

# LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE EN EUROPE

KAREL LANNOO \*

## *Introduction*

O n a déjà tout dit, ou presque, sur le gouvernement d'entreprise. De nombreux ouvrages ont été publiés sur le sujet et la question est quotidiennement abordée dans la presse financière. Ces articles ont généralement traité à la spécificité de chaque système national de gouvernement d'entreprise, ou aux énormes différences qui les distinguent. Il n'est pas question ici de reproduire ces discussions, ni de prédire l'évolution des systèmes de gouvernement d'entreprise ; on s'efforcera au contraire de placer le débat dans une perspective nouvelle et d'examiner les défis d'un point de vue européen.

En dépit du programme de marché unique, l'intégration des marchés financiers européens est loin d'être achevée ; aussi, les marchés des capitaux se sont développés inégalement et les schémas de financement sectoriels présentent de grandes variations. Celles-ci sont étroitement associées à des différences dans les régimes de gouvernement d'entreprise, dans le sens général du terme. Le fort degré de diversité a aussi empêché le Conseil des Ministres de l'Union Européenne de progresser sur les aspects relatifs aux règles fondamentales du droit des sociétés. De nombreuses nuances subsistent, cependant, mais elles ne sauraient être aisément effacées par le seul biais de la législation, ou parce que, du fait du principe de subsidiarité, elles échappent au champ des travaux de la Commission, ou relèvent encore d'un problème de culture nationale, formée par différentes traditions historiques et d'entreprise.

Le travail des forces du marché conduira peut-être à une plus grande convergence. De manière alternative, le gouvernement d'entreprise pourrait rester l'une des richesses des différentes approches nationales. Néanmoins, un effort d'harmonisation s'impose avant qu'une concurrence réglementaire puisse fonctionner. Tel est le dessein de la législation à

159

---

\* *Centre for European Policy Studies (CEPS). Ulrich Bosch, Jan Goslings, Jergen Mortensen et plusieurs membres du CEPS ont contribué à enrichir ce rapport.*

l'étude, sur les offres publiques d'achat, les règles de comptabilité et la participation des employés. En outre, diverses difficultés se font jour en raison d'une application plus active des droits des actionnaires. Ainsi, il est impératif d'avoir une législation dans ces domaines.

### *I. Un rapide descriptif théorique*

Le gouvernement d'entreprise est le système par lequel les sociétés sont dirigées et contrôlées. Il peut se réduire à une structure élémentaire de droits de contrôle exercés par les propriétaires, pour contrôler et récompenser les responsables afin qu'ils servent les intérêts des actionnaires du mieux possible.

Le problème principal à cet égard consiste donc à trouver un moyen de contrôler et de motiver les responsables, de manière à réduire leur égocentrisme. En effet, les objectifs de la direction, comme la survie de la firme, sa croissance et sa diversification, diffèrent des intérêts des actionnaires, qui visent à une maximisation de la valeur de leurs actions. Grâce à leur implication quotidienne et à leurs connaissances, les responsables sont à même de conduire des actions servant leur propre intérêt. Or, les actionnaires d'importantes entreprises sont multiples et nombre d'entre eux ne s'engagent pas dans le contrôle et l'analyse indispensables pour s'assurer que les responsables agissent bien dans leur intérêt.

Cette relation est également rendue compliquée par le fait que les responsables travaillent dans une perspective de long terme, tandis que les actionnaires peuvent réagir dans le court terme en vendant leurs actions sur le marché boursier. Ces derniers peuvent aussi renvoyer ceux-ci s'ils ne sont pas satisfaits de leurs performances ; mais cette opération peut s'avérer onéreuse. Par ailleurs, si les actionnaires ne peuvent ou ne souhaitent pas changer la direction, il peut se trouver que d'autres propriétaires intéressés, prennent le contrôle de la firme par une offre publique d'achat.

Toutefois, le contrôle d'entreprise n'est pas uniquement exercé par les propriétaires, mais il est aussi le fait des banques en leur qualité de pourvoyeur de prêts, ou des employés qui, dans certains pays, ont acquis des sièges dans les conseils de direction des entreprises. Également, le gouvernement d'entreprise est soumis à des contraintes imposées par les autorités publiques, i.e. les exigences en matière d'information financière et de fiscalité, les règles de concurrence et la politique publique. Dans plusieurs économies de marché, le concept de gouvernement d'entreprise a évolué pour inclure les obligations d'une entreprise à l'égard de la société dans son ensemble, les institutions financières, les clients et les autorités publiques. Cette large gamme d'intéressés peut influencer les procédures de prise de décision au sein d'une entreprise.

Confrontés à ces situations, les systèmes de gouvernement d'entreprise ont évolué différemment à travers le globe, suivant les circonstances spécifiques des dynamiques économiques et d'entreprise de chaque pays. Les développements historiques ont conduit à différentes formes et divers fonctionnements des mécanismes de contrôle d'entreprise. D'une manière générale, on peut distinguer deux systèmes : les systèmes dits ouverts et fermés<sup>1</sup>.

Le système ouvert est caractérisé par :

- de nombreuses sociétés cotées ;
  - une base d'actionnaires nombreux et dispersés ;
  - un marché des capitaux liquide où la propriété et les droits de contrôle sont fréquemment négociés ;
  - la clarté et la transparence des droits des actionnaires ;
  - une séparation de la propriété et du contrôle ;
  - peu de participations croisées ;
  - un environnement où les rachats hostiles ne sont pas rares ;
  - peu ou prou de représentation des intérêts des « autres intéressés ».
- C'est le système dominant au Royaume Uni et aux Etats-Unis.

Le système fermé est caractérisé par :

- un faible nombre de sociétés cotées ;
- une base d'actionnaires faibles et concentrés ;
- un marché des capitaux peu liquide où la propriété et les droits de contrôle sont faiblement négociés ;
- une clarté et une transparence des droits des actionnaires beaucoup moins nette ;
- un système de participations croisées relativement complexe ;
- une représentation des intérêts des « autres intéressés » (banques, employés, etc.) ;
- un environnement peu favorable pour les rachats hostiles.

C'est le système dominant en Europe continentale et au Japon.

Le système ouvert repose sur le marché et sur les investisseurs extérieurs pour le contrôle d'entreprise ; le système fermé s'appuie sur des comités. Dans le système ouvert, la concurrence pour la prise de contrôle des sociétés au moyen d'offres publiques d'achat, incite celles-ci à prendre constamment en considération les performances de leurs actions et de satisfaire leurs actionnaires. La direction doit donc concentrer ses efforts sur le court terme, aux dépens de l'investissement, de la recherche-développement et de la formation. Les intérêts des autres intervenants ne sont pas pris en compte. Dans le système fermé, au contraire, la concentration des actions entre les mains d'un groupe d'investisseurs-clés comme

---

<sup>1</sup> D'après Franks et Mayer (1992).

les banques, les partenaires professionnels et les sociétés affiliées, assure une participation stable. De la sorte, les compagnies peuvent donner la priorité à des objectifs de long terme et se livrer à des investissements plus risqués. Le contrôle de la société est souvent protégé par l'existence de différentes classes d'actions permettant aux « fermés » de limiter les droits de vote des « ouverts ».

