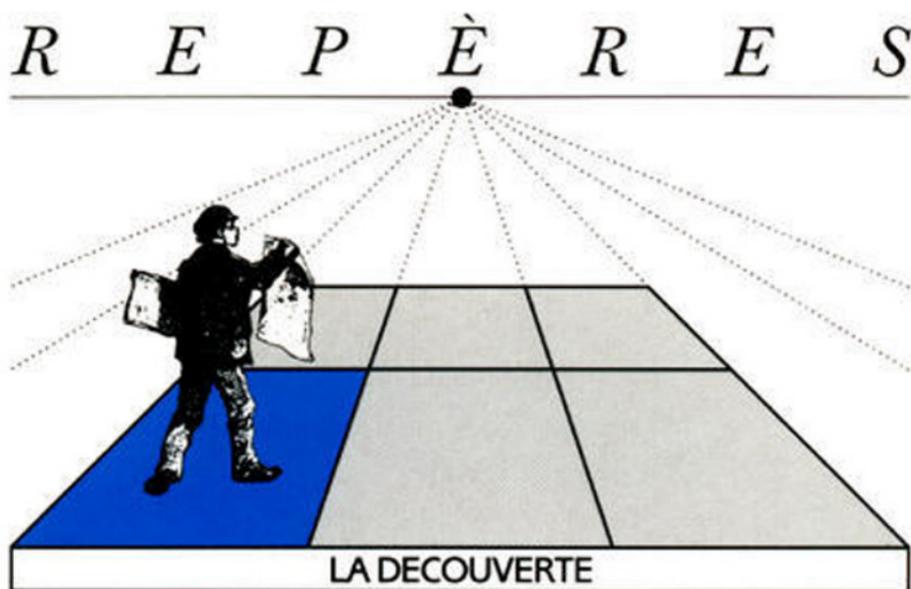


Roland Pérez

La gouvernance de l'entreprise



Roland Pérez

La gouvernance
de l'entreprise

Éditions La Découverte
9 *bis*, rue Abel-Hovelacque
75013 Paris

À Anna et à Marie

Catalogage Électre-Bibliographie

PÉREZ, Roland

La gouvernance de l'entreprise. – Paris : La Découverte, 2003. – (Repères ; 358)

ISBN 2-7071-3499-6

Rameau : gestion d'entreprise

gouvernement d'entreprise

Dewey :

658.14 : Gestion des entreprises. Élaboration de la politique de l'entreprise. Management

Public concerné :

Niveau universitaire. Professionnel, spécialiste

Le logo qui figure au dos de la couverture de ce livre mérite une explication. Son objet est d'alerter le lecteur sur la menace que représente pour l'avenir de l'écrit, tout particulièrement dans le domaine des sciences humaines et sociales, le développement massif du photocopillage.

Le Code de la propriété intellectuelle du 1^{er} juillet 1992 interdit en effet expressément la photocopie à usage collectif sans autorisation des ayants droit. Or cette pratique s'est généralisée dans les établissements d'enseignement supérieur, provoquant une baisse brutale des achats de livres, au point que la possibilité même pour les auteurs de créer des œuvres nouvelles et de les faire éditer correctement est aujourd'hui menacée.

Nous rappelons donc qu'en application des articles L. 122-10 à L. 122-12 du Code de la propriété intellectuelle, toute reproduction à usage collectif par photocopie, intégralement ou partiellement, du présent ouvrage est interdite sans autorisation du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC, 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris). Toute autre forme de reproduction, intégrale ou partielle, est également interdite sans autorisation de l'éditeur.

Si vous désirez être tenu régulièrement informé de nos parutions, il vous suffit d'envoyer vos nom et adresse aux Éditions La Découverte, 9 bis, rue Abel-Hovelacque, 75013 Paris. Vous recevrez gratuitement notre bulletin trimestriel *À la Découverte*. Vous pouvez également retrouver l'ensemble de notre catalogue et nous contacter sur notre site www.editionsladecouverte.fr.

© Éditions La Découverte, Paris, 2003.

Introduction

Les historiens du monde contemporain ont eu tendance, après les attentats du 11 septembre 2001, à dater le début du xx^e siècle depuis cet événement, important pour l'Amérique et pour la planète. D'autres historiens du présent ont considéré que la faillite du groupe d'énergie Enron, quelques semaines après la tragédie précédente, constituait un événement tout aussi majeur, pour la Bourse américaine et par là pour l'économie mondiale.

Il a même été imaginé que, si le siège d'Enron avait été situé dans une tour du World Trade Center et détruit avec elle, le scandale financier auquel on a assisté aurait pu être masqué derrière la catastrophe collective. Ce scénario scabreux est peu plausible. Il eût fallu alors que les Twins Towers abritassent non seulement le siège d'Enron, mais ceux de Tyco, de Wordcom, de Xerox... de ces dizaines de grandes sociétés cotées qui ont défrayé la chronique au cours de l'année 2002 au point de faire poindre l'enjeu d'une crise systémique.

Nous touchons en effet, avec ces affaires financières, au dispositif central régissant le fonctionnement du système capitaliste contemporain, à travers les relations entre les responsables des grandes sociétés cotées d'une part, et l'ensemble des parties concernées par le fonctionnement desdites sociétés d'autre part : leurs actionnaires en premier lieu, mais aussi leurs salariés, leurs fournisseurs, leurs créanciers et, plus largement, les différentes catégories d'agents ou d'institutions impliqués par les décisions de ces grandes entreprises.

C'est ce dispositif institutionnel et relationnel, parfois complexe, pas toujours explicite dans ses modalités de constitution, de fonctionnement et de régulation, que l'on appelle la « gouvernance de

l'entreprise, ou GE » (voir encadré), thème dont l'étude fait l'objet du présent ouvrage.

• *Orientation.* — La crise que connaît le système de GE au tournant des années 2001-2002 constitue un élément important qui doit être, comme tel, analysé et replacé dans son contexte. Pour autant, les développements qui suivent ne se veulent pas circonstanciels, liés à la contingence d'une actualité si prégnante soit-elle.

Au contraire, le point de vue ici privilégié considère que le thème de la GE, même s'il a connu depuis une quinzaine d'années une vogue remarquable, s'inscrit dans une interrogation de longue période sur le fonctionnement des grandes entreprises, et plus particulièrement sur le mode de désignation, le comportement et le contrôle de leurs dirigeants. Au-delà des analyses bien connues d'Adolf Berle et Gardiner Means [1932]*, ce questionnement remonte aux premières sociétés de capitaux. Ainsi, l'étude de la GE se situe dans une perspective d'« histoire longue » du capitalisme, comme l'ont définie Fernand Braudel [1967-1979, 1985] et Immanuel Wallerstein [2002].

L'actualité du phénomène n'en est que mieux éclairée. Sa genèse est directement liée aux processus de mondialisation des marchés financiers et plus largement des référentiels stratégiques des firmes, à partir d'une économie dominante, celle des États-Unis. La puissance de cette nouvelle « économie-monde », ainsi que les caractéristiques institutionnelles, politiques et culturelles de la société américaine expliquent l'importance et les aspects spécifiques du débat sur la GE dans ce pays.

En parallèle, les traits dominants d'autres zones géopolitiques doivent être rappelés. Sans tomber dans les clichés sur le modèle germano-nippon opposé au modèle anglo-saxon, il s'agit de montrer la contingence du débat sur la GE et l'importance des dispositifs institutionnels, des structures sociales, des pratiques collectives qui l'encadrent et à travers lesquels ce débat s'exprime.

• *Problématique.* — Les points précédents dessinent la problématique de cette étude : la GE est, fondamentalement, une question de nature sociopolitique, dont la compréhension et l'interprétation doivent faire appel au moins autant aux apports du droit des sociétés, de l'histoire économique et de la sociologie des organisations qu'à ceux de la finance de marché ou des sciences de gestion *stricto sensu*.

* Les références entre crochets renvoient à la bibliographie en fin d'ouvrage.

Gouvernance ou gouvernement de l'entreprise ?

L'expression, bien établie dans le monde anglo-saxon, de *corporate governance* a été le plus souvent traduite en France par « gouvernement de l'entreprise », y compris par les auteurs les plus éminents — Pastré [1994], Charreaux [1996], Gomez [1996], Peyrelevalde [1999], Pesqueux [2000]... — ou dans des documents officiels — rapports Vienot 1 et 2 (1995 et 1999), loi sur les nouvelles régulations économiques (2001). C'est probablement le numéro spécial — et précurseur — de la *Revue d'économie financière*, coordonné par Olivier Pastré [1994], qui a établi l'usage du terme « gouvernement d'entreprise », ce dernier étant resté entre guillemets quelque temps.

Même si — comme on le sait — « l'usage fait la langue », nous ne pouvons nous résoudre à suivre cette mode, à la fois pour des raisons linguistiques évidentes — le mot anglais *governance* est bien distinct du mot *government* —, mais également pour des raisons de fond : la « gouvernance » vise — comme on tente de le montrer dans le présent ouvrage — un dispositif impliquant à la fois des institutions, des relations, des règles et des comportements... c'est-à-dire bien plus que la seule structure que constitue le « gouvernement ».

Cette distinction, ici présentée au niveau de l'entreprise, est *a fortiori* valable au plan d'une nation : la « gouvernance » publique ne se ramène pas au « gouvernement », même s'il est légitime de penser que ce dernier constitue un organe essentiel de la première.

La traduction du mot *corporate* peut également être discutée. Le contexte américain fait implicitement référence aux *public corporates*, c'est-à-dire aux sociétés faisant appel à l'épargne publique, en clair les grandes sociétés cotées en Bourse. Ce point de vue est adopté par certains — ainsi Thiveaud [1994] — mais il nous paraît pouvoir être élargi à toute entreprise.

Aussi, nous traduirons *corporate governance* par « gouvernance de l'entreprise » (concept désormais repéré par son acronyme GE), à l'instar de plusieurs auteurs francophones. Ainsi au Québec (*cf.* la revue internationale *Governance* éditée par le Centre d'études en gouvernance de l'université d'Ottawa). En France, l'expression « gouvernance » a été utilisée notamment par Jean-Marie Thiveaud [1994], Michel Aglietta [1997], Franck Bancel [1997] ; elle semble adoptée par le gouvernement issu des élections de 2002 (*cf.* déclarations du Premier ministre Jean-Pierre Raffarin et du ministre de l'Économie et des Finances, Francis Mer).

Pour autant, le corpus théorique de ces dernières ne peut être négligé et il convient d'en comprendre les fondements, notamment la théorie de l'agence et son application aux problèmes posés par la GE : asymétrie d'information, enracinement des dirigeants, procédures recommandées pour les « discipliner »... De même, il est nécessaire de maîtriser quelques instruments d'analyse financière utilisés pour évaluer les performances de la firme dans une optique de GE (*free cash flow*, *stock-options*, *economic value added*, *fair*

value...¹⁾ Au plan institutionnel, il paraît souhaitable de connaître les principales recommandations qui ont été présentées à différentes périodes, dans différents pays — notamment en France — pour améliorer les systèmes nationaux de GE, en fait pour se rapprocher du modèle nord-américain, considéré comme universel. Toujours au plan concret, mais en termes de comportements, ceux-ci doivent être appréciés tant au niveau des dirigeants des entreprises — sujets de la GE et suspects potentiels — qu’au niveau des différents autres acteurs participant au système de GE, notamment dans les institutions financières partenaires et dans celles en charge de missions de contrôle et de régulation.

Par ailleurs, il convient de présenter les principales limites et critiques relatives au modèle dominant de GE, arguments qui se développent principalement sur deux plans complémentaires :

— le problème du développement à long terme de l’entreprise face au risque de financiarisation et de « court-termisme » ;

— le problème des « parties prenantes » (*stakeholders*) et des externalités face à une approche privilégiant trop exclusivement les actionnaires (*shareholders*).

Les points précédents dessinent plusieurs orientations *a priori* différentes, autour desquelles se situe le débat contemporain sur la GE et son avenir :

— d’une part, la thèse de la convergence des systèmes de GE, portée par la puissance financière nord-américaine et les adaptations progressives des dispositifs et des comportements des autres pays ;

— d’autre part, celle de sa mise en cause radicale, compte tenu de ses excès et des ruptures que ceux-ci ont entraînées, comme la crise boursière du « tournant du siècle » semble en montrer les prémisses ;

— enfin, celle de sa réforme, à partir de sa critique interne, notamment aux États-Unis, avec la mise en place de nouvelles règles de GE et l’apparition de nouveaux comportements comme ceux dits « socialement responsables ».

• *Plan.* — Cette orientation et cette problématique expliquent le plan d’exposition retenu.

La première partie, plus générale, sera consacrée à la présentation de la GE, à son double repérage historique et géopolitique d’une part (chap. I), conceptuel et théorique d’autre part (chap. II).

1. Un glossaire, en fin d’ouvrage, récapitule les différentes expressions en langue anglaise utilisées, avec un rappel de leur signification en français.

La deuxième partie, plus analytique, sera consacrée à la mise en œuvre de la GE et, pour cela, présentera les principaux éléments constituant les dispositifs institutionnels (chap. III) et les comportements des acteurs concernés (chap. IV).

