Reporting Council* (organisme mixte public-privé supervisant notamment l'élaboration des normes comptables au Royaume-Uni) et la profession comptable

britannique, afin de restaurer la confiance des investisseurs, sévèrement mise à mal par les scandales financiers.

Ce rapport énonce un ensemble de règles qui ont ensuite été intégrées aux règles de cotation en bourse au Royaume-Uni (*Listing Rules*). Toutefois, par rapport aux autres conditions de cotation, la particularité de ces recommandations est qu'elles sont non impératives. Les entreprises cotées peuvent en effet faire le choix de ne pas appliquer toutes les règles énoncées par le rapport ; en revanche, elles sont tenues de fournir une explication lorsqu'elles choisissent de ne pas appliquer l'une d'entre elles. Ce principe original a été résumé par la formule « *comply or explain* » qui marque la spécificité de l'approche promue par le comité Cadbury.

Les avantages de cette méthode sont multiples. La diversité des situations en matière de gouvernement d'entreprise justifie de ne pas donner à certaines règles un statut législatif qui conduirait parfois à des rigidités excessives : dans ce contexte, le principe *comply or explain* permet à la fois d'appliquer une certaine pression sur les entreprises en définissant une norme générale reconnue par l'autorité publique, et de permettre à des entreprises atypiques de faire d'autres choix lorsque leur spécificité le justifie. Par ailleurs, le fait de confier à des intervenants du marché la rédaction des nouvelles règles rend leur production et leur révision à la fois plus souple et moins chargée d'idéologie que dans le cadre d'une procédure parlementaire. Enfin, la diversité des acteurs économiques représentés au sein des comités qui élaborent les règles (le comité Cadbury et ses successeurs depuis onze ans) donne un niveau élevé de légitimité au texte du code, bien que celui-ci ne résulte pas du vote des élus de la nation.

Depuis 1992, sous la pression conjointe des gouvernements et des investisseurs, les « codes de gouvernance » ou de « gouvernement d'entreprise » se sont multipliés à travers le territoire de l'Union européenne, avec le même objectif de restauration d'un climat de confiance favorable à l'activité des marchés de

capitaux. Un recensement effectué début 2002 pour le compte de la Commission européenne recense trente-cinq codes de ce type parmi les quinze Etats membres de l'Union^{iv}, et ce nombre a encore augmenté depuis.

Dans une communication publique de mai 2003, la Commission a proposé que le principe *comply or explain* soit appliqué dans chaque Etat membre à toutes les sociétés cotées par référence à un code de gouvernement d'entreprise national^v. La Commission laisse le mode d'élaboration du code au choix des Etats, mais la référence au principe *comply or explain* signifie une forme de validation de la démarche par le législateur, ou au moins par le régulateur boursier national. Pour cette proposition comme dans le reste de la communication citée, la Commission a repris en grande partie les recommandations émises en novembre 2002 par un groupe d'experts dirigé par le juriste néerlandais Jaap Winter, qui avait été mis en place à la suite d'une réunion des ministres des Finances européens à Oviedo (Espagne) en avril 2002, peu de temps après la faillite d'Enron aux Etats-Unis.

Les ambiguïtés de l'expérience française

Le proposition de la Commission, qui n'a pour l'instant été suivie d'aucune décision, ne doit cependant pas faire illusion : l'application du principe *comply or explain* est à l'heure actuelle une perspective distante dans de nombreux pays d'Europe, dont la France. En fait, seuls quatre pays de l'Union (le Royaume-Uni, l'Italie, l'Allemagne et le Danemark) avaient donné force obligatoire à ce principe au moment de la réunion d'Oviedo.

En France, les « codes » généralement cités sont les trois rapports successifs préparés sous le parrainage conjoint du Medef et de l'Afep (Association française des entreprises privées),

communément désignés sous les noms de « Viénot 1 » (1995), « Viénot 2 » (1999) et « Bouton » (2002) – du nom des présidents des comités ayant procédé à leur élaboration. D'autres initiatives ont également vu le jour ; ainsi, l'Association française de la gestion financière (AFG) a publié en 1998 un ensemble de recommandations à l'intention de ses adhérents (rapport Hellebuyck)^{vi} ; le rapport publié par l'Institut Montaigne sur le même thème a également été souvent cité^{vii}. Il n'en reste pas moins vrai que les rapports Viénot et Bouton ont, dès leur publication, acquis le statut de référence centrale du débat national relatif au gouvernement d'entreprise.

