



## AVANT-PROPOS

# LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE : QUELLE RECHERCHE POUR QUEL CONCEPT ?

GÉRARD CHARREAUX\*

OLIVIER PASTRÉ\*\*

**L**a *Revue d'Économie Financière*, bien qu'ayant un rythme lent de gestation, propre à toute revue scientifique, s'honore d'avoir souvent su, sinon précéder l'événement, au moins éclairer celui-ci par anticipation. L'exemple le plus « célèbre » me semble être le numéro 43 consacré, en octobre 1997, au système financier japonais qui, au travers notamment de l'interview de Christian Sautter, jetait un éclairage nouveau sur les contradictions du système économique nippon. Mais, dans son genre, le numéro 31 consacré, en octobre 1994, un an avant le rapport Viénot, au gouvernement d'entreprise mérite aussi d'être cité. Alors que la France se livrait aux joies du capitalisme circulaire, la *Revue* s'était efforcée de tracer le cadre de ce que pourrait être un nouveau gouvernement d'entreprise à la française. Presque sept ans après, en publiant à nouveau une série d'articles consacrés à ce thème (numéro de la *Revue* qui fait écho au Rapport moral sur l'argent dans le monde 2000 dont l'une des parties traite du même sujet) peut-on encore espérer faire œuvre de pionnier ou bien faut-il déjà considérer ce numéro de la REF comme une contribution à l'Histoire de la Pensée Économique ?

Nous sommes tentés de penser que l'esprit pionnier de la *Revue* (tout est relatif bien sûr...) perdue au travers de cette livraison. Les publications sur le gouvernement d'entreprise ont fait florès au cours des dernières années. Elles ont permis de mieux connaître et de mieux comprendre comment les entreprises dans différents pays adaptaient leurs modes de gestion à l'évolution de leur environnement. On serait toutefois tenté de considérer que la plupart des travaux récents se sont concentrés sur un lieu de gouvernement, le Conseil d'administration, et sur un « angle d'attaque » du problème, celui de l'efficacité relative de tel ou tel type de gouvernement d'entreprise. Dans ce numéro de la *Revue*,

\* Professeur à l'Université de Bourgogne.

\*\* Professeur à l'Université Paris XIII.



nous avons cherché à ouvrir de nouvelles pistes de réflexion sur le gouvernement d'entreprise. Ces nouvelles pistes sont au nombre de trois. En premier lieu, nous avons cherché à contribuer au débat, qui n'est certes pas nouveau, sur la convergence des modèles de gouvernement d'entreprise. En second lieu, nous espérons avoir, si ce n'est ouvert, au moins relancé le débat sur le rôle des investisseurs institutionnels, les célèbres « zinzins ». Enfin, nous avons choisi de publier quatre articles qui traitent du thème du gouvernement d'entreprise sous un angle pointu et original.

### *LA CONVERGENCE DES MODÈLES*

Les trois premiers articles de cette livraison posent, à eux trois, très bien le problème de la convergence des modèles de gouvernement d'entreprise. L'article de Didier Vuchot, Bertrand Richard et Patrick Bourdon consacré à l'Allemagne, pays finalement peu connu au-delà des idées générales (et, donc, fausses), est une pierre dans le jardin des « convergentistes ». Certes, le concept de « bancindustrie » bismarckien évolue. Certes les OPA sont désormais envisageables en Allemagne. Certes les patrons allemands ont perdu une partie du droit divin que leur conférait la recherche permanente de consensus. Il n'empêche : le modèle managérial allemand reste très... allemand. La lourdeur et l'opacité des modes de contrôle interne, la primauté à la cooptation, le poids toujours prépondérant des banques, une certaine forme de protectionnisme qui en découle (vis-à-vis des investisseurs étrangers mais aussi vis-à-vis des acteurs simplement extérieurs à l'entreprise, susceptibles de mettre en cause le fragile équilibre des pouvoirs internes) : tels sont et restent les traits distinctifs d'un capitalisme qui, malgré ce qui peut paraître comme des handicaps, ne se porte pas si mal que cela. Paris sera toujours Paris. Il semble en être de même de Francfort ! Ceci inscrit le gouvernement d'entreprise dans sa dimension historique : les comportements sont le fruit de structures, elles-mêmes déterminées par ce que l'économie industrielle appelle les conditions de base. Et les conditions de base de la régulation micro-économique sont d'une plasticité toute relative.