La troisième partie aura une portée plus prospective avec une réflexion sur l'évolution des systèmes de GE dans la dynamique du capitalisme contemporain dont la GE constitue une composante, certes importante, mais néanmoins limitée. Dans un premier temps, la propagation du modèle de GE assis sur les performances boursières sera rappelée, ainsi que la crise financière qui le met en cause (chap. V). Dans un second temps, des expériences alternatives seront explorées, ainsi que les projets de réforme du système actuel de GE (chap. VI).

PREMIÈRE PARTIE
PRÉSENTATION ET CADRE D'ANALYSE
DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE

La GE peut, comme tout phénomène de société, faire l'objet d'une présentation selon les « lunettes » multiples qu'offrent les différentes sciences humaines : le juriste détaillerait les dispositifs institutionnels, alors que le psychosociologue s'intéresserait à l'évolution des mentalités.

L'orientation et la problématique retenues nous amènent à privilégier les approches en termes d'économie et de gestion, disciplines qui, au demeurant, sont très étroitement liées aux autres sciences de l'homme et de la société.

Plus précisément, cette présentation de la GE fera appel aux enseignements de l'histoire économique pour comprendre l'émergence et l'évolution du phénomène (chap. I), puis du management des organisations pour disposer d'un cadre d'analyse pertinent pour étudier le concept (chap. II).

I / Émergence et évolution de la gouvernance de l'entreprise

La GE est-elle un phénomène récent — deux décennies au maximum — ou au contraire un trait d'organisation des sociétés humaines, trait que ces dernières ont toujours présenté, fût-ce sous des formes diverses et variées ? Est-elle spécifique à la société américaine ou peut-on la rencontrer dans d'autres pays, présentant des caractéristiques économiques, politiques et socioculturelles différentes ?

Ces différents points de vue ont leur part de vérité. On peut considérer — c'est l'approche qui sera ici défendue — que les pratiques relevant de la GE ont des origines anciennes (1), mais que l'acception qui est actuellement donnée à ce terme est très contingente aux caractéristiques de la société américaine contemporaine (2), ce qui, *a contrario*, explique que, dans d'autres pays, la GE corresponde à des pratiques très diversifiées (3).

1. Des origines anciennes

Les pratiques de GE sont indissociables du concept même d'entreprise, dès l'instant que se crée une dissociation entre des parties prenantes, détentrices de droits sur une entreprise, et des mandataires sociaux en charge de mener les opérations de ladite entreprise. L'histoire économique ne manque pas d'exemples illustrant de telles situations.

Commerce lointain et GE marchande

Le commerce lointain, qu'il soit terrestre (les caravanes) ou maritime (les navires), constitue le domaine par excellence de cette

dissociation entre détenteurs de droits et opérateurs. Traditionnellement, en raison à la fois du temps requis par ces opérations de commerce lointain, des sommes à engager, des risques encourus, le responsable opérationnel de l'expédition n'était en général propriétaire ni de la marchandise convoyée ni parfois du vecteur utilisé pour son transport — ici la caravane, là le navire.

Le droit caravanier, s'il est resté la plupart du temps coutumier et non écrit, aborde ces problèmes de responsabilité et par là de gouvernance.

Le droit commercial maritime, progressivement élaboré au cours des siècles, est très explicite sur ces questions, avec des nuances sensibles d'un cadre national à un autre, même s'il s'agit d'un domaine où, par excellence, le rapprochement des conceptions et l'émergence de règles internationales sont apparus souhaitables. Malgré ces efforts de clarification, les problèmes de GE sont restés complexes, comme on a pu le voir, ces dernières années, avec les contentieux liés à des sinistres comme celui de l'*Erika*.

Si le commerce lointain des marchandises appelle inévitablement des questions de GE, celles-ci ne trouveront des réponses appropriées qu'à travers ces « instruments des étages supérieurs de l'échange », comme les appelle Fernand Braudel [1985, p. 38], c'est-à-dire les Bourses, le crédit et le début des sociétés de capitaux. Si, en effet, la Renaissance a marqué l'importance des grands ports italiens (Venise, Gênes) dans une « économie-monde » très méditerranéenne, les grandes découvertes ont permis aux ports de l'Europe du Nord (Amsterdam, puis Londres) d'affirmer à leur tour leur suprématie avec la mise en place d'institutions nouvelles comme la Compagnie des Indes.

Le système de GE à la Compagnie des Indes au XVII^e siècle

« La plus fameuse de ces sociétés reste la Compagnie anglaise des marchands trafiquant aux Indes occidentales qui reçoit l'incorporation en 1600... L'organisation se diversifie rapidement et deux instances sont en place, autour de 1615 :

— la cour des propriétaires, dotée des pouvoirs de régulation et d'orientation,

— la cour des directeurs, formée de membres élus par la cour des propriétaires et chargée de l'exécutif de la compagnie. »

Source : Jean-Marie Thiveaud [1994, p. 270].

Plus que jamais, la dissociation entre les apporteurs de capitaux et les responsables en charge des opérations sur le terrain était marquée, faisant de la GE une question majeure de cette époque.

Propriétaires fonciers et GE agricole

Ce second courant fondateur des pratiques de GE, au moins aussi enraciné dans l'histoire que le précédent, a pris des formes diverses selon la conception relative à la terre et à son appropriation — situation impensable dans certaines civilisations — et selon le système social en vigueur. Ainsi la féodalité et les droits seigneuriaux relevaient d'une logique régaliennne et non de principes de GE. En revanche, on retrouve ces principes dans la situation classique des relations entre les propriétaires fonciers d'une part, leurs fermiers, intendants, régisseurs et autres agents locaux d'autre part...

Ces relations ont fait l'objet de maints règlements et lois, constituant les codes ruraux ; les péripéties de leur mise en œuvre, les conflits inévitables ont donné lieu à une abondante jurisprudence qui fait de la GE agricole la source la plus nourrie des pratiques traditionnelles de GE.

Révolutions industrielles et essor de la GE

Les révolutions industrielles successives de la fin du XVIII^e et du XIX^e siècle ont constitué un facteur majeur pour le développement du capitalisme occidental et lui ont donné progressivement les traits qui le caractérisent encore aujourd'hui. Les besoins en capitaux pour faire face aux investissements industriels se sont révélés immenses et ont pu être satisfaits par la généralisation de ces instruments institutionnels déjà expérimentés au temps du capitalisme marchand : les banques, les sociétés de capitaux, les Bourses des valeurs. Ces instruments portent en eux les éléments de cette dissociation entre détenteurs de droits patrimoniaux et responsables managériaux, situation constituant le fondement de la problématique de GE.

Le droit commercial et notamment le droit des sociétés ont explicitement prévu ces situations et ont tenté d'en réguler les effets. Ainsi le concept même de société en commandite repose sur la distinction entre ces deux acteurs majeurs de la GE : l'apporteur de capitaux (le commanditaire) et l'entrepreneur gestionnaire (le commandité). Les dispositions relatives aux sociétés anonymes tentent de canaliser les conflits potentiels entre ces deux catégories d'acteurs en précisant, autant que faire se peut, les prérogatives de chacun, à travers le dispositif institutionnel de la GE.

En revanche, elles ne pouvaient fixer les comportements, sauf au niveau d'un rappel de principes généraux. Aussi, cette période historique — ce « grand » XIX^e siècle et les deux décennies qui l'encadrent — fut tout à la fois celle d'une croissance exceptionnelle des économies occidentales et celle de crises de divers ordres, y compris des modes de GE.

2. La GE, un produit *made in USA*

La nouvelle « économie-monde » autour des États-Unis d'Amérique

De même que Londres a supplanté Amsterdam au XVIII^e siècle comme cité-centre dominant l'économie mondiale de l'époque, New York et le Nouveau Monde ont rivalisé et progressivement supplanté Londres, et plus largement l'Europe ramenée au statut d'« Ancien Monde ». Cet effacement progressif de la puissance européenne au profit des États-Unis d'Amérique s'est accentué tout au long du XX^e siècle à travers une série d'événements historiques qui constituent autant d'étapes significatives :

— les guerres mondiales qui ont été pour l'essentiel, notamment celle de 14-18, des guerres intra-européennes, aboutissant à un affaiblissement, parfois irrémédiable, des nations belligérantes ;

— la décolonisation qui également a concerné, presque exclusivement, les États européens, au contraire des États-Unis qui pouvaient se targuer d'avoir été parmi les premières colonies à accéder à l'indépendance ;

— la chute de l'Empire soviétique qui, après avoir incarné pendant trois quarts de siècle une hypothèse systémique alternative, s'est effondré de l'intérieur, laissant l'imperium américain sans rival direct.

Cette domination militaire, diplomatique et politique s'est accompagnée, comme dans les autres empires auparavant, d'une domination économique. D'abord par ses productions primaires (agriculture, mines, énergie), puis par ses industries manufacturières (notamment constructions automobile et aéronautique, matériels électriques et électroniques...), enfin progressivement par ses activités tertiaires (notamment dans le secteur financier — banque et assurance — et dans ceux de l'ingénierie et des services aux particuliers et aux entreprises), la suprématie des États-Unis est patente. Les entreprises américaines n'ont eu de cesse d'occuper les premières places au monde, servies en cela par un marché intérieur qui

est devenu lui-même le marché de référence dans la plupart des activités marchandes.

La GE américaine, un phénomène national et ambivalent

La domination économique des États-Unis est d'autant moins sans partage que la civilisation américaine est, dans ses mythes fondateurs, portée à mettre en relief la réussite matérielle, sanction méritée de cette épopée qu'a constituée, pour des générations d'immigrants, l'aventure américaine (« *America, America !* »). Des paysans irlandais aux pâtres siciliens, de la ruée vers l'or à la Silicon Valley, le mythe glorifiant la prise de risque, le destin individuel, la sanction matérielle, allant d'un Rockefeller ou d'un Bill Gates ici aux personnages de Steinbeck là, favorise l'esprit d'entreprise et l'acceptation des régulations par le marché.

On a beaucoup insisté, à la suite des observations de Max Weber (1904), sur le poids des facteurs religieux, notamment du protestantisme qui, plus encore qu'en Europe, a pu trouver en Amérique un terreau favorisant l'esprit d'entreprise. Il nous semble plutôt que ce sont les facteurs généraux géographiques et historiques de la colonisation américaine qui ont joué ce rôle de levain, le même esprit d'entreprise s'observant chez les autres catégories d'immigrants (catholiques ou Juifs d'Europe centrale, Latino-Américains catholiques, Levantins de diverses confessions, Asiatiques bouddhistes, confucianistes, taoïstes...), même si la première vague, d'origine anglo-saxonne, a certainement donné une impulsion décisive et un état esprit qui perdure encore.

Le paradigme socio-économique dominant, dans le contexte idéologique et culturel américain, est celui de l'entrepreneur qui, à partir de rien ou d'une base modeste (le garage des *start-up* californiennes), connaît, en quelques années, voire quelques décennies, une réussite fulgurante. Après le temps de l'accumulation monétaire (« devenir riche »), viennent celui du pouvoir politique (« être puissant ») et enfin celui de la considération morale (« se faire aimer »), ce triptyque s'imposant comme les degrés successifs de la reconnaissance sociale, itinéraire suivi par les plus anciens (les Rockefeller, les Kennedy...) et dans lequel sont engagés les plus récents (B. Gates, G. Soros...).

Régulation du marché et GE

Lorsque le chef d'entreprise en est le fondateur et, dans la quasi-totalité des cas, l'unique ou le principal actionnaire, les problèmes

de gouvernance ne se posent pas, sinon marginalement. Même lorsque ces aventures entrepreneuriales ont abouti à la constitution de très grandes entreprises et, corrélativement, d'immenses fortunes, une telle situation ne choque pas.

Plus exactement, si la réussite personnelle est considérée comme justifiée, voire exemplaire, le seul souci de la société civile et des autorités qui la représentent est que ces grandes entreprises ne deviennent pas à leur tour un obstacle au libre développement des marchés sur lesquels elles opèrent et, par là, à l'épanouissement de nouvelles aventures entrepreneuriales.

Cette vigilance, parfois obsessionnelle, relative au « libre accès au marché » explique l'importance prise par les autorités de régulation limitant ou réprimant les ententes et/ou les concentrations jugées abusives, comme on a pu le constater dans le passé (démantèlement d'ATT) ou ces dernières années (procès Microsoft). Mais cette régulation, si elle dénote une volonté de « gouvernance du marché », ne relève pas *stricto sensu* de la GE.

En revanche, la situation est radicalement différente lorsque apparaît une dissociation entre la direction de l'entreprise et les ayants droit légitimes que représentent les propriétaires. Deux principes majeurs, l'un et l'autre bien ancrés dans les valeurs de la société américaine, peuvent être mis en avant et, à l'occasion, s'opposer.

D'une part, le culte de l'esprit d'entreprise amène à faciliter la tâche de ces dirigeants dans leurs initiatives visant à poursuivre et développer le projet entrepreneurial des fondateurs de la firme et à confronter celle-ci aux nouveaux défis de son temps.

D'autre part, le respect de ce droit fondamental que constitue le droit de propriété conduit à mettre en place un dispositif visant à s'assurer que ces droits ne sont pas lésés et que les activités de l'entreprise se déploient à leur profit.