La situation française se distingue de celle du Royaume-Uni par au moins deux aspects : non seulement la légitimité des comités Viénot et Bouton s'appuie sur des éléments sensiblement différents de ceux du comité Cadbury et des groupes qui lui ont succédé ; mais encore, les mécanismes de suivi de la mise en œuvre des recommandations diffèrent à la fois dans leur construction juridique et dans leurs conséquences pratiques.

1. Les différences de composition entre les comités Viénot et Bouton d'une part, Cadbury et suivants au Royaume-Uni d'autre part, sont significatives. En premier lieu, les organisations à l'origine de l'initiative ne sont pas de même nature. Côté français, le Medef et l'Afep sont avant tout des associations d'entreprises (en d'autres termes, des représentants des émetteurs, pour reprendre la terminologie des marchés de capitaux). Côté britannique en revanche, les promoteurs du rapport Cadbury représentent comme on l'a vu une pluralité d'intérêts, incluant des émetteurs mais aussi des investisseurs institutionnels, des intermédiaires financiers, la profession comptable, l'entreprise de marché principale (LSE) ainsi que les pouvoirs publics à travers le *Financial Reporting Council*. Cette différence se retrouve sans ambiguïté dans la composition des comités :

– « Viénot 1 » : 14 membres, tous présidents de grandes entreprises : dix

groupes industriels et de services non financiers, une banque commerciale (Société générale), une banque d'investissement (Paribas), une compagnie d'assurances (AGF) et une *holding* de participations (CGIP).

– « Viénot 2 » : 15 membres, dont Marc Viénot devenu président d'honneur de la Société générale, un banquier d'affaires (associé gérant de Lazard) et treize présidents de grandes entreprises : onze groupes industriels et de services non financiers, une banque d'investissement (Paribas) et une *holding* de participations (Bolloré).

– « Bouton » : 14 membres, dont le président de la Fédération française des sociétés d'assurances (D. Kessler), un élu du Medef (R. Barbier de la Serre), un expert comptable (R. Ricol) et onze présidents de grandes entreprises : neuf groupes industriels et de services non financiers et deux banques (Société Générale et Crédit Lyonnais).

– « Cadbury » : 13 membres, dont un dirigeant d'entreprise retraité (Sir Adrian Cadbury, président de Cadbury-Schweppes de 1975 à 1989), un universitaire et onze autres membres respectivement issus des institutions suivantes : CBI (équivalent britannique du Medef), KPMG, *Bank of England, Financial Reporting Council* (voir ci-dessus), *Hundred Group of Finance Directors* (association de directeurs financiers), *Institute of Chartered Accountants of Scotland, Institutional Shareholders' Committee, Law Society, London Stock Exchange, Institute of Directors*.

Cette simple énumération permet de constater le contraste entre l'approche britannique, qui confie la rédaction du code de gouvernement d'entreprise à une représentation diversifiée de l'ensemble des intervenants du marché, et celle du Medef et de l'Afep, qui attribue cette tâche de manière exclusive ou quasi-exclusive à des représentants des émetteurs^{viii}.

Dans la mesure où le gouvernement d'entreprise a, notamment, pour objet de protéger les actionnaires dans les conflits d'intérêts qui les opposent à la direction des

groupes, la faiblesse de la représentation des investisseurs et des intermédiaires de marché est une caractéristique marquante des rapports émis par le Medef et l'Afep. Il existe donc une certaine ambiguïté entre le statut de « rapports de place » attribué à ces textes par la plupart des observateurs, y compris au sein des gouvernements successifs, et la prépondérance des émetteurs dans la composition des comités correspondants.

2. En ce qui concerne le suivi de la mise en œuvre, on observe là aussi un contraste important entre les situations française et britannique. L'application du principe *comply or explain*, relativement aux règles du rapport Cadbury et de ses successeurs, a été intégrée dans les règles de cotation (*Listing Rules*) britanniques, fixées initialement par le *London Stock Exchange* et, depuis 2000, par la *Financial Services Authority*, l'autorité de régulation boursière et financière publique créée à cette date. En d'autres termes, cette application a force publique au Royaume-Uni (aucune sanction pour défaut de mise en œuvre n'a encore été prononcée), alors que rien de tel n'existe en France.