Que ceux qui rêvent d'un modèle unique de gouvernement d'entreprise ne désespèrent pas pour autant ! L'article de Patricia Charléty démontre que l'exception française a perdu, depuis quelques années, de sa superbe. Des progrès restent, certes, encore à accomplir en matière de transparence des rémunérations ou en matière d'application de la règle « une action - une voix ». Force est toutefois de constater que, sous les coups successifs du rapport Viénot (et de ceux qui l'ont suivi) ainsi que de certains textes de loi, les règles de fonctionnement des entreprises françaises ont évolué dans le sens au moins d'une plus grande lisibilité.



Sur le fond, les deux auteurs de cet avant-propos, à des degrés divers, pensent que l'exception française subsiste pour la majeure partie du corps industriel français. Il n'en est pas moins vrai que la « mondialisation » et la « marchandisation » qui l'accompagnent ont imprimé leur marque sur la gestion de nombreux grands groupes français.

Dominique Plihon, Jean-Pierre Ponsard et Philippe Zarlowski essaient, quant à eux, de porter un jugement global sur le phénomène de convergence. Se dirige-t-on vers un régime unique de gouvernement d'entreprise ? Il semble bien que non. Ce qui constitue un élément incontestable d'« hybridation » des deux modèles de *stakeholding* et de *shareholding*, c'est l'émergence d'actionnaires, certes minoritaires, mais de moins en moins, et de plus en plus sûr d'eux. Cet essor des « zinzins » (doit-on alors parler de *shakeholder* ?) ne fait pas disparaître pour autant complètement les spécificités nationales. Ceux-ci ne jouent pas le rôle de Grand Uniformisateur décrit par certains. On serait même tenté de dire « bien au contraire » : en permettant à certains modèles d'organisation de se pérenniser.

Pour conclure sur ce premier débat, il peut être intéressant de s'interroger sur ce que recouvre le concept de la convergence lui-même. Nous le ferons à ce stade sous forme de questionnements :

- la convergence des modèles nationaux ne serait-elle pas renforcée par celle des acteurs financiers eux-mêmes (comme le laissent penser Michel Boutillier, Fabrice Pansard et Bruno Séjourné dans leur article - cf. infra) ? La bancassurance (qui, après avoir connu des débuts difficiles, semble « reprendre du poil de la bête ») n'aurait-elle pas, dans ce domaine, un rôle spécifique à jouer ?

- la convergence, qu'on le veuille ou non, revient à voir se rapprocher le modèle de *stakeholders* qui régit les pays d'intermédiation bancaire de celui de *shareholders* qui caractérise les pays de marchés financiers et néanmoins anglo-saxons. Y aurait-il place pour un modèle de gouvernement d'entreprise européen ? La convergence est loin d'être acquise au sein de cette zone. N'y aurait-il pas, toutefois, terrain à discussion entre les autorités de régulation européennes pour aider à l'émergence d'un tel modèle ?

- la « convergence relative » (c'est-à-dire avec maintien de spécificités nationales très marquées) ne masque-t-elle pas, en fait, la coexistence de deux tendances contradictoires : d'une part une accélération de l'homogénéisation de certains comportements (par exemple en matière de fonctionnement des Conseils d'administration) et, d'autre part, l'accentuation des divergences relatives à certains autres comportements, (rôle des banques en tant qu'actionnaires) ou à certaines catégories d'entreprise (les PME notamment) ? Si cette hypothèse était vérifiée, les exceptions nationales auraient encore de beaux jours devant elles.