La globalisation croissante des économies mondiales a été à l'origine, dans les années 1980, d'une concurrence entre les systèmes. Certains universitaires ont soutenu qu'aucun des deux systèmes n'est supérieur à l'autre et que chacun présente des avantages et des inconvénients. Selon cette école, les critères anglo-américains classiques de gouvernement d'entreprise pourraient ne pas l'emporter dans cette course, comme on le soutient communément. En effet, plusieurs pays dotés d'une structure de contrôle d'entreprise bien moins tournée vers le marché, disposent cependant de formes de gouvernement qui fonctionnent convenablement. Par exemple, des études récentes ont relevé une faible corrélation entre les rachats et les performances ultérieures des sociétés en Angleterre et aux États-Unis.

Néanmoins, le processus de libéralisation des marchés financiers européens est en train d'éliminer certaines caractéristiques des systèmes financiers. Les « fermés » seront très probablement soumis à forte épreuve et il faut s'attendre à un processus de convergence des systèmes de gouvernement d'entreprise.

162

## *II. Les indicateurs de différences dans le gouvernement d'entreprise*

Les différences entre les schémas de gouvernement d'entreprise se manifestent diversement ; notamment, dans le développement des marchés boursiers, dans les schémas de financement sectoriels, dans les structures des actionnaires et des conseils de direction, dans l'existence de rachats, ou dans la flexibilité des systèmes nationaux de comptabilité. S'il est difficile de parvenir à une vue d'ensemble des spécificités de chaque système national, une comparaison internationale de ces aspects de la vie économique révèle néanmoins des différences frappantes.

### *Le développement des marchés des capitaux*

Malgré la globalisation croissante et l'intégration accrue des marchés européens, la taille relative des marchés des capitaux des différents États membres de la Communauté Européenne est encore très variable. À la fin de l'année 1993, la capitalisation des marchés boursiers en pourcentage du PNB variait de 132% en Angleterre et 61% aux Pays-Bas, à 25% en Allemagne et seulement 13% en Italie. On comptait 1.646 sociétés cotées en Angleterre, 426 en Allemagne, 472 en France et 218 en Italie. Les

marchés des capitaux européens pris dans leur ensemble sont moins développés que ceux des Etats-Unis et du Japon. En fait, la capitalisation totale des marchés boursiers de la Communauté Européenne, en pourcentage du PNB, représente environ la moitié de celle de la bourse du Japon ou du NYSE : le nombre de sociétés cotées dans la Communauté Européenne des douze est inférieur au nombre des sociétés cotés sur le NYSE et le NASDAQ, et l'élargissement de la Communauté Européenne ne modifiera pas cette situation. Le *Tableau 1* présente une vue d'ensemble.

TABLEAU 1 :  
ENTREPRISES NATIONALES COTÉES (MARCHÉS PRINCIPAUX ET PARALLÈLES)  
ET CAPITALISATION BOURSIÈRE À FIN 1993

1993	Capitalisation		Entreprises cotées sur le marché national
	en million d'ECU	% du PNB	
Belgique (B)	69526	38,4	165
Danemark (DK)	35504	30,21	206
Allemagne (D)	409610	25,6	664
Grèce (GR)	10738	16,8	130
France (F)	404926	36,7	726
Irlande (IRL)	15259	37,9	53
Italie (I)	128056	14,0	242
Luxembourg (L)	17170	195,1	56
Hollande (NL)	162356	61,2	239
Portugal (P)	10432	14,7	89
Espagne (ESP)	105675	23,7	374
Royaume Uni (UK)	1065515	136,7	1927
UE à 12	2434766	43,6	4871
Autriche (AUS)	25718	16,2	111
Finlande (SF)	20922	28,3	57
Norvège (N)	24332	27,8	120
Suède (SWE)	95095	60,5	197
UE à 16	2600293	42,9	5356
Suisse (CH)	240812	113,9	215
Japon (JAPAN)	2672638	84,1	1667
US - NYSE	3752776	75,1	1788
US - NASDAQ	703827	14,1	4310

163

NB : Les sociétés cotées et la capitalisation boursière ne comprennent ni les FCP, ni les SICAV, ni les fonds d'investissement européens.

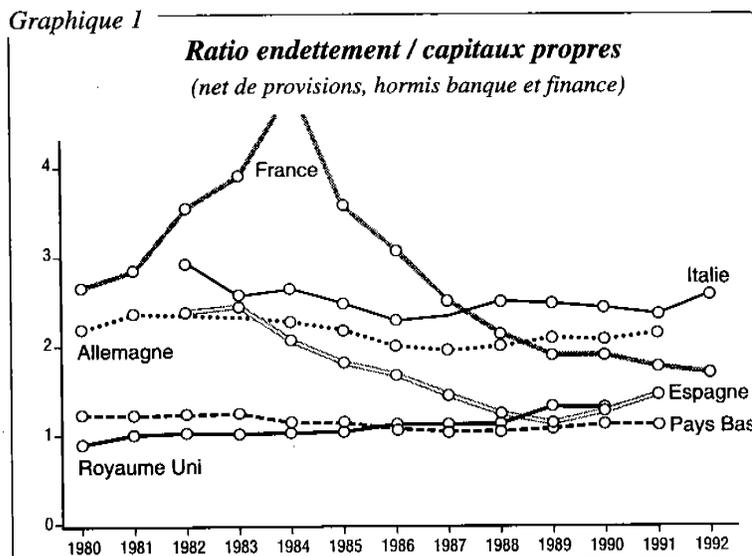
Sources : FIBV, Fédération des Bourses Européennes et Economie Européenne.

*Le financement de l'industrie*

Les données présentées ci-dessus indiquent d'importantes divergences dans les schémas de financement des entreprises. Tandis que les sociétés anglaises et américaines financent principalement leurs besoins d'investissement via le marché boursier, celles d'Europe continentale ont surtout recours aux emprunts ou à des fonds internes. Une récente étude du CEPS a analysé les différences dans la structure de capital des pays membres de la Communauté Européenne et a évalué l'étendue d'une plus grande convergence dans le processus de l'intégration européenne (Gros, 1992). Le rapport a montré que, malgré une certaine convergence des schémas de financement dans les principaux pays européens, il existe une différence importante entre les pays à faible endettement, comme l'Angleterre, et les pays à fort endettement, comme la France, l'Allemagne et l'Italie. Les ratios endettement/Fonds propres de ce dernier groupe de pays étaient en 1989 le double de ceux des premiers (voir graphique 1). L'auteur concluait que les schémas de financement étaient nettement influencés par plusieurs facteurs partiellement, voire pas du tout, couverts par le programme de marché intérieur de la Communauté Européenne, comme les impôts, le gouvernement d'entreprise et le rôle des investisseurs institutionnels.

Le Tableau 1 ne comprend pas les provisions, ce qui introduit une forte variation pour l'Allemagne : les provisions pour retraites y sont investies dans les entreprises et sont inscrites comme provisions au passif du bilan des sociétés. Les ratios bruts endettement/fonds propres, dans lesquels ces

164



Source : Bach-Data, Commission Européenne.

provisions sont comptées comme part des capitaux, font descendre l'Allemagne de près d'un point sur le Tableau.