De fait, la mise en œuvre du rapport Bouton est encore très lacunaire dans les grandes entreprises françaises, tout comme celle de certaines recommandations du second rapport Viénot. Ainsi, en 2002, neuf sociétés du CAC 40 (soit 23%) satisfaisaient aux recommandations « Viénot 2 » sur les proportions minimales d'administrateurs indépendants dans le conseil d'administration et ses comités, et elles n'étaient que cinq à être conformes sur ce point aux recommandations du rapport Bouton^{ix}. Comme on l'a indiqué précédemment, les entreprises qui n'appliquent pas ces recommandations ne sont en France aucunement tenues d'en expliquer les raisons. La communauté des affaires française n'a pas encore véritablement fait sienne la démarche *comply or explain* et semble lui préférer pour l'instant une approche plus souple^x. Dans ce contexte, l'influence des rapports publiés par le Medef et l'Afep sur les évolutions qui ont incontestablement eu lieu dans le

gouvernement des entreprises françaises au cours de la dernière décennie est difficile à identifier spécifiquement.

Pour autant, les entreprises françaises sont-elles moins bien « gouvernées » que leurs homologues de l'Union européenne ? À l'évidence, il est difficile d'apporter à cette question une réponse générale. Un indicateur partiel est naturellement fourni par l'existence ou non de cas où, le gouvernement d'entreprise étant manifestement déficient, des sociétés sont conduites à de graves difficultés. De ce point de vue, les exemples n'ont pas manqué en France au cours des deux dernières années.

À tout le moins, on ne relève pas en-dehors de France une perception marquée selon laquelle notre pays serait en avance sur ses voisins dans ce domaine, mais bien plutôt la perception contraire. Une enquête publiée en septembre 2002 par DWS Investment, une filiale de la Deutsche Bank, et le cabinet d'études belge Deminor Rating, classe les cinquante sociétés de l'indice Euro Stoxx 50 en fonction de leurs efforts en matière de gouvernement d'entreprise : sur les dix-sept membres français de l'indice, seuls six (dont le Franco-allemand Aventis) trouvent leur place dans la première moitié du classement ; en revanche, neuf groupes français figurent parmi les douze moins bien classés^{xi}.

Jusqu'à présent pourtant, et malgré les soubresauts provoqués par les scandales comptables révélés aux États-Unis depuis la fin de l'année 2001, les milieux économiques français sont parvenus à convaincre les gouvernements de ne pas s'engager dans un renforcement de la réglementation en matière de droit des sociétés. Pour preuve la loi dite « de sécurité financière » votée en 2003 ne contient presque aucune disposition nouvelle en matière de gouvernement d'entreprise, si ce n'est une obligation de transparence sur les procédures de contrôle internes, qui devront désormais faire l'objet d'un rapport certifié.

Ce *statu quo* juridique est-il durable ?

Il est permis de penser que l'actualité des prochains mois continuera de mettre en évidence des cas de sociétés où les mécanismes de gouvernement d'entreprise ont été inefficaces pour éviter l'apparition de crises, comme cela a par exemple été le cas pour Vivendi Universal en 2002, Alstom durant l'été 2003 ou, sur un mode moins spectaculaire, pour Rhodia plus récemment. Dans cette hypothèse, l'opinion et les autorités politiques pourraient conclure à la nécessité de contribuer par des initiatives juridiques nouvelles à l'amélioration du gouvernement des entreprises françaises. Notre pays serait alors sans doute conduit à s'inspirer des formules expérimentées depuis 1992 en Grande-Bretagne et dans d'autres pays européens, ce qui ouvrirait des choix institutionnels qui n'ont guère eu à être envisagés jusqu'à présent.