Beaucoup de questions donc restent sans réponse sur ce premier thème : la recherche se doit donc de se poursuivre.

### *LE POIDS DES « ZINZINS »*

Les sept articles qui suivent ont, au moins, un mérite collectif. Alors même que la plupart des auteurs s'accordent à penser que le capitalisme a changé du fait de l'institutionnalisation croissante de la gestion de l'épargne, on trouve très peu de travaux spécifiquement consacrés à cette catégorie très particulière d'actionnaires que sont les investisseurs institutionnels. C'est peut-être la première fois, en France tout au moins, qu'autant de points de vue sur ce thème sont réunis sous une même jaquette. Réjouissons-nous en d'autant plus que le sujet mérite, à nos yeux, très largement cette attention trop rare.

L'article de Sabine Montagne a l'immense mérite d'inscrire le gouvernement d'entreprise dans une perspective historique. S'inscrivant dans le cadre des théories de la régulation, cet article vise à décrire la chaîne du financement qui relie le système de retraite américain à l'influence que jouent les gestionnaires de fonds dans les Conseils d'administration. C'est la réforme de l'un qui explique, pour partie au moins, l'évolution de l'autre. C'est la loi Erisa qui est ainsi à l'origine des principales transformations du capitalisme financier aux États-Unis et, donc, ailleurs.

Michel Boutillier, Fabrice Pansard et Bruno Séjourné ont le mérite, quant à eux, de décrire et d'expliquer la montée en puissance de l'assurance-vie en France. Cette montée en puissance a, bien sûr, des conséquences à la fois en termes de ré-allocation des flux d'épargne nationale mais aussi (nous l'évoquions précédemment) en termes de stratégie des différentes catégories d'institutions financières : l'assurance-vie, mère de toutes les convergences ?

Daniel Baudru et Stéphanie Lavigne, tout en relativisant le poids des *money managers* américains dans le capital des entreprises françaises, soulignent le rôle joué par ceux-ci dès lors qu'ils procèdent à une ré-allocation de leurs actifs. La recherche de nouvelles opportunités d'investissement en dehors du CAC 40 a ainsi un effet multiplicateur d'autant plus grand que les capitalisations alternatives sont faibles.

L'article de Patricia Charléty fait, quant à lui, le point sur les performances des gérants d'OPCVM en fonction des incitations qui leur sont données par les « zinzins ». Bien que cet article n'ait de sens que mis en perspective dans l'ensemble de la littérature consacrée à l'efficacité de la gestion institutionnelle, il apporte quelques précieuses pierres à l'édifice et nuance fort adroitement certaines croyances trop naïvement enracinées : ainsi les fonds ne sur-performent-ils pas clairement le marché ; de même, la gestion passive ne conduit-elle pas à de meilleures perfor-



mances que la gestion active ? Les « zinzins » sont, certes, puissants mais ce ne sont pas (encore ?) des Dieux...

Si ces quatre premiers articles visent à prendre la mesure du pouvoir ainsi que des performances des investisseurs institutionnels, les trois suivants cherchent davantage à qualifier l'impact qu'a ce nouveau pouvoir sur les entreprises. Les trois points de vue sont nuancés. Plutôt laudatif pour Fabrice Hervé qui, s'il considère que l'impact de l'interventionnisme institutionnel (en l'occurrence celui du Conseil des investisseurs institutionnels) est limité à court terme, n'en conclue pas moins que, à long terme, cet impact est détectable et plutôt positif. Ce qui, accessoirement, nourrit le débat sur le (souvent présupposé) *short termism* institutionnel.