### La structure d'actionariat

La structure de participation, du même coup, est fortement influencée par le rôle des fonds propres dans le financement du secteur industriel. Les données rassemblées par l'*European Stock Exchange Federation* (Tableau 2) montrent qu'en Angleterre, les actionnaires les plus importants des sociétés cotées sont les institutions financières non bancaires, en particulier les investisseurs institutionnels, qui détiennent une participation moyenne supérieure à 51%. Les particuliers constituent le second groupe en Angleterre avec 20%, contre 3,3% seulement pour les sociétés. En Allemagne, la situation est plutôt inverse : les sociétés forment le plus important groupe de propriétaires des entreprises cotées, avec 42%, les investisseurs institutionnels (compagnies d'assurance, caisses de retraite et fonds) détiennent une part beaucoup plus réduite (6,5% seulement), les banques 8,7%, et les investisseurs privés et étrangers 18% chacun. En Italie, le gouvernement représente le plus important propriétaire d'actions des sociétés cotées, à hauteur de 40,7%. On ne dispose d'aucune information sur la part de participation du gouvernement pour la France, la Belgique et les Pays-Bas.

165

TABLEAU 2 :  
STRUCTURE DE L'ACTIONNARIAT EUROPÉEN, ENTREPRISES COTÉES

(Fin d'année)	B 1990	DK 1990	D 1990	F 1985	IRL 1986	I 1991	NL 1991	P 1991	UK 1992
Investisseurs institutionnels		22,4	15,2	25	38,9	12,9	23	22,2	60,5
dont assureurs		15,3	3,2		35,2	1,4			51,8
banques		1,2	8,7			4,4			0,2
SICAV		0,8	3,3		3,7	2,3			5,7
Sociétés non cotées			41,7	22	5,1	14,2		3,7	3,3
Particuliers	28		18,4	29	28,1	15,5	19	0,5	20
Etat		0,5	6	(a)	0,7	40,7		23,6	1,2
Investisseurs étrangers	22,9	2,9	18,7	24	27,3	14,4	54	12,1	12,8
Autres	49,1	74,2	0	0	0	2,4	5	38	2,2

(a) Pour la France, les entreprises d'état sont comprises dans la rubrique « sociétés non cotées ».

Source : Fédération des Bourses Européennes (1993), Bourse d'Amsterdam.

S'il convient de manier ces données avec précaution (e.g. les filiales cotées peuvent être comptées deux fois), elles réfutent néanmoins la vision commune selon laquelle les banques universelles allemandes détiennent d'importantes parts du secteur industriel. Les données montrent que les entreprises industrielles constituent le groupe le plus important d'actionnaires en Allemagne, tandis que les banques disposent seulement d'une participation relativement faible. Il convient donc de considérer que le terme « banques » renvoie aux banques universelles en Allemagne, tandis que les banques d'investissement entrent sous une catégorie différente en Angleterre. Néanmoins, le système de vote par procuration est perçu comme une source importante de l'influence des banques allemandes, lesquelles sollicitent des votes par procuration sur les dépôts d'actions des investisseurs pour voter aux assemblées des actionnaires. Par ailleurs, les participations élevées des sociétés allemandes dans le secteur industriel peuvent expliquer en grande partie le moindre développement du marché boursier allemand, par rapport à celui des États-Unis ou d'Angleterre.

Parmi les autres pays d'Europe continentale, seule l'Espagne disposait d'un système dans lequel les banques étaient autorisées à détenir d'importantes parts du secteur industriel ; mais on ne détient aucune information sur la structure de participation dans ce pays. Les Pays-Bas emploient aussi la structure dite à deux étages, mais jusqu'à une époque récente les fortes participations des banques dans le secteur étaient prohibées. D'une manière générale, l'Italie, la Belgique et la France ont un système où d'importants holdings contrôlent les intérêts bancaires et sectoriels. Jusqu'à une époque récente, ces pays interdisaient toute forme de participation sectorielle directe des banques, et accordaient un monopole pour les négociations d'actions à des agents de change indépendants. Mais l'importance des sociétés privées dans la participation des entreprises a probablement augmenté en France avec le processus de privatisation et la politique gouvernementale des « noyaux durs », consistant à placer d'importants volumes d'actions auprès d'un groupe central de sociétés françaises.

166

#### *La structure et la composition des conseils de direction*

Quoi que la structure des conseils de direction devrait apparemment refléter la structure de participation des systèmes dits ouverts et fermés, ce n'est pas le cas partout. La structure à un étage des conseils d'administration est la forme de gouvernement d'entreprise répandue en Angleterre et aux États-Unis, mais on la trouve aussi sur le continent européen. Les conseils d'administration uniques sont en partie composés de représentants de la direction (administrateurs opérationnels), et en partie de personnes représentant les actionnaires (administrateurs non-opération-

nels). Ces derniers sont choisis pour leur sagesse, leur expérience et leurs contacts. Dans une structure dite à deux étages, le directoire est soumis à un conseil de surveillance composé d'administrateurs non-opérationnels. C'est ce qui existe en Allemagne et aux Pays-Bas, et de manière facultative en France.

Les données agrégées relatives à la composition des conseils de surveillance en Allemagne montrent que les syndicats et les représentants des employés y constituent le groupe le plus important et détiennent près de la moitié des mandats<sup>2</sup>. Les représentants du secteur industriel arrivent en seconde position avec 25% des sièges, contre 10% à peine pour les banques et autres sociétés financières (cela est conforme aux données sur les participations des banques). Les renseignements disponibles sur la fonction des administrateurs non-opérationnels des banques anglaises montrent qu'une grande majorité d'entre eux (80%) sont président, cadre supérieur ou directeur de société<sup>3</sup>.

#### *Les rachats*

Le gouvernement d'entreprise est fréquemment associé aux rachats. Ainsi, en Angleterre et aux Etats-Unis, une opération de rachat est considérée comme une manière importante d'influencer le gouvernement d'entreprise. En effet, la menace de rachat est perçue comme une source de discipline sur les sociétés, qui permet de transférer le contrôle d'une direction inapte à une direction efficiente, et qui encourage une convergence entre les intérêts de la direction et ceux des actionnaires.

167

Ailleurs en Europe, on insiste moins sur l'influence des rachats dans le gouvernement d'entreprise ; les structures d'actionnariat et les réglementations sont différentes et visent souvent à empêcher le processus de rachat.

Les chiffres fournis par la Commission Européenne sur la nationalité des sociétés acquéreuses (Tableau 3) indiquent que ce sont les sociétés anglaises et françaises qui ont été les plus actives sur le marché des rachats au cours de la période 1986-1992. Les premières ont largement dominé avec une part moyenne de 44,5% des fusions et acquisitions transfrontalières réalisées au sein de l'Union Européenne. Les sociétés françaises suivaient avec une part de 19%, allemandes et hollandaises se disputant les troisième et quatrième places avec, respectivement, 11% et 7%. L'Angleterre et la France ont développé des marchés nationaux de rachats, et les sociétés de ces pays semblent être les plus expérimentées dans cette activité. En

---

2. *Schneider-Lenne (1992) ; Bundesverband deutscher Banken-Info n° 23/24, Décembre 1993.*  
3. *Sheridan et Kendall (1992).*

France, les rachats constituent souvent de vastes opérations et c'est ce qui explique que la réglementation<sup>4</sup> communautaire de 1990 en matière de fusion ait été fréquemment appliquée aux sociétés françaises.