Les démarches en cours à l'échelon européen auront également une influence. Comme on l'a signalé plus haut, la Commission souhaite imposer la mise en œuvre du principe *comply or explain* dans chaque Etat membre, en référence à un code national. Certes, le calendrier législatif de ce projet n'est guère précipité : la Commission ne proposera probablement pas le texte de la directive correspondante avant la fin de 2004 ou le début de 2005, et on peut anticiper de longs mois (voire plusieurs années) de discussions avant que cette directive soit votée, à quoi s'ajoutera la durée de transposition dans le droit national de chaque Etat membre. Néanmoins, le débat européen qui se poursuivra pendant toute cette période pourra avoir quelques incidences sur les réformes éventuellement envisagées en France.

Quelles règles et quel contrôle ?

Si la France adopte à l'avenir une démarche comparable à l'initiative britannique du comité Cadbury de 1992, de nombreuses questions se poseront

sur les modalités à retenir. Comme dans l'analyse développée plus haut à propos des rapports du Medef et de l'Afep, ces questions se concentrent autour de deux thèmes : la légitimité du « code national de gouvernement d'entreprise », qui serait appréciée notamment au regard de l'identité des personnes ou des institutions en charge de le préparer ; et, d'autre part, la nature des mécanismes de suivi mis en place pour la mise en œuvre du principe *comply or explain*.

1. Dans l'élaboration d'un code de règles qui aurait vocation à se voir reconnaître officiellement un statut de référence, il semble difficilement envisageable de s'en tenir au point de vue des seuls émetteurs, comme cela fut le cas pour les rapports Viénot et Bouton, même si ces derniers constituent une précieuse base de départ. Afin d'acquérir une légitimité suffisante, les règles soumises à l'application du principe *comply or explain* devraient logiquement émaner d'une représentation équilibrée de l'ensemble des participants du marché. En particulier, les représentants des investisseurs ou, pour reprendre l'expression désormais consacrée, du « *buy side* », devraient être parties prenantes à la préparation du « code national » : on peut citer ici l'AFG, la profession de l'assurance (déjà présente dans le comité Bouton), les organismes de retraite et des représentants de fonds. Cette représentation du « côté de l'investissement » n'est traditionnellement pas très développée en France mais sa montée en puissance serait une composante importante du dynamisme de la place financière nationale^{xii}. Il va de soi que la constitution éventuelle d'organismes collectifs de gestion de l'épargne retraite, qu'ils soient ou non désignés sous le nom de « fonds de pension », serait un élément supplémentaire du renforcement de la présence du *buy side* dans les débats français.

Les intermédiaires de marché, entreprises de marché présentes en France (essentiellement Euronext à l'heure actuelle) et les représentants des métiers comptables et juridiques devraient également jouer un rôle dans un tel processus, ainsi que les administrateurs eux-mêmes, désormais

représentés collectivement par l'Institut Français des Administrateurs, récemment créé^{xiii}. L'association d'universitaires faisant référence dans la recherche en droit ou en finance d'entreprise, courante dans certains pays étrangers, pourrait également contribuer positivement à l'autorité des préconisations formulées dans un tel cadre.

2. En ce qui concerne le suivi de la mise en œuvre, plusieurs options se présentent également.

Il pourrait être assuré par les pouvoirs publics, vraisemblablement à travers l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) – comme c'est le cas par exemple en Grande-Bretagne, où la *Financial Services Authority* est la garante de la bonne mise en application des *Listing Rules*. Cette option ne s'inscrirait pas forcément facilement dans la tradition administrative française, qui laisse d'ordinaire assez peu de place aux jugements d'opportunité dans les méthodes de travail des régulateurs publics. En d'autres termes, il est possible que l'AMF fasse prévaloir une vision relativement étroite du principe *comply or explain*, et que celui-ci se transforme graduellement en « *comply or comply* », ce qui priverait alors la démarche du « code » de ses avantages spécifiques. Nonobstant ce risque, le contrôle par l'AMF apparaît clairement comme l'une des options à envisager.

Une autre alternative, non dépourvue d'intérêt, consisterait à faire assurer le suivi de la mise en œuvre du « code national » par une organisation privée représentant l'ensemble des participants du marché, dont la légitimité serait reconnue par les autorités publiques. Une telle forme d'autorégulation serait assez novatrice dans le contexte français ; si elle était entreprise avec succès, la crédibilité et l'attractivité de la place financière de Paris en seraient probablement renforcées.