Ces deux tendances contradictoires, l'une et l'autre congruentes avec les caractéristiques idéologiques, politiques et culturelles de la société américaine, expliquent que la GE dans ce pays constitue à la fois un phénomène national naturel — c'est-à-dire induit par les dites caractéristiques — et ambivalent — c'est-à-dire mettant en avant l'une ou l'autre de ses faces selon les périodes historiques considérées. L'évolution des dernières décennies illustre cette ambivalence.

L'ère des managers

Rendue célèbre par les travaux de A. Berle et G. Means [1932], J. Burham [1941], A. Chandler [1977], l'emprise croissante des

L'entreprise managériale* selon A.D. Chandler

« L'entreprise managériale se distingue de l'entreprise entrepreneuriale par le fait que les dirigeants salariés à plein temps y occupent aussi bien les postes les plus élevés que ceux du niveau intermédiaire. L'entreprise n'est plus administrée par ses propriétaires. Les patrons les plus expérimentés qui contribuèrent à faire aboutir les fusions et, en général avec l'aide d'un ou deux financiers, rationalisèrent la structure des

nouvelles unités se sont retrouvés au sein de la direction générale. En outre, ils confièrent la direction des nouveaux services généraux et des nouveaux sièges sociaux à des responsables qu'ils avaient recrutés et promus et qui n'avaient pas ou peu d'actions de ces entreprises. »

A.D. Chandler (p. 460 de l'éd. fr.).

* Le traducteur parle d'« entreprise gestionnaire ».

dirigeants salariés dans la vie des grandes entreprises américaines correspond à une réalité incontestable.

Historien de référence des grandes firmes américaines, Alfred D. Chandler relie cette montée en puissance aux nombreuses opérations de concentration que ce pays a connues dans les premières décennies du XX^e siècle.

« Le Retour de l'actionnaire » (titre emprunté à celui de l'ouvrage de S. L'Hélias [1997])

L'irrésistible ascension du pouvoir managérial, que l'on pouvait considérer comme acquise au milieu du siècle dernier, a connu aux États-Unis mêmes une spectaculaire mise en cause, aboutissant à la définition et la mise en œuvre de principes de GE traduisant un retour en force de l'actionnaire.

Divers travaux ont analysé ce retournement historique [Tunc, 1994 ; Thiveaud, 1994 ; Aglietta, 1997 ; L'Hélias, 1997...]. Ils mettent l'accent sur l'importance prise, dans ce pays, par la financiarisation de l'économie et par le poids croissant des investisseurs institutionnels.

La financiarisation se manifeste à la fois par le rôle majeur des marchés financiers dans le financement de l'économie des États-Unis, par l'ouverture internationale de ce pays à la fois premier investisseur et premier débiteur, par l'importance que les opérations sur ces marchés ont prise auprès des différentes catégories d'agents (ménages et entreprises), par les structures de bilans et patrimoines de ces agents...

Le poids des principaux fonds de pension américains en 2001

<i>Nom du fonds</i>	<i>État</i>	<i>Actifs (Md \$)</i>
1 – Calpers	Cal.	144
2 – NYSCRF	NY	106
3 – Calif. Teachers	Cal.	96
4 – Federal RTIB	DC	93
5 – Florida SBA	Flo	89
6 – General Motors	NY	83
7 – Texas Teachers	Tex	75
8 – NY Teachers	NY	75
9 – General Electric	Con.	69
10 – New Jersey DI	NJ	67

Source : Pensions & Investments (2002) — site pioline.com

Comme on le voit, ces fonds de pension, regroupant les salariés d'un État, d'une ville, d'une profession ou d'une grande entreprise, gèrent des volumes importants d'actifs, plus de 1 000 milliards de dollars pour l'ensemble des douze premiers.

Les investisseurs institutionnels reflètent l'intermédiation croissante de l'épargne des ménages, laquelle est de moins en moins gérée directement par les épargnants eux-mêmes pour être confiée à des organismes disposant de moyens importants et gérés professionnellement. Cela concerne différents types de placements, notamment ceux concernés par les retraites par capitalisation (*pension funds*), lesquelles — comme on le sait — constituent le régime de base aux États-Unis.

Ces deux mouvements se conjuguent pour faire des investisseurs institutionnels, au sein d'une économie américaine de plus en plus financiarisée, des acteurs majeurs des marchés financiers.

Les investisseurs institutionnels, et tout particulièrement les fonds de pension, ont progressivement eu à gérer des volumes considérables d'actifs financiers, ce qui les a amenés à diversifier leurs portefeuilles afin d'en réduire les risques. Ils sont par là présents, souvent pour des montants significatifs, dans le capital d'un certain nombre de grandes sociétés, notamment celles qui constituent les indices de référence.

Cette contrainte de présence les a conduits à s'intéresser à la gestion desdites sociétés, à demander à leurs directions les informations

qu'ils estimaient nécessaires, à intervenir enfin auprès de ces directions pour obtenir des éclaircissements sur les activités passées et leurs performances, puis sur les stratégies envisagées et leur impact. La GE, dans sa forme contemporaine reflétant un « retour de l'actionnaire », était née, et il est significatif que les premiers *principles of corporate governance* exprimant cette tendance aient été édités par le fonds californien Calpers qui a joué un rôle de pionnier en la matière (cf. site calpers-governance.org).

Le mouvement s'est ensuite rapidement généralisé ; les fonds d'investissement, d'une part, les associations de défense des actionnaires individuels, d'autre part, ont rivalisé dans ce qu'il est convenu d'appeler l'« activisme actionnarial », visant à mettre en demeure les dirigeants des sociétés cotées pour obtenir plus d'informations sur leur gestion et infléchir cette dernière dans un sens plus favorable aux actionnaires.

C'est cette même société américaine, terre d'élection de la GE, qui connaîtra également les excès et les déviations du modèle de référence, ainsi que sa critique interne et des propositions en vue de sa régulation (cf. *infra*, troisième partie).

3. Des pratiques diversifiées en Europe et dans le monde

Si la GE est désormais souveraine aux États-Unis, qu'en est-il de la situation des autres pays du monde contemporain et notamment en Europe ? Sans entrer dans une étude exhaustive, il est possible de dresser un état rappelant les caractéristiques essentielles de la GE selon les principaux pays et zones géopolitiques.

L'Europe anglo-saxonne

L'Europe du Nord-Ouest est, traditionnellement, la plus proche historiquement et culturellement des États-Unis d'Amérique. Dans des pays comme le Royaume-Uni ou les Pays-Bas, on retrouve des caractéristiques comparables : existence de grandes firmes multinationales, internationalisation de l'économie, importance des marchés financiers... qui, s'ajoutant à la tradition séculaire rappelée *supra*, ont favorisé le développement de dispositifs de GE et des comportements qui les accompagnent. Le rapport Cadbury [1992] a, pour le Royaume-Uni, codifié les pratiques souhaitables qui sont, par ailleurs, relayées par les autorités de régulation (cf. *infra*).

Les pays scandinaves, bien que proches des précédents, sont moins financiarisés et, par ailleurs, plus marqués par les traditions sociales-démocrates. La GE tient compte de ce contexte et du rôle historique des familles (par exemple, les Wallenberg en Suède).

Le modèle rhénan

L'Allemagne a longtemps représenté une situation très spécifique, tenant à l'histoire économique de ce pays et à ses traditions politiques et culturelles. Les relations banque-industrie y sont fortes, tant en termes de financement des investissements qu'en termes de participations et de contrôle. Corrélativement, les marchés financiers y jouaient un rôle plus modeste que dans les pays anglosaxons. La République fédérale avait mis en place un système de cogestion avec une participation des syndicats de salariés aux conseils de surveillance des entreprises. L'État — fédéralisme oblige — y est moins interventionniste que dans un pays comme la France (*cf.* affaire Bolsman), même s'il trouve des relais au niveau des *Länder* (par exemple, participation de 25 % du *Land* de Westphalie au capital de Volkswagen). Toutes ces circonstances expliquent que la GE y a représenté une situation originale que Michel Albert [1991] a pu dénommer « modèle rhénan ».

Les spécificités méditerranéennes

La région méditerranéenne n'a pas attendu que le modèle contemporain de GE vienne d'outre-Atlantique pour pratiquer des formes de GE adaptées à son histoire, ses structures sociales, ses niveaux de développement, ses mentalités.

Les cultures d'entreprise, forcément diverses, des sociétés méditerranéennes s'expriment — autant qu'elles en sont produites — par maintes composantes [Pérez, 1994] :

— les localisations et les déterminants géographiques opposant la Méditerranée des rivages à celle de l'intérieur ;

— le poids de l'histoire, par exemple avec la tradition marchande et le rôle des diasporas ;

— les niveaux de développement scientifique, technologique et économique opposant le Sud au Nord ;

— les options de système relatives à l'organisation de l'économie et au rôle de l'État ; options différant dans l'espace et dans le temps.

Malgré ces facteurs de différenciation, il existe un fonds commun de ces cultures qui influence, voire détermine les modes de GE.

Les cultures d'entreprise méditerranéennes, en dehors de leur diversité, restent empreintes du poids que représentent les relations interpersonnelles — notamment la famille élargie — et ressortent d'une « économie de la relation » qui complète et se distingue de l'économie pure de la transaction fondée sur les seuls mécanismes du marché et sur leur intériorisation dans les organisations (*ibid.*, p. 164).

Ce fonds commun, basé sur la relation interpersonnelle et le lien social, a pu sembler archaïque par rapport aux modes de GE dominants. Ce jugement *a priori* apparaît de nos jours un peu simpliste, lorsque l'on redécouvre l'importance des facteurs comme la confiance et la réputation dans le processus de GE.

La GE à la française

Existe-t-il un modèle français de GE ? Et, si oui, quelles en sont les caractéristiques ?

On pouvait, jusqu'à la fin du xx^e siècle, répondre par l'affirmative à la première question. La nation française, depuis des siècles, s'est construite autour de son État et la société française est, dans presque toutes ses dimensions (organisation des pouvoirs, système éducatif, santé, culture...), marquée par cette empreinte séculaire.

Son économie n'échappe que partiellement à ce déterminisme, et ce que l'on a appelé le « colbertisme » constitue l'expression économique de ce primat du pouvoir d'État sur l'économie du pays. Certes, une évolution sensible a pu être observée durant le dernier tiers du xx^e siècle, en raison notamment de l'ouverture grandissante de l'économie française à l'international et de l'édification progressive de l'Union européenne. Si nous n'en sommes plus à un système de prix administrés entièrement régi par une Direction générale des prix, le poids de l'État — et plus particulièrement de son bras séculier que constitue le ministère de l'Économie et des Finances — n'en reste pas moins essentiel.

Les systèmes de GE en France n'ont pu qu'être influencés par cet environnement institutionnel et culturel :

— la réglementation concernant les sociétés commerciales et leurs modalités de fonctionnement fait l'objet de textes nombreux, s'imposant à tous (code de commerce, lois, décrets et arrêtés...) ;

— les contrôles, qu'ils soient réguliers ou occasionnels, se font au titre d'une composante des pouvoirs publics (Direction des impôts, Direction de la concurrence, répression des fraudes...) et dans le but essentiel de s'assurer d'une conformité à la réglementation en vigueur ;

Le « pantouflage », une spécialité du GE à la française

Traditionnellement en France, le système de production des élites est tourné vers le service de l'État : ainsi, l'école d'ingénieurs la plus réputée — l'X —, outre son statut militaire, garde à son fronton « pour la Patrie, la Science et la Gloire ». Ses meilleurs éléments intègrent les grands corps techniques et sont très vite sollicités, immédiatement ou après quelques années, par des anciens condisciples des secteurs semi-public ou privé, soucieux d'étoffer leurs structures de direction par l'embauche de camarades plus jeunes dans une perspective de relève.

De telles réorientations de carrière (surnommées « pantoufles », car les dites carrières deviennent plus confortables, du moins en termes de rémunération) concernent, peu ou prou, la plupart

des filières de formation des cadres publics (ENA notamment), au point que la période de formation et de service public *a minima* peut être considérée comme un investissement à rentabiliser à partir de la nouvelle étape privée.

Comme on le sait, il arrive que ces transferts concernent directement des entreprises qui étaient sous le contrôle des intéressés, au titre de leurs responsabilités d'État (par exemple la Direction générale de l'armement et industries concernées). Malgré l'instauration de clauses plus restrictives et d'une commission de déontologie, ces pratiques, si elles sont moins apparentes, n'ont pas cessé.