TABLEAU 3 :  
PART DES FUSIONS ET RACHATS TRANSFRONTALIERS  
DANS LES ÉTATS MEMBRES, MOYENNE 86-92,  
EN POURCENTAGE DU TOTAL DANS L'UE

	B	DK	D	GR	E	F	IRL	I	L	NL	P	UK
Cible	6,1	3,4	25,6	0,4	9,2	15,1	1,2	7,5	0,5	9,6	1,4	19,9
Acquéreur	2,6	3,6	11,7	0,0	1,4	19,6	3,5	4,8	0,9	7,3	0,1	44,5

Source : Economie Européenne, Fév. 1994

168

Un découpage suivant la nationalité des sociétés visées dans les rachats indique que l'Allemagne joue le rôle le plus important dans ces opérations : les sociétés allemandes ont fait deux fois plus l'objet de rachats étrangers qu'elles n'en ont été initiatrices, un aspect qui pourrait largement s'expliquer par la politique des rachats engagée dans l'ancienne RDA. A noter aussi, une balance négative des rachats transfrontaliers pour les pays méditerranéens. Dans le cas du Portugal et de l'Espagne, ce phénomène tient probablement au nombre réduit de sociétés nationales et à des taux de croissance élevés qui rendent ces pays attractifs pour des rachats. Les bas niveaux observés en Italie sont dus à la structure financière générale de ce pays, où la plupart des sociétés sont détenues par l'Etat et donc non sujettes à des offres publiques d'achat.

En comparant le contrôle d'entreprise de différents pays, Franks et Mayer (1990) ont trouvé que les rachats hostiles étaient à peu près inexistantes en France et en Allemagne, et que le taux d'ensemble de révocation de l'encadrement y était aussi relativement faible. Ils ont également relevé de fréquentes limitations sur les transferts de propriété, d'où une moindre correction de la direction. En Angleterre, à l'inverse, ils ont découvert peu d'entraves au transfert de propriété et au contrôle ; les limitations sont restreintes par le code de la bourse et des rachats. Plus que sur le continent, un changement de propriété y serait la réponse la plus probable à une direction déficiente.

4. La réglementation sur le contrôle des fusions (Réglementation du Conseil de l'UE n° 4064/89) donne à la Commission Européenne, la juridiction exclusive sur les fusions de portée européenne.

*Les règles comptables*

La loi comptable établit un certain nombre de règles pour l'information sur les flux financiers au sein d'une société, dans le dessein de fournir une image claire de sa situation financière. Les résultats sont présentés dans le bilan annuel et le compte d'exploitation, que la direction utilise pour justifier sa politique devant les actionnaires et qu'elle soumet à leur approbation lors de l'assemblée générale annuelle. Outre les actionnaires, les institutions de crédit, les employés, les clients et les autorités fiscales s'intéressent également à la comptabilité des sociétés, laquelle doit être certifiée par les auditeurs.

La loi comptable peut cependant être flexible et autoriser une marge de manoeuvre, en permettant également aux responsables de diminuer les bénéfices par des règles de forte dépréciation lors de périodes de croissance, ou d'appliquer des méthodes de réévaluation en cas de difficultés.

Les systèmes nationaux de comptabilité diffèrent dans le degré de flexibilité accordé. D'une manière générale, les lois comptables anglo-américaines sont moins souples que les systèmes d'Europe continentale, reflétant les systèmes respectifs de contrôle d'entreprise. Le Tableau 4 compare la marge de manoeuvre allouée dans la déclaration des bénéfices selon les pays. Il est tiré d'une étude de cas dans laquelle on a demandé à des comptables de différents pays de préparer les comptes d'une société internationale. On leur a demandé de réaliser cette opération sur la base des principes comptables susceptibles d'être suivis par les sociétés lors de la préparation des comptes dans leur pays. Ainsi, on observe des écarts de résultats allant de 85 points pour l'Allemagne à 12 points pour le Royaume

169

TABLEAU 4 :  
DEGRÉ DE LATITUDE DANS LA DÉCLARATION DES BÉNÉFICES  
SELON LA MÉTHODE COMPTABLE UTILISÉE

	BE	D	FR	I	NL	ESP	RU
Bénéfice maximum	143	105	107	111	111	147	101
Bénéfice probable	100	100	100	100	100	100	100
Bénéfice minimum	67	20	81	96	54	92	89
Différence	76	85	26	15	57	55	12

Source : Touche Ross (1989)

Uni. Une importante marge discrétionnaire peut, toute chose égale par ailleurs, être supposée pour assurer un pouvoir supplémentaire à la direction. Les éléments le plus communément source de différences étant l'actif incorporel et l'évaluation des titres.

### III. L'Union Européenne et le gouvernement d'entreprise

Le programme de marché intérieur de la Communauté repose sur un compromis entre une harmonisation minimum et des règles de concurrence entre les partenaires. L'ouverture des marchés vise à améliorer l'efficacité de l'allocation des ressources au sein de la Communauté. La législation est harmonisée seulement dans la mesure où elle est nécessaire à la naissance d'un espace de marché libre ; le degré d'harmonisation est une question qui se pose finalement sous la forme d'une interaction entre le gouvernement et les affaires. La concurrence en matière de réglementation peut ensuite aider à parvenir au degré de réglementation approprié.

Du point de vue de la convergence du gouvernement d'entreprise, les progrès ont été très inégaux d'un secteur à un autre. Le marché unique avait été presque entièrement réalisé pour les mouvements de capitaux et les services financiers. Mais on n'est pas arrivé à une harmonisation minimum pour la direction et le contrôle des sociétés. On n'a pas davantage adopté un statut européen de base des sociétés.

La situation de la Communauté Européenne dans ce domaine sera étudiée sous deux aspects différents : les mesures qui affectent directement le contrôle d'entreprise, i.e. l'harmonisation des formes légales d'organisation et de contrôle d'entreprise, et les mesures qui ont un impact indirect, c'est-à-dire celles relatives aux domaines financiers et sociaux.

#### *Les mesures qui affectent directement le contrôle d'entreprise*

Plusieurs directives ont déjà été adoptées dans le domaine du droit des sociétés. Elles introduisent une harmonisation minimum des procédures pour la création des sociétés, la publication des comptes, les principes de consolidation, les exigences en matière d'information financière et les qualifications des auditeurs ; par ailleurs, des règles de comptabilité secondaires sont sujettes à une reconnaissance mutuelle. Les directives s'appliquent principalement aux sociétés à responsabilité limitée ; les plus

5. Quatrième directive du Conseil (78/860) sur les comptes annuels de certains types de sociétés, OJL 222 du 14/8/1978. Septième directive du conseil (83/349) sur les comptes consolidés, OJL 193 du 18/7/1983.