Le texte d'Esther Jeffers et Dominique Plihon adopte une position plus critique. Les « zinzins » participent activement, selon les auteurs, à une double évolution du capitalisme moderne : ils contribuent, de par la mobilité de leur force de frappe financière, à accentuer la volatilité des marchés et, plus grave, ils accentuent, en matière de prise de risque, le déséquilibre entre capital et travail, au détriment de ce dernier. Accessoirement, l'article s'interroge sur la corrélation existant entre recentrage sur leurs métiers par les industriels et diversification de leurs risques par les « zinzins » : l'un serait-il le sous-produit de l'autre ?

Pierre Bollon, quant à lui, est, certes, optimiste quand il constate un activisme croissant des gestionnaires mesuré au travers d'un exercice des droits de vote en progression constante, mais est surtout stimulant par les questions qu'il pose : les gestionnaires doivent-ils davantage se mobiliser pour obtenir certains changements juridiques ? Les gestionnaires doivent-ils se concerter lorsque se présentent des opérations atypiques (OPA...) ? Les gestionnaires doivent-ils s'organiser au niveau européen. Voilà des questions qu'elles sont bonnes ! L'avenir de certains ressorts du capitalisme en dépend, au moins partiellement.

Le bilan de l'activisme croissant de « zinzins » ne peut, certes, pas être établi de manière définitive au terme de la lecture de ces articles. Néanmoins, ceux-ci ont le mérite de planter le décor pour un débat qui revêt, à nos yeux, une importance stratégique. Peut-être même, faudrait-il encore davantage élargir le champs de ce débat. Un domaine d'intervention possible des « zinzins » nous semble ainsi mériter une réflexion plus poussée que celle menée aujourd'hui (y compris par les « zinzins » eux-mêmes). Nous voulons parler du rôle (trop faible à nos yeux) joué par les « zinzins » dans le domaine social. Issu pour une large partie de l'économie sociale, pourquoi les « zinzins » ne s'investiraient-ils pas davantage dans ce secteur, comme vient, d'ailleurs, de le recommander l'OCDE<sup>1</sup> ? Juste retour des choses : l'argent des retraites ne pourrait-il pas servir, en amont, à prévenir, pour partie au moins, certains dysfon-



tionnements qui alourdissent le coût des retraites ? La chaîne de financement de Sabine Montagne pourrait ainsi, enfin, être bouclée... Il ne s'agit, certes, là que d'une piste de recherche insuffisamment explorée à nos yeux mais elle a le mérite de montrer que, dans ce domaine là non plus, cette livraison de la REF ne marque qu'une étape de la réflexion.

### *DES APPROCHES SECTORIELLES*

Les quatre derniers papiers de cette livraison sont moins homogènes que les précédents par le thème qu'ils abordent. On pourrait dire que c'est de leur nature même, puisqu'ils illustrent une tendance récente de l'analyse du gouvernement d'entreprise qui vise à aborder ce sujet sous un angle particulier, voire même sous un angle déformant, afin de mieux saisir certains mécanismes de la dynamique d'organisation des entreprises.

L'article de Odile Paulus et Fabrice Roth s'appuie sur les travaux pionniers de La Porta, Lopez de Silvanes, Shleifer et Vishny, (auxquels se réfère aussi Jacques Hamon) pour essayer d'établir une typologie des systèmes de gouvernement d'entreprise au regard d'un critère principal : la confiance (ou plutôt le besoin de confiance) qui lie entre eux les principaux acteurs de l'entreprise. Au travers de cette grille de lecture originale, on retrouve, certes, certains invariants de l'analyse du gouvernement d'entreprise mais on perçoit mieux ce qui fonde la spécificité du mode de gouvernement d'entreprise de chacun des cinq pays étudiés.

Jacques Hamon consacre, quant à lui, sa recherche au pouvoir des actionnaires minoritaires. Son axiome de départ est que le développement des marchés est source d'amélioration de l'efficacité économique. Son objectif est de démontrer que la protection des minoritaires est un élément essentiel permettant d'accroître cette efficacité, l'État retrouvant à l'occasion son rôle de garant et de régulateur. Il en déduit à la fois des préconisations en matière de réglementation et des suggestions en matière de recherches nouvelles.