— les dirigeants des entreprises sont, sauf exception, formés dans les mêmes systèmes de « production des élites » que les cadres publics et, souvent, ont commencé leur carrière au service de l'État avant de gagner le secteur privé (*cf.* encadré) ;

— l'importance du domaine public et parapublic, avec les nationalisations successives (1936, 1945, 1981), notamment dans les secteurs des produits de base, de l'énergie et des transports d'une part, de la banque et de l'assurance, d'autre part, a accentué le rôle de l'État comme interlocuteur privilégié des dirigeants des entreprises privées ;

— les vagues de privatisations qui ont suivi les précédentes n'ont pas toujours fait disparaître ces dépendances, par exemple le système des groupes d'actionnaires de référence (dits « noyaux durs ») apparaissant comme une construction pilotée par l'autorité politique, au profit des oligopoles déjà en place ;

— corrélativement, l'importance des marchés financiers, malgré un développement certain au cours de la décennie 1980, est, à l'instar de l'Allemagne, sensiblement moindre que dans les pays anglo-saxons ;

— les choix de systèmes concernant le régime de retraite (par répartition et non par capitalisation), les orientations de l'épargne des ménages, traditionnellement plus dirigée sur les valeurs à revenu fixe — notamment les titres d'État — que sur le marché des actions, ne sont pas de nature à transformer les marchés financiers en lieu privilégié de la vie des entreprises.

Le système de GE français, tel qu'il apparaît à la fin des années 1980-1990, donne alors l'image d'un système largement autocentré, en symbiose avec le système d'État, régulé par un ensemble de règles et de pratiques dans lesquelles les signes de reconnaissance et le lien social sont au moins aussi importants que les facteurs de rationalité mis en œuvre.

Les modes de GE dans le reste du monde

Dans ce dernier point, nous ne ferons qu'esquisser les orientations des modes de GE dans le reste du monde. Non pas que ces modes n'existent pas, puisque tout système d'entreprise, voire tout système d'organisation, implique un mode de gouvernance, mais parce qu'il a semblé souhaitable de se centrer sur la comparaison Amérique-Europe.

Par ailleurs, certaines des orientations observées ont été déjà constatées précédemment.

Ainsi, l'économie et la société japonaises présentent des caractéristiques (imbrication des banques et des groupes industriels, attachement à l'emploi, implication du personnel...) qui ne sont pas sans rappeler la situation allemande, au point que l'on a pu parler — un peu rapidement — de « modèle germanonippon » pour caractériser les modes de

GE rapprochant ces deux pays, par opposition au modèle anglo-saxon.

De même, un certain nombre d'observations, présentées au sujet des cultures d'entreprise méditerranéennes et mettant l'accent sur l'importance des familles élargies et du lien social accompagnant la relation d'échange, sont également valables et parfois accentuées pour un certain nombre d'économies et de sociétés africaines et asiatiques.

Il convient, à ce sujet, de se méfier d'un excès d'ethnocentrisme, comme le font, parfois, certains commentateurs. Les modes de GE les plus implicites — reposant non pas sur un quelconque document mais sur des pratiques coutumières — sont, de ce fait, souvent plus sophistiqués que pourrait le laisser croire un premier examen des dites pratiques.

II / La gouvernance de l'entreprise : un cadre d'analyse

Après avoir présenté l'émergence et l'évolution de la GE comme phénomène historique, il paraît souhaitable d'en proposer un cadre d'analyse conceptuel, tout en étant conscient que, en sciences sociales, ces référentiels théoriques sont eux-mêmes contingents, très dépendants des conditions historiques et idéologiques par rapport auxquelles ils ont été produits.

Avant d'aborder le champ spécifique des modes de GE (2), on présentera quelques observations générales sur les systèmes de gouvernance des organisations (1).

1. Observations générales sur les systèmes de gouvernance des organisations. Esquisse d'une théorie de la gouvernance

Une définition provisoire

Telle que nous l'avons ci-dessus abordée, la GE se réfère au dispositif institutionnel et comportemental régissant les relations entre les dirigeants d'une entreprise — plus largement, d'une organisation — et les parties concernées par le devenir de ladite organisation, en premier lieu celles qui détiennent des « droits légitimes » sur celle-ci.

Même formulée si généralement et dans le simple but d'éclairer provisoirement l'analyse, une telle définition appelle des précisions et par là un premier débat :

- quels dirigeants ? et de quelles organisations ?
- quels dispositifs institutionnel et comportemental ?
- quelles parties prenantes ? et quels droits légitimes ?

Les sujets de la gouvernance : les dirigeants

La gouvernance est focalisée sur une catégorie d'acteurs clés de toute organisation : les dirigeants de cette organisation, catégorie parfois réduite à une personne, le plus souvent représentée par un petit groupe fortement hiérarchisé autour du leader, quelquefois exprimée par un réseau semi-hiérarchisé et aux contours mal définis (avec, par exemple, des représentants d'organisations associées, de partenaires, voire des organismes de contrôle...).

Quelles que soient les difficultés pour la définir exactement et la circonscrire — ces difficultés faisant elles-mêmes partie de la problématique de la GE —, c'est cette catégorie d'acteurs dirigeants qui polarise l'attention dans un système de gouvernance : qui les nomme et comment ? quels sont leurs pouvoirs et les limites de ceux-ci ? à qui doivent-ils rendre compte et sous quelle forme ? comment s'assurer que ce qu'ils disent reflète bien ce qu'ils font et que ce qu'ils font correspond bien aux missions qui leur ont été allouées ?

Énoncer ces questions, c'est rappeler une problématique et éclairer un premier point en débat.

L'objet de la gouvernance ou le « management du management »

La problématique est celle, familière à tout juriste, du rôle et du contrôle des mandataires sociaux au sein des personnes morales. Les dirigeants d'une organisation finalisée — société commerciale, établissement public, association à but non lucratif... — s'expriment et agissent « au nom » de cette organisation : à ce titre, ils peuvent signer des contrats, acheter et vendre, faire des opérations financières, embaucher et licencier... Ils disposent pour cela des moyens financiers, matériels et humains de l'organisation, moyens qui peuvent être considérables, souvent démesurés par rapport à ceux dont ils disposeraient à titre privé.

Les questions relatives à leur nomination comme mandataires sociaux, aux conditions d'exercice et de contrôle de leurs mandats sont, par là, légitimes et font de la gouvernance des organisations un point essentiel des systèmes de management de ces dernières.

L'élément en débat, ainsi éclairé, concerne justement ce dernier point. Une large définition de la GE, portant à la fois sur les systèmes de finalisation, d'organisation et d'animation des organisations, pourrait en étendre les limites jusqu'à se confondre avec l'ensemble du système de gestion, ce dernier pouvant se décliner dans les sous-systèmes précédents [Tabatoni et Jarniou, 1971]. Une

telle conception extensive, assimilant GE et management, ne serait pas pertinente car elle occulterait la focalisation sur les dirigeants de l'organisation. Certes, le fonctionnement des organisations et leurs résultats sont affectés par le mode de GE, mais pas directement, par le biais des actions et décisions prises par ces mandataires sociaux que constituent les dirigeants.

Pour paraphraser Edgard Morin, on peut dire que la gouvernance est, en quelque sorte, le « management du management ». Cette autoréférence explique peut-être une part importante de l'engouement, mêlé d'un peu de mystère, que suscite ce concept en sciences des organisations.

Les constituants des systèmes de gouvernance : le paradigme SPC

Un système de gouvernance comprend divers éléments constitutifs que l'on peut, en simplifiant, regrouper en trois séries de composantes : des structures (S), des procédures (P), des comportements (C).

Ces trois séries de composantes et leurs interactions définissent les systèmes de gouvernance, leurs modes de fonctionnement et de régulation.

Les structures (S) mobilisées par les systèmes de gouvernance sont variées. Certaines sont propres à l'organisation concernée : assemblée générale, conseil d'administration, comités *ad hoc* en charge de tel ou tel aspect de la GE (par exemple, rémunérations des dirigeants). D'autres sont externes et interviennent sur la base de missions contractuelles (auditeurs comptables, agences de notation...) ou dans le cadre de missions d'intérêt général (autorités de régulation).

Les procédures (P) sont également très diverses et plus ou moins explicitées dans des codes ou des recueils s'imposant aux acteurs concernés (plan comptable, code de commerce...). Elles peuvent concerner tant les modalités de collecte et de diffusion de l'information utile sur le fonctionnement des entités concernées que les voies et moyens pour effectuer telle ou telle opération (par exemple, modification du périmètre de la structure, cotation sur le marché financier...).

L'ensemble S-P (structures-procédures) définit le contenu institutionnel du dispositif de GE.

Les comportements (C) complètent le diptyque précédent en lui apportant une dimension sans laquelle il resterait, pour l'essentiel, formel. Ces comportements sont ceux des agents — les personnes physiques et non la fiction juridique constituée par les personnes

morales — concernés par le dispositif institutionnel S-P et chargés de le mettre en œuvre et de l’animer. Leurs « bonnes pratiques », leur déontologie ou, à l’opposé, leur absence de scrupules et leurs déviations, ont une part majeure dans l’efficacité des systèmes de gouvernance, à l’instar de tout système humain.

L’harmonisation des systèmes de gouvernance : le rôle du dispositif de régulation

Cette composante d’un système de gouvernance est importante, car elle constitue, en quelque sorte, le « management de la gouvernance ».

Trois types d’institutions, de natures différentes — professionnelle, administrative, judiciaire —, participent à ce dispositif de régulation ; elles lui sont parfois spécifiquement dédiées.

Les organisations professionnelles

Ces organisations professionnelles ont un statut et des missions différents d’une profession à l’autre et d’un pays à l’autre. Dans certains cas, elles ne constituent que des amicales, regroupant les professionnels concernés, parfois une partie seulement, dans un but de convivialité et d’échanges informels. Leur rôle en matière de régulation est alors très faible et reste au niveau du « climat » professionnel.

Dans d’autres cas, l’organisation est plus structurée et véritablement représentative de la profession concernée. Ses responsables ont alors un rôle de représentants de ladite profession auprès des autorités de tutelle et participent par là au dispositif de régulation.

Enfin, certaines de ces professions sont érigées en « ordres », c’est-à-dire regroupées au sein de structures reconnues comme telles par les autorités de tutelle. L’affiliation à ces ordres est obligatoire pour exercer la profession concernée. Les recommandations, les prescriptions, telles que le respect d’un code de déontologie, voire les sanctions — la plus grave étant la radiation de l’ordre —, sont des armes au service de ces organisations professionnelles qui participent alors directement au dispositif de régulation, voire qui le cogèrent avec les autorités de tutelle.

Les tutelles administratives

Contrairement aux précédentes, elles ne sont pas directement issues des milieux professionnels auxquels elles s’adressent, ce qui

peut poser des problèmes d'ordre culturel. Leur mission étant de veiller au « bon fonctionnement » du secteur d'activité concerné, elles adoptent parfois une attitude hautaine, notamment dans des pays à forte culture régaliennne comme la France. Le plus souvent, cependant, leur tutelle du secteur professionnel se fait dans une optique de régulation dudit secteur, afin que son fonctionnement soit compatible avec l'intérêt général du pays. Les organes concernés deviennent alors des pièces essentielles du dispositif de régulation.

Les instances dédiées : les « autorités de régulation »

Dans un certain nombre de secteurs d'activité, les pouvoirs publics ont souhaité se dégager d'une tutelle administrative trop tatillonne et parfois suspecte de soumission au pouvoir politique, sans cependant envisager d'abandonner ces secteurs et les professions qui les représentent à une totale liberté ou à leurs seules organisations professionnelles. Les instances dédiées, dites « autorités de régulation », répondent à ce double objectif d'autonomie et de contrôle, c'est-à-dire de gouvernance.

À côté de secteurs considérés comme politiquement sensibles (audiovisuel) ou émanant d'anciens monopoles publics (électricité, télécommunications...), le secteur financier présente toutes les caractéristiques pour relever d'une telle problématique, ne serait-ce que par son poids économique et, par là, politique.

Les instances juridictionnelles

Si le rôle et les missions de ces autorités de régulation sont parfaitement compatibles avec ceux des organisations professionnelles des opérateurs, lesquelles sont représentées au sein des instances mises en place, et avec ceux initialement exercés par les tutelles administratives qu'elles remplacent, en revanche, le point est plus délicat pour ce qui concerne les instances juridictionnelles.

Le recours juridique est, en effet, dans un État de droit, la voie ouverte à toute personne insatisfaite des faits et décisions dont elle pense, à tort ou à raison, qu'ils lui portent préjudice. Les systèmes de gouvernance sont amenés à prévoir de tels recours, au niveau des dispositifs de régulation, y compris envers les décisions et arbitrages rendus par les instances spécifiquement dédiées à la régulation.

Les autorités de régulation ont dû admettre cette possibilité et adapter en conséquence leurs structures internes et les procédures de saisine et de traitement des dossiers qu'elles avaient à connaître.

Selon les situations rencontrées et le statut des instances concernées, des voies de recours peuvent être exercées, soit auprès des juridictions relevant du droit privé, soit auprès des instances traitant du contentieux administratif, avec parfois un problème préalable pour identifier la bonne procédure. *In fine*, pour un pays comme la France, ce sont la Cour de cassation d'une part, le Conseil d'État d'autre part, voire le Conseil constitutionnel, qui participent, au sommet des instances juridictionnelles, aux dispositifs de régulation. Ceux-ci rejoignent alors les principes régissant l'organisation globale de la nation, elle-même insérée dans des traités internationaux.

Les parties prenantes aux systèmes de gouvernance et leurs droits respectifs

Cette dernière série de questions préliminaires n'est pas la moindre, dans la mesure où elle introduit le débat majeur qui domine toute la théorie de la gouvernance, notamment la GE. Qui détient la légitimité du pouvoir dans une organisation et qui, à ce titre, peut donner mandat à tel ou tel agent, contrôler ses actions en lui demandant de « rendre compte », en tirer toutes conséquences sur le destin de l'organisation et, en premier lieu, sur celui des agents mandatés ?