6. Document de travail sur l'application de principes de prudence et d'indépendance des exercices dans certains pays européens, FEE (1994).

importantes réglementations sont les 4<sup>ème</sup> et 7<sup>ème</sup> directives du droit des sociétés<sup>5</sup>. La 4<sup>ème</sup> traite de la comptabilité des sociétés privées ; elle contient des règles pour l'évaluation, la mesure, la présentation et la divulgation de l'information. La 7<sup>ème</sup> directive est relative aux états financiers consolidés. Les directives ont fait de la comptabilité un sujet de loi communautaire et stipulent que toutes les SARL de la Communauté Européenne sont tenues de publier des comptes annuels ; mais cela n'est pas encore universellement observé, puisque plus de 90% des SARL allemandes refusent de s'exécuter. Si ces directives concilient momentanément les principales écoles de comptabilité, elles ne mettent cependant pas en place une structure de comptabilité européenne. Par exemple, la 4<sup>ème</sup> directive offre 62 options pour sa mise en oeuvre, la 7<sup>ème</sup> en compte 50. Une étude récente réalisée par l'*European accountants federation* (FEE) sur l'application du principe de prudence contenu dans la 4<sup>ème</sup> directive a révélé de fortes divergences entre les pays eu égard à l'interprétation de ces provisions<sup>6</sup>.

Une autre série de mesures, proposées il y a bien longtemps, traite de questions plus immédiatement pertinentes pour le contrôle d'entreprise, e.g. la structure et le contrôle des sociétés anonymes cotées en bourse (« public limited companies » : PLC), les procédures d'offres publiques d'achat, et les droits des employés dans les sociétés à responsabilité limitée. Il est significatif qu'aucune de ces mesures n'ait encore été appliquée. Certaines ont été amendées en 1990 (propositions Bangemann) à la suite de la publication d'une étude réalisée par le Ministère du commerce et de l'industrie anglais (Department of Trade and Industry - DTI), qui indiquait que les différences structurelles nuisent fortement à la coopération transfrontalière des sociétés au sein de la Communauté Européenne. Elle montrait en particulier que la valeur totale des rachats en Angleterre, est supérieure de 2,5 fois au total du reste de la Communauté européenne. En outre, une part importante des rachats anglais avait été faite sous la forme d'offres contestées (« contested bids ») tandis que ce type d'acquisition était insignifiant dans les autres pays membres. Ces disparités, expliquait-on, tenaient aux différences structurelles entre les Etats membres concernant les droits des employés, des actionnaires, de la direction, et de leurs pouvoirs directifs, la disponibilité de l'information, les politiques fiscales, et les pratiques de comptabilité et de supervision.

Quatre propositions de la Commission demeurent sur la table du Conseil :

7. La structure des SA et leurs pouvoirs et obligations COM(72) 887 et COM (83) 185, OJC 131 du 13/12/1972 et OJC 240 du 9/9/1983, (proposition amendée afin que le projet de directive s'inscrive dans la ligne de suppression d'entraves aux rachats prônée par la Commission), COM (90) 629, OJC 7 du 11/1/1991, proposition réamendée COM(91) 372.

*a) Harmonisation de la structure des sociétés : projet d'une cinquième directive du droit des sociétés*

Ce projet de directive a trait à la structure des sociétés anonymes cotées en bourse dotées d'un capital-actions<sup>7</sup>. Elle définit les pouvoirs et les obligations de la direction, et stipule encore que les PLC devront être structurées de l'une des deux manières suivantes :

— le système dit à deux étages dans lequel la société est dirigée par la direction sous la surveillance d'un organe de surveillance ;

— le système à un étage, dans lequel la société est dirigée et contrôlée par un unique conseil de direction et dans lequel les actes des membres opérationnels sont surveillés par des membres non-opérationnels. La directive contient des éléments obligeant les sociétés à permettre une forme de participation et de contrôle des employés dans le conseil de direction, variant selon le type de société et le nombre des employés. D'autres directives concernent la tenue des assemblées générales des actionnaires, le vote par procuration et la rédaction et l'audit des rapports annuels.

Les projets d'amendements devraient supprimer certaines entraves relatives à l'exercice des droits de vote, créer une meilleure transparence pour les actionnaires, instituer le principe « une action-un vote » et aussi celui du vote à la majorité dans les assemblées générales, rendre le contrôle sur le conseil de direction plus efficace, limiter le nombre des actions privilégiées à un maximum de 50% du capital total de l'émission. La proposition attend sur la table du Conseil depuis plusieurs années.

172

*b) Exigences pour les fusions : projet d'une dixième directive.*

Ce projet harmonise le droit des sociétés pour faciliter les fusions transfrontalières et définit le rôle de l'assemblée des actionnaires dans l'approbation de celles-ci<sup>8</sup>. Il lèverait les restrictions qui rendent les fusions transfrontalières plus difficiles que celles réalisées à l'intérieur des frontières d'un Etat. La disparité des structures des sociétés rend ce domaine du droit des sociétés extrêmement difficile à harmoniser et la question sensible de l'information obligatoire des employés a encore retardé le progrès de cette directive.

8. Fusions transfrontalières des SA, COM (84) 727, OJC 23 du 25/1/1985.

9. Treizième directive du Conseil sur la législation d'entreprise concernant les rachats et autres offres générales, COM(88) 823, OJC 64 du 14/3/89, proposition amendée, COM(90)416, OJC 240 du 26/9/1990.

*c) Harmonisation des procédures d'offres publiques d'achat : projet d'une treizième directive*

Cette directive définit le rôle des autorités de surveillance lors d'une offre publique d'achat, le seuil obligatoire requis pour une offre publique d'achat, l'information et la protection des actionnaires, la transparence de l'opération, et les mesures défensives (limitant la possibilité d'acquérir des actions de sa propre société lors d'une offre publique d'achat<sup>9</sup>).

La directive figurait sur la liste des propositions qui devaient être révisées conformément au principe de subsidiarité, comme convenu au Conseil d'Edimbourg de 1992. Elle faisait partie de celles « qui tendaient à entrer dans des détails excessifs par rapport à l'objectif poursuivi ». La Commission examine actuellement si la proposition correspond aux besoins des affaires et si les offres publiques d'achat méritent de faire l'objet d'une réglementation plus ou moins détaillée à un niveau communautaire.

*d) Le statut de Société Européenne*

La proposition visant à l'établissement d'une réglementation pour un statut de Société Européenne (SE)<sup>10</sup> s'inspire du modèle des sociétés à responsabilité limitée et cherche à fournir une structure optionnelle pour les entreprises. Les règles concernent la formation, le capital minimum, la structure du conseil de direction, les droits de vote, la liste des actionnaires. La proposition actuelle autorise également la structure à deux étages et celle à un étage. La réglementation est jointe à une proposition de directive définissant les droits des employés dans la SE.

La discussion des propositions progresse très lentement, et il est permis de se demander si une forme opérationnelle de SE verra le jour dans un futur prochain. Si les membres de la Commission Européenne réclament souvent un accord final en matière de réglementation, il n'en demeure pas moins que l'on ne trouvera pas de structure plus commode pour les sociétés que celle déjà en place à un niveau national. L'Allemagne, par exemple, a souvent répété qu'elle n'accepterait pas un SE avec des règles plus laxistes sur la participation des employés que celles contenues dans sa propre législation ; mais qu'autrement les sociétés allemandes opteraient pour le SE. D'autres Etats membres, comme l'Angleterre et l'Irlande, se sont prononcés en faveur d'une harmonisation des règles nationales (bien que cela ne semble guère plus aisé), plutôt que de créer un nouveau statut.