Les deux derniers articles émanent du CREI (Université de Paris XIII) et traitent, de manière complémentaire, du lien entre gouvernement d'entreprise et innovation. Pour Marianne Rubinstein, les modèles du *shareholder* et du *stakeholder* sont à renvoyer dos à dos car aucun des deux n'intègre le processus d'innovation, ce qui, en période de mutations technologiques, limite significativement la pertinence des conclusions qui peuvent être tirées. Sur un plan institutionnel, cela amène l'auteur à remettre en cause le soi-disant *short termism* des modèles de contrôle interne. Un mythe de plus revisité... ?

Patrice Geoffron, quant à lui, s'attache à passer les récentes mutations du secteur des Télécoms au crible de l'analyse du gouvernement d'entreprise. Les mutations technologiques dans ce secteur semblent jouer



un rôle de catalyseur de convergence, en raison notamment de la dépendance dans laquelle vivent les groupes de Télécoms vis-à-vis des marchés financiers. De manière plus paradoxale, les mutations technologiques conduisent à une schizophrénie des opérateurs écartelés qu'ils sont entre le *long termism* de leurs ingénieurs et le *short termism* de certains actionnaires. Le débat rebondit ainsi mais il est au moins démontré que le gouvernement d'entreprise n'est pas neutre du tout en matière de « nouvelle économie ».

Chacun de ces quatre articles explore une voie nouvelle d'appréhension de l'évolution, non pas du, mais des gouvernements d'entreprise. Preuve s'il en est que de nouvelles pistes de recherche existent qu'il convient d'explorer. Dans ce domaine, on peut, au moment de la publication de cette livraison de la REF, regretter que certains thèmes suscitent aujourd'hui un intérêt qui nous paraît ridiculement faible par rapport à leur importance effective. Ainsi en est-il du gouvernement d'entreprise dans l'appareil d'État, système dans lequel les « *shares* » et les « *stakes* » n'existent, certes, pas mais où les « *holders* » existent bel et bien. Améliorer l'organisation de l'appareil d'État (qu'il s'agisse d'entreprises publiques ou d'administrations) n'aurait-il pas de sens, l'efficacité parfaite de ces institutions étant démontrée ?

Ainsi en est-il aussi du gouvernement d'entreprise dans les PME. Que veulent dire *stakeholder* quand le « *stake* » représente 90% du capital ? Quel rôle joue le Conseil d'administration dans ces entreprises ? Que veut dire, dans ce contexte, « transparence de l'information », « administrateur indépendant » ou « contrôle externe » ? L'amélioration de l'efficacité du système productif français, majoritairement composé de PME, aurait, nous semble-t-il tout à gagner à une réflexion approfondie sur ce sujet.

De même, que penser du (et, avant cela même, comment étudier le) gouvernement d'entreprise dans les pays émergents ? Si l'information (sa production, sa diffusion, et son contrôle) semble clairement devoir être au centre de la réflexion sur ce sujet, cela ne suffit pas. Comment aider à la compréhension des mécanismes de gouvernement d'entreprise dans des pays qui disposent de structures de propriété et d'organisation des entreprises sans liens directs autres que de façade avec ceux que nous connaissons ? Comment proposer des voies de réformes à ces pays qui leur permettent d'améliorer leur efficacité sans perdre leur âme ? *Good questions* nous semble-t-il.

Enfin (par souci de concision, car la liste pourrait être allongée à l'envi) les cas Danone et Marks and Spencer ne démontrent-ils pas qu'une réflexion (afin de mieux préparer l'action) sur la dimension sociale du gouvernement d'entreprise se devait de toute urgence d'être menée ?



Rendez-vous donc, une fois lues les pages qui suivent à une prochaine livraison de la *Revue d'Économie Financière* consacrée au gouvernement d'entreprise.

### *NOTES*

1. OCDE (2001) : « Financial Markets Trends », Paris.