Pour répondre à ces questions de base, il faut de nouveau recourir aux fondements du droit et aux réponses qu'il donne, soit à travers des dispositions législatives ou réglementaires, soit à travers une jurisprudence élaborée au fur et à mesure des contentieux.

Une évidence s'impose alors à tout observateur : la diversité, voire l'hétérogénéité de ces dispositifs législatifs et réglementaires et de ces positions jurisprudentielles sont telles qu'il ne saurait être question d'une réponse unique et, par là, universelle. Même pour une catégorie d'organisations apparemment homogènes — comme des firmes multinationales appartenant à un même secteur d'activité —, les situations vécues peuvent être très contrastées :

— ici la flexibilité de l'emploi sera très largement admise alors qu'elle sera très encadrée ailleurs ;

— là ce sont les questions relatives à l'environnement ou celles relatives aux discriminations de toute nature — race, sexe, religion — qui feront l'objet d'une vigilance attentive tant des pouvoirs publics que des personnes concernées.

Plus largement, les articulations entre les sphères de compétence publiques et privées, la propension à « juridiciariser » les conflits seront très différentes d'un pays à l'autre, d'une époque à l'autre.

Ainsi les « parties prenantes » pouvant arguer de « droits légitimes » pour intervenir dans le système de gouvernance d'une organisation peuvent être très diverses : cantonnées aux détenteurs d'un droit spécifique (par exemple, titres de propriété) ou élargies à d'autres catégories d'acteurs, liées à l'organisation par une relation contractuelle (salariés, clients et fournisseurs, prêteurs) ou, plus largement, concernées par les effets de son activité (associations écologiques, collectivités publiques).

Conclusion

Ce bref rappel permet de comprendre combien les questions relatives à la GE sont contingentes aux sociétés humaines au sein desquelles elles s'expriment. On ne peut les étudier d'une manière utile, et *a fortiori* envisager les conditions d'une convergence de systèmes de GE, sans prendre en compte explicitement les différents facteurs historiques, juridiques, politiques et culturels qui concourent à leur production.

En résumé, un système de gouvernance :

— a pour objet central les dirigeants d'une organisation, la gouvernance représentant, en quelque sorte, le « management du management » ;

— s'exprime par un dispositif institutionnel (ensemble de structures S et de procédures P) et par des comportements C ;

— est régulé par un dispositif impliquant, selon les situations, des organisations professionnelles, des autorités administratives et des instances juridictionnelles ;

— s'exerce au profit de parties prenantes détentrices de droits définis d'une manière contingente par les sociétés politiques au sein desquelles les organisations concernées sont insérées.

Le schéma ci-après synthétise cette organisation générale des systèmes de management et l'articulation des différents dispositifs de gouvernance.

L'encastrement des systèmes de management et de gouvernance

À la manière des « poupées russes », les systèmes de management des organisations sont encadrés successivement *via* leurs dispositifs de gouvernance et de régulation.

Ainsi, la gouvernance a-t-elle été définie comme un second degré du management : après celui de l'entreprise par ses managers, celui des managers par le système de GE, soit le « management du management ».

De même, les dispositifs de régulation renvoient à un troisième degré du management : celui du système de gouvernance par ces dispositifs de régulation, soit le « management de la gouvernance ».

On peut continuer l'exercice et envisager un quatrième degré, concernant l'harmonisation des dispositifs de régulation, que l'on pourrait appeler la « gouvernance de la gouvernance », voire un cinquième, se référant aux principes fondamentaux régissant l'organisation de la vie collective, au sein des États (Constitutions et instances du type Conseil constitutionnel) ou au plan international (traités internationaux et instances du type Cour des droits de l'homme), niveau ultime que l'on pourrait qualifier de « métagouvernance » ; au-delà duquel on quitte le domaine des organisations pour entrer dans celui de la philosophie politique (*cf.* schéma de synthèse).

Schéma récapitulatif Organisation des systèmes de management et articulation des dispositifs de gouvernance

Niveau 1

Management des organisations par leurs dirigeants.

Niveau 2

Gouvernance ou « management du management » par les instances propres à chaque organisation (*cf.* statuts ; par exemple conseil d'administration, assemblée générale...).

Niveau 3

Régulation ou « management de la gouvernance » par des dispositifs spécifiques :

- organisations professionnelles (ordres),
- autorités administratives (autorités dédiées),
- instances juridictionnelles.

Niveau 4

Harmonisation des dispositifs de régulation ou « gouvernance de la gouvernance » :

- par la voie politique (lois et règlements),
- par la voie juridictionnelle (instances d'appel).

Niveau 5

« Métagouvernance » : principes fondamentaux concernant l'organisation de la vie collective :

- au niveau des États : *cf.* Constitutions,
- au niveau international : *cf.* traités internationaux.

2. Cadres conceptuels de la GE

Comment représenter un système de gouvernance appliquée à cette catégorie spécifique d'organisation que constitue l'entreprise ?

De nombreux auteurs ont apporté une contribution à cette question. On en retiendra les plus significatifs en ayant soin de replacer leurs analyses dans leur contexte.

Après un rappel de la forme canonique de la firme néoclassique, on présentera successivement la thèse managériale, la réaction que constitue la théorie de l'agence, sa généralisation et les tentatives menées pour son dépassement.

La forme canonique de la firme : l'entrepreneur

Les pères fondateurs de l'économie politique — d'Adam Smith à J.-B. Say — ont conceptualisé une représentation de la firme fort éloignée des théories actuelles, en ne traitant pas de cette firme comme d'une organisation, mais en considérant concrètement l'entrepreneur, agent actif, dont justement l'activité crée la firme. Cet agent entrepreneur vend un produit sur son marché et, pour produire cette marchandise, achète des moyens de production sur leurs marchés respectifs.

L'entrepreneur est à la fois le chef d'entreprise et l'entreprise elle-même, le concept de « parties prenantes » — au sens actuel du terme — n'était pas, à l'époque, conceptualisé.

Ce chef d'entreprise est considéré, par hypothèse, comme l'apporteur en fonds propres. En engageant ceux-ci dans l'aventure entrepreneuriale, il prend le « risque des affaires » (*business risk*).

L'entrepreneur selon Jean-Baptiste Say

« Les entrepreneurs d'industrie ne sont, pour ainsi dire, que des intermédiaires qui réclament les services productifs nécessaires pour tel produit en proportion de la demande que l'on fait de ce produit. Le cultivateur, le manufacturier et le négociant

comparent perpétuellement le prix que le consommateur veut et peut mettre à telle ou telle marchandise avec les frais qui seront nécessaires pour qu'elle soit produite. »

Source : J.-B. Say [1803], p. 53.

La méfiance d'Adam Smith envers les directeurs

« Les directeurs de ces sortes de compagnies étant les régisseurs de l'argent d'autrui plutôt que de leur argent, on ne peut guère s'attendre à ce qu'ils y apportent cette vigilance exacte et soucieuse que des associés apportent souvent dans le maniement de leurs fonds. »

Source : A. Smith [1776], p. 401.

Note : Cette phrase souvent citée — notamment par Berle et Means [1932] — a été placée en exergue de l'article de Jensen et Meckling [1976], afin de souligner la continuité des propositions de ces derniers. Les prémisses de la théorie de l'agence sont, en effet, contenues dans cette observation et on remarquera la référence au statut foncier (utilisation du terme « régisseur »).

Cette conception, qui part de la personne physique en situation, reste très prégnante tant en termes institutionnels — *cf.* les codes de commerce qui reposent sur la définition du commerçant —, qu'au plan des réalités économiques : en France, par exemple, 90 % des entreprises restent individuelles et, sur les 10 % qui sont sous la forme de sociétés, 90 % d'entre elles restent des affaires familiales.

Les questions de GE sont par là réduites *a minima*. Cependant se posaient, dès cette époque, des cas pour lesquels la responsabilité des opérations devait être déléguée à des opérateurs distincts des propriétaires. Les pères de l'économie politique expriment alors leurs réticences (*cf.* encadré).

La dissociation propriété-pouvoir et la construction d'une théorie managériale de la firme

Le développement de la grande industrie, rendu possible par la création de sociétés faisant appel à l'épargne publique (*public corporate*), s'est affirmé à partir du milieu du XIX^e siècle en Europe comme aux États-Unis, amenant une séparation de plus en plus marquée entre les dirigeants de ces grandes unités et un actionariat dispersé (*cf. supra*).

Si l'importance de cette dissociation a été révélée par l'ouvrage célèbre de A. Berle et G. Means [1932], ce sont des auteurs comme William J. Baumol [1959], Edith T. Penrose [1964], Robin Marris [1964] et Oliver Williamson (dans ses premiers travaux — [1964]) qui ont conceptualisé la question et tenté de construire une « théorie managériale de la firme » [Marchesnay, 1969].

Le modèle de GE de Marris

Dans son essai de théorisation du « capitalisme managérial », Robin Marris s'intéresse aux motivations stratégiques des dirigeants des grandes sociétés cotées et à leurs relations avec les actionnaires. Il formalise leur fonction objectif par une fonction d'utilité lexicographique, dont l'expression simplifiée est du type $U = U(v, g)$ dans laquelle :

v représente le taux d'évaluation des actions par le marché financier, c'est-à-dire le rapport *market value/book value* (correspondant, pour l'essentiel, au fameux ratio Q de Tobin) ;

g représente le taux de croissance de la firme, exprimé à travers un indicateur significatif (par exemple, le chiffre d'affaires).

Le mécanisme de cette fonction d'utilité lexicographique est le suivant : tant que v est inférieur à une valeur v^*

considérée comme « satisfaisante » — eu égard par exemple au risque d'OPA —, les dirigeants tentent de relever ce ratio et leur fonction objectif est du type $U = U(v)$. En revanche, lorsque v atteint ou *a fortiori* dépasse v^* , les dirigeants, débarrassés de la contrainte de valorisation, s'occupent de ce qui leur tient le plus à cœur, c'est-à-dire la croissance de la firme qu'ils dirigent : leur fonction objectif devient du type $U = U(g)$.

Source : R. Marris [1964].

Malgré son simplisme, ce modèle exprime clairement un mode de GE centré sur les managers et ramenant le contrôle exercé par les actionnaires à une simple contrainte qu'il convient de prendre en compte en fonction des risques potentiels qu'elle peut représenter.

Pour ces auteurs, l'entreprise tend à devenir une entité spécifique, distincte de ses propriétaires. Par là, les questions de GE prennent toute leur importance, les dirigeants de l'entreprise — les managers — pouvant légitimement développer une stratégie dont les objectifs ne s'identifient pas — ou en partie seulement — avec ceux des actionnaires. Ces derniers tendent à devenir des fournisseurs, parmi d'autres, des ressources de la firme, voire des contraintes plus ou moins rigides dont il faut tenir compte. Le modèle proposé par Robin Marris [1964] illustre bien cette conception (*cf.* encadré).

Cette conception de la firme managériale a eu beaucoup de succès, notamment — on les comprend — auprès des cadres dirigeants des grandes sociétés par actions.

Dans un pays comme la France, dont on a rappelé l'importance de l'État dans la vie économique, elle a pu conforter l'idée que les directions des grandes entreprises, quel que soit leur statut, participaient en quelques sorte à des missions de service public — dans la tradition saint-simonienne — et que, en conséquence, les marchés financiers ne devaient pas jouer un rôle majeur. À cet égard, on n'observait pas de différences sensibles dans les orientations

fondamentales des directions générales entre des entreprises publiques comme EDF, des constructeurs automobiles — pourtant l'un privé, l'autre public —, des constructeurs aéronautiques — également l'un privé, l'autre public —, ou enfin un groupe alimentaire purement privé comme le BSN d'Antoine Riboud (*cf. infra*).

La période dite des « trente glorieuses » — 1945-1974 —, qui a caractérisé l'économie française et plus largement celles de l'Europe occidentale, a, sans aucun doute, favorisé cette vision managériale d'une firme orientée principalement vers des objectifs de croissance.

Aux États-Unis mêmes, cette approche a été d'autant mieux reçue que la période de croissance quasi ininterrompue — correspondant à la phase ascendante d'un cycle long de Kondratief — a commencé, dès la fin des années 1930, avec la sortie de la grande dépression et la mise en place du *New Deal*.

La théorie de l'agence au service du retour de l'actionnaire

Devant le succès des approches managériales de la firme, le « peuple des actionnaires » ne pouvait rester indifférent et devait chercher une riposte appropriée. En plus des initiatives en provenance d'actionnaires individuels ou regroupés en associations, et de celles émanant des institutions d'épargne telles que les fonds de pension (*cf. supra*), il fallait reconstruire un argumentaire théorique légitimant lesdites initiatives. La théorie de l'agence répondit à cette attente.