Les organisations professionnelles estiment que les projets de directives mentionnés ci-dessus sont morts et expliquent que la Communauté Euro-

---

10. Proposition d'une réglementation du Conseil sur le statut de Société Européenne (SE), COM(89)268, OJC 263 du 16/10/89, proposition amendée COM(91)174-2, OJC 176 du 8/7/91.

européenne devrait adopter une nouvelle politique dans ces domaines. La Commission est consciente de ces problèmes. Eu égard à la comptabilité, elle a souligné dans son programme stratégique de marché intérieur de 1994 que des efforts seraient nécessaires pour améliorer la convergence des exigences de déclaration financière au sein de l'Union. Cela devait aussi augmenter l'influence de l'Union dans le débat international relatif à l'harmonisation de la comptabilité. La Commission a également annoncé qu'elle publierait au cours de l'année 1994 une communication sur la manière d'améliorer le cadre législatif pour les sociétés dans le marché unique.

*Les mesures affectant indirectement le contrôle d'entreprise*

*a) Dans le domaine social*

Outre le projet de directive sur les droits des employés dans la SE et les obligations de la cinquième directive sur la participation des employés, un autre projet existe dans le domaine social, qui affectera le gouvernement d'entreprise : il s'agit du projet de directive de conseils des employés européens (« european workers councils »), qui établit les procédures pour la consultation des employés dans les entreprises multinationales. Une nouvelle proposition de la Commission a été récemment adoptée sur la base du traité de Maastricht sur la politique sociale<sup>11</sup>. Elle ne s'appliquera donc pas à l'Angleterre, qui a bloqué l'accord unanime nécessaire pour la proposition précédente. Cette adoption intervient après l'échec des partenaires sociaux, UNICE et ETUC, à conclure un pacte volontaire. Le projet de directive serait applicable aux entreprises comptant un minimum de 1.000 employés et au moins deux établissements dans différents Etats membres, employant chacun au moins 100 personnes. Les conseils des employés européens, composés d'environ 30 représentants de la direction et des employés, pourront être établis là où les employés ou leurs représentants les réclameront ; l'initiative pourra aussi provenir de la direction, mais devra recevoir l'accord des employés.

*b) Dans le domaine financier*

C'est le programme de marché financier unique qui a le plus progressé dans le sens d'une meilleure convergence du gouvernement d'entreprise au niveau communautaire. D'une part, les mouvements de capitaux entre les Etats membres ont été libéralisés. D'autre part, on dispose de presque

11. Proposition pour une directive du Conseil concernant l'établissement de comités ou procédures européennes dans les entreprises ou groupes à dimension européenne, dans le but d'informer et consulter les employés. COM (94) 134 du 13/04/1994.

toute la législation nécessaire à la libre fourniture des services financiers. Les directives concernées harmonisent les règles fondamentales pour permettre une libre diversification et l'offre de services transfrontaliers sur présentation d'un simple passeport. Les mesures peuvent être subdivisées suivant les différents secteurs.

Dans le secteur de la banque, la seconde directive bancaire suit le modèle de la banque universelle, qui autorise les banques à fournir une large variété de services, allant de la banque commerciale à la banque d'investissement. Les banques sont aussi autorisées à détenir une forte participation dans le secteur industriel. Une banque peut avoir une participation dans une entreprise non-financière s'élevant à 15% de ses fonds propres. Le montant total des participations dans le secteur industriel peut monter à 60% du capital de la banque, chiffre plus élevé que celui que l'on trouve dans la plupart des Etats membres de la Communauté Européenne. Une autre directive limite les risques importants d'une banque sur un seul client, à 25% des fonds propres de celle-ci.

La directive relative aux services d'investissement accorde aux sociétés de courtage une liberté semblable à celle dont jouissent les banques, en les autorisant à négocier tous les titres au sein de la Communauté Européenne sous le seul contrôle du pays hôte. Elle est cependant sujette à d'importantes mesures transitoires et n'entrera en vigueur qu'en 1996. D'autres dispositions dans le domaine des titres facilitent l'intégration des marchés boursiers de la Communauté européenne par la reconnaissance mutuelle de listes de renseignements pour l'admission et l'affiliation aux bourses. Cette directive a été récemment amendée pour renoncer à la publication de renseignements sur les sociétés de haute qualité, de grande taille et de dimension internationale, cotées dans la Communauté depuis au moins trois ans et ayant fait montre d'un degré satisfaisant de conformité aux directives de cotation de la Communauté Européenne : cette décision devait permettre la mise en oeuvre du projet *Eurolist*. Une autre directive traite des exigences en matière de divulgation dans le cas d'achat ou de vente de participations importantes dans des sociétés cotées. Les seuils sont établis à 10, 20, 33, 50 et 66%. En outre, la Communauté Européenne a aussi décidé de faire du délit d'initié une infraction, ce qui n'était pas le cas dans plusieurs pays d'Europe continentale auparavant<sup>12</sup>.

Une initiative privée contribuera encore à l'intégration des marchés boursiers européens. En effet, l'*European Federation of Stock Exchanges* a accepté de lancer à l'automne 1994, sur plusieurs bourses européennes, une cotation commune de titres de sociétés de première classe. Ce projet

12. Il faut noter que la directive qui devait être mise en application avant juillet 1992, ne l'a pas encore été en Allemagne (situation constatée au 31/5/1994).

dit *Eurolist* permettra aux principales sociétés déjà cotées sur une bourse européenne d'obtenir leur cotation sur d'autres bourses grâce à une procédure simplifiée. On espère ainsi accroître l'attrait, la liquidité et la transparence des valeurs européennes.

Dans le domaine de l'assurance et des caisses de retraite, la levée des exigences en matière de localisation et d'investissement contenues dans les directives relatives à l'assurance (vie et autres), et le projet relatif aux fonds de retraite, constitueront le pas le plus important vers un marché des capitaux européen intégré. Les directives ouvrant le marché de l'assurance entreront en vigueur le 1er juillet 1994 ; le destin du projet de directive relatif aux caisses de retraite reste toutefois encore incertain.

#### *IV. Les pressions pour le changement*

Malgré le désaccord subsistant dans les directives en matière de gouvernement d'entreprise de la Communauté Européenne, cinq éléments sont susceptibles de faire évoluer les marchés des capitaux de plus en plus vers le modèle anglo-américain : le rôle croissant des investisseurs institutionnels, l'intégration des marchés financiers, l'harmonisation des critères de comptabilité, l'activisme accru des actionnaires et la récente vague de privatisations.

176

##### *Le rôle croissant des investisseurs institutionnels*

Le vieillissement de la population européenne et les restrictions aux dépenses publiques conduiront à une dépendance accrue envers des systèmes de financement des provisions de retraite. Les pays européens reposent à présent dans une large mesure sur des systèmes de retraite par répartition. Mais la croissance du ratio retraités/actifs rendra ces systèmes de plus en plus impraticables ; ainsi une plus grande part des contributions de retraite devra être financée par des systèmes d'entreprise et/ou des plans de retraite individuels (gérés par des sociétés financières).