On pourrait ainsi imaginer que le comité chargé d'élaborer le code – et dont nous avons vu qu'il devrait représenter la diversité des participants du marché – revête un caractère permanent et s'assure année après année de la bonne mise en œuvre de ses recommandations, et le cas

échéant de leur actualisation en fonction des évolutions de l'environnement. Son autorité serait naturellement d'autant plus forte que la légitimité et l'aura individuelles de ses membres seraient élevées.

Le défi européen

L'une des difficultés posées par les différentes approches brièvement décrites dans ces lignes est leur inscription dans un cadre national français, alors même que les marchés de capitaux tendent à s'intégrer rapidement à travers l'ensemble du continent européen. L'adoption de la monnaie unique, les modifications structurelles de l'industrie financière ainsi que, dans une certaine mesure, l'effet des initiatives législatives de l'Union européenne affaiblissent graduellement la pertinence de la notion de « place » financière nationale.

La mobilité géographique des grandes sociétés dans l'Union européenne est appelée à se renforcer progressivement. Les bourses de valeurs ont déjà cessé d'être strictement nationales : Euronext, dans son périmètre actuel, résulte de la fusion de quatre bourses nationales continentales ainsi que d'un marché à terme britannique (Liffe) ; la consolidation du secteur connaîtra probablement de nouvelles étapes dans les années à venir. Par ailleurs, les entraves à la liberté transfrontalière d'établissement tendent à s'amenuiser avec le temps ; les entreprises seront de plus en plus amenées à choisir leur pays d'immatriculation en fonction de considérations juridiques et fiscales plutôt que de leur lieu d'origine. Déjà, EADS et STMicroelectronics, deux valeurs-phares de la cote « française », sont des sociétés de droit néerlandais ; on peut imaginer que d'ici quelques décennies l'Europe connaisse une situation similaire à celle des Etats-Unis, où la corrélation entre Etat d'origine et lieu d'immatriculation est faible, puisqu'une proportion importante des grands groupes américains est enregistrée

dans le minuscule Etat du Delaware. En d'autres termes, la nationalité des entreprises européennes et de leur place de cotation deviendra à l'avenir une notion de plus en plus floue.

L'effacement des frontières nationales est plus avancé encore en ce qui concerne le *buy side* : la part de l'actionnariat étranger dans les grandes sociétés françaises a considérablement augmenté ; par ailleurs les principaux investisseurs institutionnels français investissent aujourd'hui une part importante de leurs fonds en valeurs « étrangères ». Une représentation du *buy side* « national » telle qu'évoquée plus haut, associant l'AFG et les autres grands acteurs français du secteur, ne pourrait couvrir par construction qu'une part limitée de l'actionnariat des entreprises considérées comme françaises.

Faut-il alors abandonner l'idée d'une démarche nationale en matière de gouvernement d'entreprise et transférer l'ensemble du débat à l'échelon européen ? Une telle attitude serait aujourd'hui prématurée. Les droits nationaux conservent entre eux des différences très fortes : par exemple, la codétermination inscrite dans le droit des sociétés en Allemagne et dans d'autres pays du nord de l'Europe a des incidences significative sur la nature et les modalités du gouvernement d'entreprise. Les perceptions culturelles sont également encore marquées par des différences fortes d'un pays à l'autre. Dans l'état actuel, l'objectif proposé par la Commission européenne, qui consiste à appliquer un code de gouvernement d'entreprise dans chacun des Etats membres de l'Union, apparaît à ce jour plus réaliste que l'idée d'un code européen valable pour toutes les sociétés cotées du continent.

Une coordination plus forte apparaît en revanche nécessaire dans l'implication des pouvoirs publics. Le caractère encore essentiellement national de la régulation boursière en Europe représente en effet de plus en plus souvent un obstacle à l'efficacité de cette régulation et à son potentiel de *leadership* vis-à-vis des marchés

de capitaux et des comportements des sociétés cotées. La démarche actuelle de coordination des régulateurs boursiers nationaux en Europe (« processus Lamfalussy ») a conduit à la formation d'une structure de coordination des régulateurs nationaux, le CESR (*Committee of European Securities Regulators*), et à des premiers efforts d'harmonisation des règles appliquées aux émetteurs et autres participants des marchés. Toutefois, il n'est pas assuré que cette démarche de coordination soit suffisante face à la complexité des enjeux et à la rapidité de l'interpénétration des marchés^{xiv}. A terme, une régulation boursière européenne plus intégrée pourrait avoir un impact significatif sur l'évolution des règles du jeu en matière de gouvernement d'entreprise.