Cette théorie s'est manifestée, au milieu des années 1970, par plusieurs contributions majeures, notamment celles de Michael C. Jensen et William H. Meckling [1976] dont les propositions s'appuient sur plusieurs courants de recherche : les travaux de l'école de Chicago en finance de marché — notamment le maître de Jensen, Eugen Fama —, ceux de l'analyse des organisations [Alchian et Demsetz, 1972], ceux liés au renouveau de l'analyse des droits de propriété [Furubotn et Pejovich, 1972] et, enfin, les premiers travaux sur l'agence [Ross, 1973]. L'innovation principale de M. Jensen et W.H. Meckling est d'avoir rapproché ces courants, connus mais jusqu'alors bien distincts, pour construire un nouveau paradigme que l'on a pu appeler celui de la « finance organisationnelle » [Charreaux, 1996 ; Hirigoyen, 1997].

La firme n'y est plus représentée à travers l'entrepreneur, comme dans sa forme canonique, mais comme un « nœud de contrats ». Les différentes « parties prenantes » (apporteurs de capitaux, salariés,

clients et fournisseurs...) sont liées dans ce nœud de contrats grâce à cette fiction juridique que le droit commercial a autorisée en créant ces « personnes morales » que sont les sociétés. Pour chaque partie, les termes du contrat spécifient plus ou moins en détail — on ne peut toujours tout prévoir, d'où l'« incomplétude des contrats » — les droits et devoirs réciproques.

La primauté de l'actionnaire sur le dirigeant. — Deux catégories de parties prenantes occupent une position particulière :

— d'une part, les actionnaires, car leurs droits patrimoniaux ne s'exercent qu'en dernier ressort, après que les autres ayant droit (prêteurs, fournisseurs, salariés) ont pu faire valoir leurs créances. Ils prennent par là un risque financier spécifique qui justifie, en contrepartie, l'appropriation exclusive du profit de l'exercice et de l'actif net résiduel en cas de cessation d'activité ;

— d'autre part, les dirigeants, car ils disposent d'une information privilégiée par leur position dans l'organisation — ils sont des *insiders* —, et ils peuvent être tentés d'en profiter pour s'accorder des avantages particuliers ou, plus généralement, pour conduire la firme dans une direction qui leur est favorable et qui ne l'est pas forcément pour les actionnaires.

Ainsi sont mis de nouveau face à face les acteurs principaux de la pièce traditionnelle sur le thème de la GE.

Sur ce thème ancien, la théorie de l'agence (*cf.* article de 1976, mais aussi, parmi de nombreux autres, E.F. Fama [1980], M.C. Jensen et M. Ruback [1983], M.C. Jensen [1984], E.F. Fama et M.C. Jensen [1983]...) apporte plusieurs éléments novateurs :

— le concept de « coûts d'agence » (*agency costs*), relatifs aux dépenses que doivent accepter d'engager les actionnaires pour pouvoir contrôler les dirigeants, ces derniers pour rendre compte de leur activité, enfin des pertes résiduelles pouvant résulter de l'imparfaite adéquation de l'activité des dirigeants aux intérêts des actionnaires ;

— le concept de « marché du contrôle des firmes » (*market of corporate control*), à travers les OPA-OPE et autres opérations de prises de contrôle ; menaces constituant une épée de Damoclès sur les sociétés cotées — comme l'avait déjà bien noté R. Marris [1964] ;

— le « marché des dirigeants », sur lequel les managers s'apprécient — ou se déprécient — en fonction de leurs performances ; marché qui complète le précédent dans le dispositif concourant à « discipliner » les dirigeants ;

— le concept de « flux de trésorerie disponible » (*free cash flow*), indicateur permettant d'apprécier les marges discrétionnaires

Les coûts d'agence selon Jensen et Meckling

« Nous définissons les coûts d'agence comme la somme :

(1) des dépenses de contrôle (*monitoring expenditures*) engagées par le principal ;

(2) des dépenses d'exposition

(*bonding expenditures*) engagées par l'agent ;

(3) de la perte résiduelle (*residual loss*). »

Jensen et Meckling [1976], p. 308.

dont disposent les dirigeants, degré de liberté qu'il conviendra de réduire (*cf. infra*, chap. III).

• *La portée de la théorie de l'agence.* — Il serait schématique de résumer l'apport de la théorie de l'agence à ces éléments novateurs ; car on serait alors tenté de dire, pour rester aux métaphores du théâtre, que le changement de décor ne modifie pas, d'une manière substantielle, la qualité de la pièce.

Il paraît plus utile de replacer cette « nouvelle » théorie dans son contexte, celui de la mise en cause du statut traditionnel de la firme par la théorie managériale.

À cet égard, la théorie de l'agence, développée par M.C. Jensen *et al.*, a été l'arme de la contre-offensive suscitée par les économistes ultralibéraux pour légitimer leur vision d'une firme appartenant exclusivement à ses actionnaires, sans autre considération.

On observera que la période durant laquelle cette théorie s'est forgée et répandue — le quatrième quart du XX^e siècle — correspond à une modification des tendances longues de l'économie américaine — plus largement occidentale —, avec une baisse relative des taux de croissance posant, en termes plus aigus qu'auparavant, les arbitrages entre rentabilité et croissance.

En termes caricaturaux, on peut dire que Jensen accepte le modèle de Marris, $U = U(v, g)$ — *cf. supra* —, mais dit aux managers : le niveau de valorisation des capitaux propres par le marché ne sera jamais assez « satisfaisant » — il y aura en effet toujours un *raider* qui rôdera et promettra plus aux actionnaires, (« *greeding is good* »). Aussi, vous ne pourrez pas mettre en œuvre la seconde branche de votre fonction d'utilité lexicographique, soit $U = U(g)$. En conséquence, restez-en à la première branche, soit $U = U(v)$. CQFD.

Comme on le verra, ce raisonnement n'a pas de limites ; plus exactement ces limites sont celles qui ont été franchies par les déviations auxquelles on a assisté au tournant du siècle (*cf. infra*, chap. v).

La généralisation de la théorie de l'agence aux parties prenantes

La théorie de l'agence, dans sa forme simple, cantonnait le débat relatif à la GE au simple face-à-face entre l'actionnaire et le dirigeant, le premier jouant le rôle de principal et le second d'agent, dans la pure tradition du « régisseur de l'argent d'autrui » évoquée par Adam Smith.

Cette vision de la GE a pu paraître quelque peu caricaturale et a fait l'objet de nombreuses critiques. La plupart d'entre elles reposaient sur l'argument suivant : les actionnaires ne sont pas les seuls à être concernés par l'évolution de l'activité de la firme. D'autres acteurs sont « parties prenantes », soit par des relations contractuelles (salariés, clients et fournisseurs, banquiers et autres créanciers...), soit tout simplement par l'impact des activités de la firme sur son environnement (par exemple, au niveau d'un bassin d'emploi ou d'une collectivité publique).

L'argument majeur du risque encouru, en cas de mauvaises affaires pouvant entraîner la faillite de l'entreprise, doit être lui-même réévalué. Si l'actionnaire court le risque, indéniable, de perdre sa mise, les autres parties prenantes sont susceptibles également de subir des préjudices plus ou moins importants :

- le salarié sur son emploi — voire sur sa retraite ;
- le fournisseur, en particulier le sous-traitant, sur ses résultats d'exploitation et/ou sur sa trésorerie en cas de créances irrécouvrables (pouvant entraîner d'autres faillites en chaîne) ;
- le banquier, dans sa fonction de fournisseur de crédits, également sur ses résultats et sur sa trésorerie ;
- les collectivités publiques, notamment au plan local, sur le niveau d'activité dans les bassins d'emploi concernés et sur les revenus attachés à ces activités (taxes fiscales et parafiscales).

De proche en proche, selon l'importance de l'entreprise et du milieu industriel dans lequel elle insère ses activités, c'est toute l'économie d'un bassin d'emploi, d'une région, d'un pays qui peut être atteinte.

Les économistes (ainsi R.E. Freeman [1984]) qui avaient pris conscience de cette multiplicité de « parties prenantes » ont opposé une approche pluraliste multivariée — *stakeholders theory* — à la

conception moniste de la GE privilégiant l'actionnaire (*shareholder* ou *stockholder*).

Le problème de la GE s'en trouve par là même modifié et rendu sensiblement plus complexe.

La contestation du modèle dominant et la recherche de nouveaux cadres conceptuels

Plusieurs voies ont été explorées pour tenter d'apporter une solution praticable à la prise en compte d'une approche multipartenaires de la GE.

La première a consisté à rester dans le cadre de la théorie de l'agence, mais en élargissant les paramètres, passant du modèle simple — un principal (l'actionnaire), un agent (le manager) — à un modèle élargi — plusieurs principaux (les parties prenantes), un agent (le manager). Des essais de modélisation, rejoignant une ligne de travaux familière à la théorie des jeux, ont tenté d'apporter une contribution positive au débat [Brandenburger et Stuart, 1996].

D'autres propositions ont été présentées, s'éloignant un peu plus de la conception dominante. Ainsi B. Cornell et A.C. Shapiro [1987] avancent le concept de « capital organisationnel » formé des contrats implicites passés avec les différentes parties prenantes, ce qui leur permet d'élargir considérablement l'approche traditionnelle de la structure financière. De même, S.L. Barton et P.J. Gordon [1988] prônent une conception élargie de la structure de financement, intégrant une perspective stratégique.

En France, les recherches sur la finance organisationnelle font également l'objet de travaux académiques, au sein de plusieurs équipes universitaires (Bordeaux, Dijon, Paris...).

Ainsi Gérard Charreaux et Philippe Desbrières [1998], tout en se plaçant dans le cadre des approches contractuelles de la firme, ont proposé un modèle d'analyse de la GE reposant sur le concept de « valeur partenariale », élargissant aux différentes parties prenantes le concept de valeur actionnariale jusqu'à présent dominant (*cf.* encadré).

José Allouche, Gérard Hirigoyen *et al.* [2000] se placent dans un tout autre contexte, en se centrant sur la firme patrimoniale familiale qui apparaît, à maints égards, avoir un comportement en termes de GE bien différent de celui des sociétés cotées (*cf.* Mignon [1998, 2000] et encadré).

Christian Hoarau et Robert Teller [2001] s'inspirent du renouveau de la théorie de la firme auquel a correspondu l'« approche fondée sur les ressources » (*resource-based*) — B. Wernerfeld

Des regards novateurs sur la GE

La GE en termes de valeur partenariale

« La mesure que nous proposons — la valeur patrimoniale — s'appuie sur une mesure globale de la rente créée par la firme en relation avec les différents *stakeholders* et non les seuls actionnaires [...].

La généralisation de cette démarche à l'ensemble des clients et des différents partenaires apporteurs de ressources (dont les salariés, les dirigeants, les actionnaires...) conduit à mesurer la valeur créée par différence entre les ventes évaluées au prix d'opportunité et la somme des coûts d'opportunité pour les différents apporteurs de ressources.

Le résidu non affecté peut s'interpréter comme le *slack* managérial, c'est-à-dire l'excédent représentant la latitude dont dispose le dirigeant dans ses négociations avec les différents *stakeholders*. »

Source : G. Charreaux et Ph. Desbrières [1998].

Le cas des entreprises familiales pérennes

Caractéristiques :

- gestion guidée par des objectifs de pérennité,
- fidélité et valorisation des ressources humaines.

Conclusion :

« Une structure de propriété familiale, si elle n'offre pas toutes les vertus, présente néanmoins une alternative intéressante dans la mesure où elle permet de se soustraire aux sanctions du marché financier et de poursuivre des objectifs stratégiques dans une plus grande liberté. »

Source : S. Mignon [2000], p. 188-189.

Le concept de valeur substantielle

« L'approche fondée sur les ressources complète les approches orientées sur les positions de marché. Les deux perspectives conduisent à la gestion d'un portefeuille d'activités.

C'est à travers ces activités que les compétences centrales et les capacités organisationnelles s'expriment.

Cette vision intégrée peut servir de cadre de référence à la valeur substantielle par opposition à une valeur purement financière. »

Source : C. Hoarau et R. Teller [2001], p. 13.

La GE comme idéologie

« C'est toujours à la lumière des catégories de la philosophie politique que l'on peut alors parler de la vocation idéologique de l'entreprise à universaliser la logique de l'efficacité à toutes les organisations.

Cette époque va donc marquer la coïncidence entre une idéologie politique libérale et la manière dont l'entreprise "pense" le marché. Le marché y est vu comme une alternative équitable à la cité. Lieu d'exercice du principe de liberté, le marché "équitable" y est également vu comme celui du principe de justice. »

Source : Y. Pesqueux [2000], p. 139 et p. 173.

[1984] — pour proposer une « valeur substantielle » allant au-delà de la simple valeur financière (*cf.* encadré).

Yvon Pesqueux [2000, 2002] démonte le concept même de GE qu'il considère comme une idéologie à étudier dans une triple perspective épistémologique, anthropologique et politique. Il met l'accent sur l'éthique des affaires et sur la responsabilité sociétale de l'entreprise (*cf.* encadré).

DEUXIÈME PARTIE
LA MISE EN ŒUVRE
DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE
« ORIENTÉE ACTIONNAIRE »

Si un système de GE mobilise, comme tout système de gouvernance, un ensemble de structures, de procédures et de comportements, il convient d'étudier sa mise en œuvre à travers ces trois séries de composantes et leur interaction dynamique.