Le développement des fonds de pension conduira à une augmentation des sources de financement en capital. En conséquence, les sociétés devront ajuster leurs méthodes de financement, ce qui provoquera une réduction des ratios endettement/fonds propres du secteur européen. Le rôle des banques diminuera au profit des marchés financiers. Les gouvernements devront cesser de favoriser fiscalement la dette au détriment du financement en capital.

L'importance accrue des investisseurs institutionnels sur les marchés des capitaux européens pourrait pousser le gouvernement d'entreprise vers le modèle anglo-américain. L'information des actionnaires, le principe une action-un vote, la politique des dividendes et l'assemblée des

actionnaires, tous ces aspects deviendront de plus en plus importants. Les investisseurs institutionnels demanderont un traitement égal dans les rachats, pour les restrictions sur le délit d'initié et pour les différentes classes d'actions. Ils introduiront une forme plus active de participation et menaceront directement toute forme de direction laxiste ou incompétente. La concurrence croissante ne fera qu'accroître ce processus.

#### *L'intégration des marchés financiers*

La troisième directive de l'Union Européenne relative à l'assurance (vie et autres), qui entrera en vigueur à la mi-1994, lève les restrictions en matière d'investissement et les exigences de localisation pour les investissements des compagnies d'assurance dans l'ensemble de la Communauté Européenne. Le projet de directive de l'Union Européenne sur les fonds de retraite pourrait, s'il est adopté, ouvrir aussi le marché aux investisseurs institutionnels. Actuellement, seuls l'Irlande, les Pays-Bas et l'Angleterre ne connaissent pas de limites sur la distribution des portefeuilles des fonds de retraite. Les portefeuilles de titres étrangers sont limités en Allemagne, en Belgique et au Danemark. Les compagnies d'assurance et les caisses de retraite allemandes peuvent investir 30% de leur capital en actions, mais les sociétés d'investissement traditionnellement hostiles au risque n'ont pas été jusqu'à présent contraintes par cette limite (cette proportion ne dépasse pas en moyenne les 10%).

177

La concurrence que se livrent les investisseurs institutionnels pourrait conduire à une plus grande convergence dans la distribution de leurs portefeuilles. Les sociétés continentales sont traditionnellement sur-investies en obligations, tandis que les portefeuilles actions sont sous-représentés. Ces derniers forment une part plus importante des portefeuilles des sociétés anglaises. Ils sont plus volatiles mais fournissent un meilleur rendement sur le long terme.

#### *L'harmonisation des règles comptables*

La globalisation accrue des marchés et le besoin d'un capital social plus liquide a conduit la société allemande Daimler à demander sa cotation sur la bourse américaine, car elle ne trouvait pas en Allemagne le marché boursier hautement développé et les puissantes caisses de retraite dont elle avait besoin. Daimler a expliqué qu'une offre d'actions à Wall Street lui permettrait d'augmenter sa capitalisation boursière, ce qui constituait le moyen le meilleur marché - avec une marge de 10% - de trouver un financement supplémentaire. Cependant, pour obtenir cette cotation, elle a dû se conformer aux règles comptables américaines

Cette décision n'a pas été accueillie avec enthousiasme et certains hommes d'affaires allemands l'ont qualifiée de véritable trahison<sup>13</sup>. D'un point de vue européen, cette initiative a affaibli les chances de parvenir à un accord sur des critères internationaux de comptabilité au sein de l'*International Accounting Standards Committee* (IASC)<sup>14</sup>, et a encore discrédité l'objectif européen de reconnaissance mutuelle des critères de comptabilité américains et européens. La décision de Daimler, en réalité, a démontré que les forces du marché tendaient de plus en plus à faire des règles comptables américaines le langage mondial en la matière.

Les systèmes de comptabilité sont le reflet des systèmes de contrôle d'entreprise. Tandis que le système anglo-américain, qui dépend de l'apport de capitaux extérieurs, met l'accent sur la transparence et l'information, le système allemand est au contraire fermé et réservé. Les ajustements de comptabilité imposés dans le cas de Daimler illustrent les différences entre les deux systèmes : au cours des six premiers mois, l'entreprise a enregistré un profit de 168 millions de DM suivant les méthodes de comptabilité allemandes, mais une perte de 949 millions de DM selon le système américain. D'autres systèmes européens forment des variantes entre les systèmes anglo-américain et allemand. D'une manière générale, les exigences en matière de déclaration financière augmentent à proportion de l'éloignement entre les pourvoyeurs et les utilisateurs de capitaux. Par ailleurs, il a fallu plusieurs années au Conseil de la Communauté Européenne, par exemple, pour parvenir à un accord sur la directive harmonisant les comptes annuels des compagnies d'assurance (directive du Conseil 91/674), en raison de l'opposition allemande. Les assureurs allemands étaient autorisés à ne révéler dans leur bilan que la valeur historique de leurs réserves, mais non la valeur courante, ce qui leur permettait de disposer d'énormes réserves cachées. La Commission et plusieurs autres Etats membres étaient favorables à une divulgation de la valeur courante. Le compromis finalement atteint autorisait les deux méthodes, mais stipulait que, dans chaque cas, l'évaluation des réserves devait aussi être faite suivant l'autre méthode.

<sup>13</sup> Voir Barry Riley, « Feeling of corporate betrayal in Germany », publié dans le « *Financial Times* », 22/9/93, *European Report*, 17 Juillet 1993.

<sup>14</sup> L'IASC est une organisation privée représentant la profession comptable. Elle a développé un ensemble de règles comptables internationales. L'Organisation Internationale des Commissions de Bourse (IOSCO) a demandé à l'IASC de fournir un ensemble de règles susceptibles d'être acceptées par les bourses internationales les plus importantes afin de simplifier les émissions internationales de titres.

### *L'activisme des actionnaires*

Un autre développement pousse le contrôle des entreprises vers le modèle anglo-américain : l'activisme accru des actionnaires. La tendance est déjà évidente aux Etats-Unis et en Angleterre, où ils exercent des pressions sur la direction afin d'obtenir des performances financières adéquates. Ceux qui ne sont pas satisfaits par les performances d'une société publiquement cotée s'efforcent de convaincre les autres de révoquer sa direction lors de l'assemblée annuelle. Ils lancent une campagne de vote par procuration, en déclarant publiquement qu'ils voteront contre les administrateurs d'une société en raison d'une certaine politique et invitent le reste des actionnaires à les rejoindre.

Le salaire des cadres supérieurs est l'une des questions qui a particulièrement retenu l'attention des actionnaires aux Etats-Unis et en Angleterre. A leur grand regret, ceux-ci ont découvert que le salaire, les boni et autres compensations versés aux directeurs augmentaient dans des périodes au cours desquelles les bénéfices et les dividendes diminuaient. Ils ont donc pressé les sociétés de donner une information complète sur les salaires distribués aux personnels opérationnels.