En tout état de cause, il apparaît aujourd'hui probable que ce débat institutionnel s'oriente en Europe vers la généralisation de l'approche « *comply or explain* » à tous les pays de l'Union et notamment à la France. L'effort de coordination des initiatives nationales pourrait peu à peu être pris en charge par les structures émergentes de la régulation boursière au niveau communautaire, aujourd'hui le CESR et peut-être demain un embryon de régulateur boursier européen.

Notes

ⁱ « *The directors of such companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnership frequently watch over their own... Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less in the management of the affairs of such a company* ».

ⁱⁱ Parmi les nombreuses études consacrées à l'observation de cette différence, les travaux de Marco Becht et Fabrizio Barca (*The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press, 2001) sont parmi les plus souvent cités.

ⁱⁱⁱ Voir A. Dolbeau, « L'évolution du droit des sociétés depuis la guerre », in *Rev. sociétés*, novembre 1938, p. 349. Cité par Pierre-Henri Conac dans « La dissociation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général des sociétés anonymes selon la loi relative aux nouvelles régulations économiques », in *Droit* 21, 2001.

^{iv} Voir Weil, Gotshal & Manges, *Comparative Study Of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union And Its Member States*, Janvier 2002.

^v *Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen*, « Modernisation du droit des sociétés et renforcement du gouvernement d'entreprise dans l'Union européenne – un plan pour avancer », 21 mai 2003.

^{vi} Disponible sur le site www.afg-asff.com.

^{vii} Mieux gouverner l'entreprise, rapport du groupe de travail présidé par Laurent Menière (rapporteur : Laurent Blivet), Institut Montaigne, mars 2003.

^{viii} Dans les autres pays européens ayant adopté le principe *comply or explain*, le comité Cadbury a servi de référence générale avec quelques variations. En Allemagne par exemple, le comité Cromme rassemble treize membres, dont six représentants d'émetteurs (trois grands groupes industriels, une jeune société de biotechnologie et deux groupes du secteur financier : Deutsche Bank et Allianz), un représentant de la bourse de Francfort, un représentant d'une entreprise de gestion (filiale de Deutsche Bank), un expert comptable, deux universitaires, un représentant d'actionnaires minoritaires et un syndicaliste.

^{ix} Voir Korn Ferry International, « Gouvernement d'entreprise en France en 2002 », décembre 2002. Cette enquête annuelle est le principal outil publiquement disponible, outre l'information donnée individuellement par chaque société, pour mesurer la mise en œuvre des recommandations des rapports Viénot et Bouton ainsi que d'autres évolutions du gouvernement d'entreprise dans les plus grandes sociétés cotées françaises.

^x « *French capitalism – Everyone talks of independent board members and shareholder activism but no one believes it* » (« *Capitalisme français : tout le monde parle d'administrateurs indépendants et d'activisme actionnarial, mais personne n'y croit* »), titrait le Financial Times dans une enquête consacrée au gouvernement d'entreprise en France dans son édition du 24 avril 2003.

^{xi} Voir DWS Corporate Governance Survey, septembre 2002, et Les Echos, édition du 20 septembre 2002.

^{xii} De fait, les investisseurs institutionnels français tendent depuis quelques années à jouer un rôle plus actif dans le gouvernement des entreprises cotées. Voir Pierre Bollon, « Bien gérer, c'est aussi bien voter », in *Revue d'Economie Financière*, n°63, novembre 2001.

^{xiii} Voir www.ifa-asso.com

^{xiv} Voir Nicolas Véron, « Un gouvernail pour le capitalisme européen ? », in *Commentaire*, n°101, printemps 2003, et Gérard Hertig et Ruben Lee, « Four Predictions about the Future of EU Securities Regulation », janvier 2003 (voir site http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=376720).