Dans un premier temps (chapitre III) on étudiera les deux premières séries constituant le dispositif institutionnel de la GE, ainsi que les principaux instruments opérationnels utilisés.

Dans un second temps (chapitre IV) on abordera les aspects comportementaux, au niveau des diverses catégories d'acteurs concernés : les dirigeants des entreprises et leurs partenaires financiers (gérants de fonds d'investissement, analystes et conseils, autorités de régulation).

L'analyse sera focalisée sur la GE « orientée actionnaire » qui a constitué le modèle de référence vers lequel les différents systèmes de GE devaient tendre, du moins jusqu'à la crise financière des années 2000-2002. Cette dernière, ainsi que les tentatives de dépassement ou de réforme du modèle dominant seront examinées dans la troisième partie.

III / Les dispositifs institutionnels de la GE

Les différents pays qui se sont impliqués dans les processus d'amélioration de leurs systèmes de GE l'ont fait sur la base de rapports officiels proposant un certain nombre de modifications des dispositifs institutionnels en vigueur (*cf. infra*, chap. v).

Par ailleurs, ces rapports ont recommandé l'instauration de « bonnes pratiques », reposant sur l'utilisation d'instruments opérationnels adaptés.

S'agissant de cerner les relations entre les dirigeants d'une part, les actionnaires et plus généralement les parties prenantes d'autre part, la plupart des législations ont codifié, d'une manière souvent détaillée, les organes concernés et les procédures à respecter. Ainsi, un pays comme la France, pays ancien et de droit écrit, dispose de tout un arsenal de dispositions réparties, selon leur objet ou leur nature, dans les textes constitutifs du droit des sociétés, du droit social, du code des impôts, du plan comptable... Les grands pays occidentaux possèdent un dispositif institutionnel comparable, avec les nuances dues à l'histoire et aux mœurs juridiques — par exemple quant aux rôles respectifs de la loi et du règlement par rapport à la coutume et la jurisprudence. Une des difficultés de la construction européenne — difficultés accrues si on se situe au niveau mondial — est justement d'harmoniser ces dispositifs institutionnels pour les rendre compatibles, à défaut de les fondre en un seul ensemble homogène.

Les observations suivantes concernent respectivement :

- les organes et procédures internes constituant le dispositif propre à l'entreprise ;
- les organes et procédures externes constituant le dispositif d'appui ;

- les organes et procédures de tutelle, d'appel et d'arbitrage constituant le dispositif de régulation ;
- les instruments opérationnels utilisés par ces différentes instances dans les procédures touchant à la GE.

1. Le dispositif propre à l'entreprise

Quelques questions essentielles peuvent être posées par rapport au débat sur la GE : l'AG des actionnaires est-elle vraiment souveraine ? Le CA a-t-il plutôt vocation à administrer la société ou à contrôler son administration ? Le président doit-il être aussi le principal manager ?

La souveraineté de l'assemblée générale des actionnaires

Dans la « République des actionnaires » — selon l'expression employée par P.-Y. Gomez [2001] —, la souveraineté appartient nominalement au « peuple » formé de l'ensemble des actionnaires, sur la base de la règle fondamentale : « une action = une voix ». L'assemblée générale, convoquée pour examiner chaque année la situation de la société — AG ordinaire — ou sur un ordre du jour *ad hoc* — AG extraordinaire —, exprime cette souveraineté dont les seules limites sont les dispositions réglementaires édictées dans le pays d'accueil.

De nombreuses dérives avaient progressivement modifié cette forme canonique. Certaines d'entre elles, pointées par A. Berle et G. Means [1932], étaient dues à l'émiettement des actionnaires et au recours excessif des pouvoirs en blanc, systématiquement endossés par les banques qui les collectaient au profit des dirigeants en place.

Dans d'autres cas, des dispositions statutaires, à l'initiative des dirigeants le plus souvent, confortaient certaines situations — par exemple le droit de vote double attaché aux actions conservées depuis deux ans — ou, au contraire, restreignaient les droits des actionnaires — par exemple la limitation des droits de vote à un certain pourcentage.

Le dispositif institutionnel recommandé par les différents rapports en faveur d'une meilleure GE « orientée actionnaire » propose de faire disparaître ces clauses préférentielles ou restrictives afin d'augmenter la fluidité de l'actionnariat et de permettre à celui-ci d'exercer intégralement ses droits.

Par ailleurs, les recommandations portent sur une meilleure information des actionnaires, afin qu'ils puissent décider en toute connaissance de cause.

Tout particulièrement, une attention spéciale est portée aux actionnaires minoritaires qui, étant moins informés que les actionnaires principaux — en général représentés au conseil —, peuvent faire les frais d'opérations menées par ces derniers ou avec leur accord. Le principe d'équité amène à mettre ces deux catégories d'actionnaires sur le même plan, notamment en cas d'OPA ou OPE.

Dans le même sens, les dispositions anti-OPA, tendant à rendre difficile, voire impossible, une prise de contrôle, sont également condamnées, comme portant atteinte à la souveraineté de l'actionnaire.

Enfin, une réhabilitation du rôle de l'AG des actionnaires, au-delà des dispositions institutionnelles décidées ou préconisées, est venue du changement des comportements des actionnaires eux-mêmes, tout particulièrement en liaison avec la montée en puissance des fonds d'investissement et la « prise de parole » (*voice*¹) des représentants des actionnaires minoritaires, tant il est vrai qu'un système de GE ne prend sens que si le dispositif institutionnel est animé par les acteurs concernés.

Le rôle ambivalent du conseil d'administration

Entre la souveraineté des actionnaires s'exprimant à travers l'assemblée générale et la direction générale de l'entreprise œuvrant au quotidien, le conseil d'administration et ses membres jouent un rôle charnière et ambivalent.

D'une part, les administrateurs, élus par l'AG — sauf dispositions particulières comme celles prévoyant des représentants du personnel élus par leurs pairs —, sont les délégués des actionnaires, leurs « députés » en quelque sorte.

D'autre part, le CA participe à l'« administration » de la société et, à ce titre, non seulement doit suivre ses affaires, mais explicitement donner son accord pour un certain nombre de décisions importantes touchant la vie de cette société. Ses membres, qui portent le titre d'administrateurs, peuvent être mis en cause ès qualités.

1. Les analystes opposent cette attitude active (*voice*) à celle plus passive que représente le choix de sortir de la société (*exit*) en vendant ses actions. L'économiste Albert Hirschman est à l'origine de cette terminologie (en 1970).

Un exemple de dispositif anti-OPA : le BSN d'Antoine Riboud

Initialement constitué de capitaux appartenant aux familles des sociétés fondatrices en 1964-1966, le capital social de BSN s'est progressivement fragmenté au fur et à mesure des étapes marquant la constitution du groupe. En 1986, aucun actionnaire ne possédait une fraction significative du capital — le plus important était la Caisse des dépôts avec 1,7% —, le « flottant » étant estimé à 72 %.

La direction de BSN à l'époque a pris conscience du danger que faisait courir à l'entreprise une telle dilution de son capital, surtout lorsque la vague des OPA a repris ; mouvement auquel BSN lui-même participait. L'inquiétude a surtout été ressentie à l'égard du groupe De Benedetti qui avait exprimé le projet d'entrer dans le capital de BSN. Le risque était grand de voir ce dernier groupe passer sous contrôle du premier et être démantelé.

Devant ce danger potentiel, le président Antoine Riboud a mis en place plusieurs lignes de défense, visant à assurer un meilleur contrôle du capital :

— constitution d'un groupement d'actionnaires stables — mené par Lazard Frères, banque-conseil de BSN, avec la participation de groupes familiaux devenus partenaires *via* les opérations de croissance externe (notamment Agnelli). Ce groupement détenait 20 % des actions et 30 % des droits de vote ;

— émission d'OBSA (obligations à bons de souscription d'actions), placées auprès d'un « club de banquiers amis », la GEMOFIN — également conduite par Lazard —, et permettant de lever à tout

moment 1,2 million d'actions, soit 23 % du capital de l'époque ;

— mise en place d'une « pilule empoisonnée » (*poison pill*) sous la forme de l'achat d'une petite banque, « coquille vide », mais dont le statut d'établissement financier obligeait tout assaillant éventuel à obtenir une autorisation préalable des autorités françaises. Le président Riboud escomptait bien que, dans cette hypothèse, lesdites autorités ne l'auraient pas abandonné ; il n'avait pas hésité, à l'époque, à considérer que les grandes firmes françaises faisaient partie du patrimoine national, allant même jusqu'à comparer BSN et la cathédrale de Chartres !

Ultérieurement — au début des années 1990 — A. Riboud a durci ce dispositif anti-OPA et, craignant que ses partenaires financiers s'entendent sur son dos, a tout simplement fait voter par l'AG des actionnaires une autolimitation à 5 % des droits de vote de chaque actionnaire, quel que soit le nombre d'actions détenues ; mesure étendue aux actionnaires pouvant être considérés comme agissant de concert.

Il a par ailleurs fait voter une dérogation à l'âge limite du président, afin d'avoir le temps de préparer sa succession en faveur de son fils (bien que la famille Riboud ne soit plus un actionnaire significatif), créant un cas de « dynastie managériale » qui, avec le dispositif anti-OPA précédent, illustre bien le modèle de GE « orientée dirigeant », aux antipodes du modèle de GE « orientée actionnaire ».

Source : Pérez [1995], p. 51-53.

Selon les pays, leurs dispositions juridiques et les jurisprudences établies, l'accent a été mis sur l'un ou l'autre de ces deux aspects caractérisant la mission du CA et de ses membres.

Durant la période de gloire de l'entreprise managériale, rappelée *supra*, les managers avaient résolu cette ambivalence dans un sens qui leur était favorable, en faisant nommer au CA, en plus des représentants incontournables des principaux actionnaires, d'une part des représentants de groupes « parents et alliés » avec lesquels ils entretenaient des relations cordiales — entre pairs —, d'autre part des membres de la haute hiérarchie de l'entreprise, cadres supérieurs qui leur étaient subordonnés et pour lesquels la nomination comme « administrateurs » constituait un signe de reconnaissance professionnelle et sociale.

Les groupes français particulièrement étaient familiers de ce mode de composition du CA, et de nombreuses études¹ ont mis l'accent sur cette « consanguinité » que ces participations multiples d'administrateurs à différents CA avaient entraînée ; phénomène accru au temps de la privatisation de l'époque Balladur par le système dit des « noyaux durs », les représentants des principaux groupes financiers — industriels et plus encore bancaires — se retrouvant dans de multiples « tours de table ».

D'autres pays avaient adopté un dispositif institutionnel différent, ainsi l'Allemagne fédérale avec la distinction entre Conseil de surveillance (*Kontrollrat*) et Conseil de direction (*Aufsichtsrat*). Le premier, désigné par l'AG des actionnaires — avec une participation des salariés, conformément aux principes de cogestion —, n'exerce pas de fonctions exécutives, lesquelles sont dévolues au second, formé des managers de l'entreprise.

La législation française des sociétés commerciales s'est inspirée de cette disposition en offrant aux sociétés commerciales d'y recourir en lieu et place du CA traditionnel.

Les principes promulgués en faveur de la GE reprennent, le plus souvent, cette distinction en mettant l'accent sur la mission, à leurs yeux fondamentale, de contrôle des dirigeants. À cet effet, un certain nombre de propositions et de suggestions ont été faites que l'on retrouve, peu ou prou, dans tous les dispositifs de « bonne GE », c'est-à-dire « orientée actionnaire ».

• *Composition et renouvellement du CA.* — Le CA devrait comprendre, en plus des représentants des actionnaires participant directement au bloc de contrôle, des administrateurs dits « indépendants », n'ayant pas de lien direct avec la société et n'étant pas

1. Depuis les études fondatrices, sur données DAFSA, dans les années 1970 [Morin, 1974 ; Bellon, 1980], jusqu'aux recensions contemporaines (par exemple « 30 patrons pour 160 fauteuils », in dossier *Le Monde*, 19 juillet 2002).

susceptibles, par là, d'entrer dans un conflit d'intérêts avec elle. *A contrario*, le CA ne devrait pas comprendre de membres appartenant au management de l'entreprise ou présentant un risque de conflit d'intérêts.

Le renouvellement des membres du CA devrait être préparé par un comité *ad hoc*, indépendant de la direction générale et faisant ses propositions directement à l'assemblée générale.

- *Groupes de travail et comités ad hoc*. — En plus du comité ci-dessus mentionné, le CA est invité à mettre en place un certain nombre de groupes de travail et comités *ad hoc*, formés d'administrateurs et travaillant en toute autonomie par rapport au management de la société :

- *comité des rémunérations* : ce comité est appelé à se prononcer sur les niveaux de rémunération des dirigeants et sur les avantages qui leur sont accordés, notamment en matière d'options d'achat d'actions (*stocks-options*) ;

- *comité des nominations* (quelquefois confondu avec le précédent) : il donne son avis sur la nomination des principaux mandataires sociaux ;

- *comité des comptes* (ou *comité d'audit*) : cet aspect de la vie des sociétés — dont la crise des années 2000-2002 a montré l'acuité — concerne le suivi de la situation comptable de l'entreprise, non pas directement, mais en liaison d'une part avec les responsables internes, d'autre part avec les auditeurs externes — commissaires aux comptes —, dont ils ont, par ailleurs, la charge de la sélection.