Un gouvernement d'entreprise plus rapproché pourrait aussi constituer une nouvelle stratégie d'investissement. En effet, il pourrait devenir rentable d'investir dans des sociétés à médiocre rendement et mal dirigées, puis de provoquer une agitation pour entraîner des changements dans le gouvernement d'entreprise. De fait, la plupart des sociétés américaines ayant fait l'objet d'une restructuration à la suite de pressions exercées par les actionnaires, ont enregistré de bonnes performances depuis.

179

Cette tendance se répand aussi sur le continent, par le biais des acquisitions d'actions de sociétés d'Europe continentale par des sociétés américaines. Des groupes d'actionnaires et des consultants voient le jour dans de nombreux pays ; ils conseillent les actionnaires institutionnels sur le vote ou essaient d'obtenir leur procuration pour les assemblées annuelles.

### *Les privatisations*

Plusieurs pays d'Europe continentale ont entamé d'importants programmes de privatisation d'actifs publics. Les banques, les compagnies de téléphone, les entreprises d'énergie et autres entreprises sont mises en vente au public en Belgique, France et Italie. Ces mouvements augmenteront l'importance et la capitalisation des marchés boursiers. L'Italie constitue l'exemple type, qui enregistre la capitalisation du marché boursier, en pourcentage du PNB, la plus faible de la Communauté Européenne (données de 1993, voir Tableau 1) et où la part des sociétés détenues par l'Etat se montait à 40% en 1991.

Le problème pour les gouvernements consiste donc à créer une base stable d'actionnaires nationaux pour les sociétés privatisées et à éviter une vente totale des actifs de l'Etat. Mais cela pourrait les amener à gêner l'harmonisation et la transparence du gouvernement d'entreprise.

### *Conclusion*

La Commission Européenne, consciente des problèmes posés par les différents critères existants en matière de gouvernement d'entreprise dans un contexte européen, a répété dans son programme stratégique de marché intérieur de 1994, qu'il importait de progresser sur les questions de droit des sociétés et de gouvernement d'entreprise, afin de permettre au marché intérieur de devenir une réalité. Il est clair que l'immobilisme actuel ne peut durer ; il s'agit donc de trouver les moyens d'avancer.

Comment déterminer quel est, du système à un étage ou de celui à deux étages, le meilleur ? Les deux présentent leurs avantages, et sont très susceptibles de continuer de coexister dans le futur proche. Il y a, cependant, une tendance très nette à une séparation de la gestion et du gouvernement des affaires. Plusieurs sociétés distinguent désormais les fonctions de président et de directeur général. Elles ont souvent créé deux niveaux de conseil d'administration et institué des comités de contrôle spécifiques. Le *Cadbury Committee* a aussi reconnu le besoin de séparer les fonctions opérationnelles et de surveillance, et a conseillé la création de comités de contrôle indépendants.

L'application de principes politiques à la direction des entreprises permet de jeter une lumière intéressante sur ces discussions. L'Union Européenne, mais aussi les autres Etats, réexaminent la notion de fédéralisme, cherchent comment distribuer les compétences, comment responsabiliser les différents niveaux de gouvernement, et comment impliquer davantage les citoyens. De leur côté, les grosses sociétés s'efforcent de mieux structurer leur organisation, évaluent le degré d'autonomie à accorder à leurs filiales, et s'interrogent sur les moyens de motiver leurs employés et de convaincre les investisseurs de s'engager. La direction d'une entreprise peut être envisagée comme celle d'un gouvernement, responsable et ouvert, non seulement devant ses actionnaires, mais plus généralement devant toutes les parties prenantes. Le système fermé est à cet égard mieux équipé. Selon les propres mots d'un spécialiste : « En Angleterre et en Amérique du Nord, le conseil supérieur, celui qui est responsable du gouvernement, n'est pas aussi représentatif des différentes parties prenantes qu'il ne l'est en Allemagne ou au Japon. Mais on est de plus en plus convaincu - et l'on assigne plus particulièrement ce rôle aux administrateurs non-opérationnels - de la nécessité de prendre aussi en considéra-

tion ces intérêts. Dans un système fédéral, le gouvernement est finalement démocratique, responsable devant tous les groupes d'intérêts dont il dépend, et pas seulement devant les seuls financiers<sup>15</sup>.

Certes, les deux systèmes auront à s'adapter : L'« ouvert » devra évoluer dans ses modalités de contrôle et opter pour une plus grande responsabilité devant les parties prenantes, et le « fermé » devra devenir plus transparent et plus démocratique. Comme certains de ces problèmes ne peuvent être réglés par le biais de la législation, nous proposons de considérer la forme et le contenu possibles d'un code de conduite auquel les sociétés cotées en Europe souscriraient dans leurs relations avec les actionnaires et les parties prenantes ; il définirait la responsabilité du conseil d'administration et le rôle des administrateurs non-opérationnels, et établirait les moyens de contrôle et de déclaration financière que les sociétés seraient tenues de respecter.

## RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Bosch, U. & Hodgson, S. (1994), *Corporate Governance in Germany and England*, Forum of the Deutsche Bank 1/94.
- Commission of the EC (1993), Conditions of business operation, Internal Market.
- Davis, E.P. (1993), *The development of pension funds, An approaching revolution for continental Europe*, American Express Awards.
- Deloitte, Touche Tohmatsu international (1989), *The harmonisation of reporting of Europe*.
- European Economy (1994), Supplement A. Mergers and Acquisitions, February.
- Federation of Stock Exchanges in the EC (1993), Share ownership structure in Europe.
- FEE (1994), Discussion paper on the application of prudence and matching in selected European countries.
- Fédération international des Bourses de Valeurs (1993), *Annual Report*.
- Franks, J.R. & Mayer, C. (1990), *Capital markets and corporate control*, A study of France, Germany and the UK, IFA working paper 127-90.
- Franks, J.R. & Mayer, C. (1992), *Corporate control, A synthesis of the international evidence*, IFA working paper 165-92.
- Gros, Daniel (1992), *The integration of financial markets in Europe and the financing of industry*, CEPS working party report.
- Handy, Charles (1993), *Balancing Corporate Power, A new federalist paper*, The McKinsey Quarterly, n° 3.
- Jenkinson, T. & Mayer, C. (ed.) (1992), *Corporate Governance and corporate Control*, Oxford Review of Economic Policy, vol. 8, n° 3.

<sup>15</sup> Charles Handy, dans *Mc Kinsey Quarterly*, 3ème trimestre 1993.

- Kester, Carl W. (1991), *Governance, Contracting and Investment Time Horizons*, Harvard Business School, working paper.
- Le Monde*, « Le pseudo-capitalisme à la française », 8 March 1994.
- Mortensen, J. (1993), *The financing of retirement provisions in the EC*, CEPS working party report.
- Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, (Cadbury Report, 1992).
- Schneider-Lenne, E. (1992), *Corporate control in Germany*, Oxford Review of Economic Policy, vol. 8, n° 3.
- Sheridan, Th. & Kendall, N. (1992), *Corporate Governance*, London.
- Touche Ross, (1989), *Accounting for Europe*, London.
- Van Hulle, K. (1993), *Harmonisation of accounting standards in the EC*, European Accounting Review, n° 2, pp. 387-396.