Le statut et la fonction du président et/ou du directeur général : monarchie ou dyarchie à la tête de l'entreprise ?

Ce point complète le précédent relatif à l'ambivalence du conseil d'administration. Le président du CA doit-il être le principal dirigeant de la société ? Si la réponse est oui, n'y a-t-il pas de risque quant à la mission de contrôle que doit exercer le CA ? Si la réponse est non, comment s'articule sa fonction par rapport à celle de la direction générale de l'entreprise ? En bref, le pouvoir au sommet de l'entreprise relève-t-il d'un principe monarchique ou dyarchique ?

Comme pour le CA, les réponses diffèrent selon les pays et leurs dispositions institutionnelles.

En France, en conformité avec le double rôle du CA, l'unicité au sommet — principe monarchique — constitue la règle, le P-DG est à la fois président du CA et directeur général de la société. Certes, la

formule conseil de surveillance-directoire permet une dissociation, mais elle reste encore l'exception. Cette formule est de fait surtout utilisée pour assurer une transition de génération, notamment dans les entreprises familiales, ou pour régler avec élégance le sort des présidents à l'occasion d'une fusion.

En Allemagne, la situation est inverse — principe dyarchique —, la formule des deux conseils (*Kontrollrat, Aufsichtsrat*) entraînant *ipso facto* la séparation des fonctions.

Aux États-Unis, le plus souvent, la fonction de *chairman* est dite *non executive* et ne se confond pas avec celle de CEO (*chief executive officer*), mais on peut observer des cas de *chairman* avec une fonction *executive*, c'est-à-dire comparable au P-DG français.

Les recommandations pour une GE favorable à l'actionnaire vont dans le même sens que ce qui a été noté pour le conseil, c'est-à-dire une séparation nette entre les deux fonctions — principe dyarchique — afin de faciliter la mission de contrôle du management — au premier plan duquel le CEO — par le conseil et son *chairman*.

2. Le dispositif d'appui

Les dispositifs d'appui à la GE sont variables selon les pays et les réglementations mises en œuvre. Certaines structures et procédures apparaissent cependant partout, car elles sont consubstantielles au système de GE, indispensables au dispositif de base, lequel ne pourrait fonctionner sans leur appui. Il s'agit principalement des organes et procédures d'audit et de contrôle des comptes, des agences d'évaluation et de notation financière, des principaux intermédiaires nécessaires au fonctionnement des marchés financiers. En revanche, la situation des autres parties prenantes — notamment des salariés — comme composantes du système de GE fait débat.

Le contrôle des comptes : auditeurs, experts et certificateurs

Pour saisir l'importance de ce contrôle des comptes, au-delà des affaires qui ont marqué la crise du tournant du siècle (*cf.* chap. v), il faut comprendre que la vie des entreprises — en particulier pour les grandes firmes et groupes — est, à l'instar de la métaphore de la caverne de Platon, peu accessible à l'observation directe, mais seulement par la représentation que l'on en donne. C'est la mission fondamentale de la comptabilité que de fournir cette « représentation de

la firme » qui servira de base aux appréciations sur la firme elle-même et aux décisions des acteurs concernés.

En conséquence, tous les dispositifs institutionnels relatifs aux sociétés commerciales — et plus largement à tout commerçant au sens du code de commerce — prévoient d'une part la tenue obligatoire de comptabilités par les entreprises, directement ou avec l'aide de cabinets spécialisés (experts-comptables), d'autre part leur « certification » par des organes mandatés à cet effet (commissaires aux comptes).

Ces procédures sont strictement réglementées et peuvent faire l'objet elles-mêmes d'un contrôle au second degré — l'audit de l'audit — sous l'égide des organisations professionnelles concernées ou de leurs autorités de tutelle (*cf. infra* : Le dispositif de régulation).

L'évaluation financière : analystes financiers et agences de notation

Si la fiabilité de l'information donnée par les comptes est importante pour tous les partenaires de l'entreprise, elle l'est tout particulièrement pour ceux qui sont chargés d'une mission d'évaluation concernant soit les actions de cette entreprise, soit le risque financier qu'elle fait courir à ses créanciers. Les agences d'analyse financière et les agences de notation sont dédiées à ces métiers voisins — reposant l'un et l'autre sur l'étude de la situation patrimoniale de l'entreprise et de ses perspectives — mais néanmoins distincts.

- *Analystes financiers.* — L'analyse financière de l'entreprise est devenue un volet important du dispositif d'appui à la GE, composante charnière entre les organismes chargés du contrôle des comptes, qui lui garantissent la qualité du matériau sur lequel elle travaille, et les opérateurs sur les marchés financiers — acheteurs ou vendeurs de titres qui s'appuient sur ses travaux et recommandations pour effectuer leurs choix.

Centrés sur l'évaluation du prix des actions et des « véhicules » connexes faisant l'objet d'échanges sur les marchés boursiers, lesquels sont — rappelons-le — des marchés secondaires, les analystes financiers sont devenus des professionnels amenés à se spécialiser soit sur un secteur déterminé — voire une firme importante de ce secteur —, soit sur une catégorie d'instruments financiers (warrant, OBSA, produits dérivés...). Leur nécessaire spécialisation les a conduits à se regrouper dans des structures dédiées à l'analyse financière des titres, au sein de firmes autonomes chargées de la

commercialisation de ces titres (*brokers*) ou au sein de départements spécialisés des banques, sociétés d'assurance, fonds d'investissement... chargés de les gérer pour leur propre compte ou pour ceux de leurs clients respectifs. La position respective des analystes financiers par rapport à l'acte d'achat-vente d'actions amène ainsi à distinguer les « *sell side* » (tournés vers l'offre des entreprises) et les « *buy side* » (tournés vers la demande émanant des fonds d'épargne).

- *Les agences de notation.* — Les agences de notation (*rating*) travaillant sur le risque crédit sont moins connues que celles chargées de l'évaluation et du commerce des actions, mais exercent cependant une mission précise et utile aux opérateurs, y compris pour les analystes financiers dans leur mission d'évaluation. Il s'agit d'apprécier la situation financière de l'entreprise en termes classiques de risque prêteur et pour cela il convient d'examiner les différents actifs et passifs exigibles de l'entreprise, tant ceux qui apparaissent au bilan que ceux, éventuellement, qui sont hors bilan en raison d'engagements que les responsables de la société ont pu prendre. Comme on le verra avec la crise financière des années 2000, cette appréciation du risque couru et de son évolution n'est pas toujours aisée, en raison même de la sophistication des instruments financiers utilisés.

Intermédiaires financiers : prestataires de services d'investissement, sociétés de conseil et d'ingénierie financière

Ces différents acteurs participant aux dispositifs d'appui n'ont pas tous le même rôle, ni le même statut.

- *Prestataires de services d'investissement.* — Cette appellation générale désigne, dans le cadre institutionnel européen — directive sur les services d'investissement — et français — loi de juillet 1996 —, l'ensemble des intermédiaires intervenant sur les marchés financiers, catégories d'acteurs comprenant d'une part les établissements de crédit, d'autre part les entreprises dites d'investissement, regroupant les anciennes sociétés de Bourse et celles se consacrant à la gestion de portefeuille [Goyeau et Tarazi, 2001 ; Pilverdier, 2002].

Ces prestataires sont amenés à intervenir sur le marché primaire — émission de nouveaux titres — le plus souvent au service d'un pool bancaire constituant un syndicat de placement, mais l'essentiel de leur activité concerne le marché secondaire — achat/vente de

La notation du risque crédit et ses conséquences

Le segment de la notation du risque crédit, dans l'ensemble des métiers relevant de l'analyse financière, est dominé par quelques firmes spécialisées, constituant un « duopole à frange ».

Le duopole est celui formé par les deux grandes agences internationales dont les notations, souvent concomitantes, font autorité : Moody's et Standart & Poor.

La « frange » est constituée d'agences de moindre importance (comme Fichte), parfois spécialisées sur un secteur d'activité (par exemple, énergie), une catégorie de débiteurs (des États), un type d'instruments financiers (des obligations) ou un espace géopolitique donné (par exemple l'Amérique latine).

Les agences de notation procèdent selon des protocoles rigoureux aboutissant à une notation alphabétique allant du prestigieux « AAA », réservé aux meilleurs emprunteurs, jusqu'aux cas relevant de la faillite imminente ou, juste avant, ceux présentant des risques sérieux de cessation de paiement ; l'antipénultième position étant celle des obligations dites « pourries » (*junk bonds*), à risque élevé.

Ces notations, rarement mises en cause, ont des effets multiples :

— sur la possibilité des emprunteurs concernés de recourir à de nouveaux crédits et, évidemment, sur le coût de ces crédits, la prime de risque exigée par les prêteurs potentiels étant fonction de la notation ;

— sur la structure et le service de la dette actuelle, certaines clauses prévoyant la révision des taux d'intérêt versés, voire le remboursement anticipé du principal si la note est dégradée ;

— sur l'évaluation globale de la société par les analystes financiers, ces derniers appréciant l'ensemble des éléments affectant le futur de l'entreprise, paramètres dont le risque crédit n'est pas le moindre ;

— sur les politiques de placement des fonds d'investissement, certains d'entre eux étant tenus, par leurs règles de gestion, à se défaire — en les vendant sur le marché — des titres considérés comme trop risqués.

Par là, la dégradation de la note « risque crédit » peut s'inscrire dans une spirale négative, affectant tous les aspects financiers de l'entreprise concernée et, *in fine*, cette entreprise elle-même.

titres déjà existants — à la demande de clients individuels ou institutionnels.

En France, les opérateurs sont, en effet, le plus souvent liés au système bancaire pris globalement, c'est-à-dire avec ses différentes missions de banque commerciale, de banque d'investissement et de gestion d'actifs. Cette proximité n'est pas sans poser de problèmes parfois délicats de conflits d'intérêts (*cf. infra*, chap. IV et V).

Aux États-Unis, la situation est un peu différente ; d'une part les sociétés de Bourse sont plus puissantes et apparemment plus indépendantes, d'autre part, le secteur bancaire est relativement moins présent en raison du *Glass Steagall Act* qui interdisait — jusqu'à

une date récente — aux banques commerciales de prendre des participations dans les entreprises industrielles et commerciales.

- *Conseil et ingénierie financière.* — Au-delà des intermédiaires opérant sur les marchés, d'autres acteurs financiers interviennent dans les procédures de mise en œuvre de la GE. C'est le cas de ceux exerçant des fonctions de conseil ou pratiquant l'ingénierie financière. La diversification des instruments financiers et la complexité de certains montages amènent les entreprises, même celles qui sont dotées d'une direction financière étoffée, à recourir presque systématiquement à ces collaborations externes, à la fois en raison de leur savoir-faire spécifique et de la garantie que cette participation à l'opération concernée apporte à la réalisation de celle-ci.

Ces organismes de conseil et d'ingénierie, s'ils sont parfois indépendants, sont souvent liés soit aux grands cabinets en charge du contrôle des comptes, soit aux institutions bancaires intervenant dans le financement des dites opérations, ce qui peut entraîner des conflits d'intérêts (*cf. infra*, chap. IV et V).

3. Le dispositif de régulation

Comme on l'a rappelé, plusieurs types d'institutions — professionnelles, administratives, judiciaires — participent à ce dispositif de régulation ; certaines lui étant dédiées.

Les organisations professionnelles

Les différentes professions participant aux dispositifs d'appui à la GE sont, sauf exception, regroupées en organisations professionnelles, mais dont le statut et les missions ne sont pas identiques. On prendra l'exemple de la France.

La *profession comptable* est particulièrement réglementée — colbertisme oblige. Elle est régie par deux structures officielles complémentaires : d'une part, l'ordre national des experts-comptables, d'autre part, la compagnie nationale des commissaires aux comptes. L'accès à ces professions comptables est contrôlé par l'État, et les organismes professionnels concernés participent à leur régulation.

Il en va de même des *professions liées à la banque et à l'assurance* qui ont été toujours étroitement réglementées. Les premières sont regroupées dans la Fédération des banques françaises (FBF) ; les secondes constituent la Fédération des assurances.

Les opérateurs et intermédiaires intervenant sur les marchés boursiers sont eux-mêmes regroupés dans des organisations professionnelles, comme le Conseil des marchés financiers dont le rôle, en matière de régulation, complète celui de la COB (*cf. infra*).

En revanche, les professions d'*analyste financier* et, encore plus, de *conseiller financier* ou conseiller en patrimoine sont bien moins réglementées. Certes, il existe bien une Société française d'analyse financière (SFAF) regroupant la première catégorie, et une Chambre nationale des conseillers financiers s'adressant à la seconde, mais l'une et l'autre n'ont ni le statut officiel ni l'influence des organisations professionnelles comptables ou bancaires.

Plus généralement, les métiers relevant du conseil et de l'ingénierie financière ne sont pas actuellement organisés et leurs organisations professionnelles, lorsqu'elles existent — par exemple : Syntec pour le conseil —, ne jouent pas un rôle significatif en termes de régulation desdites professions.

Les tutelles administratives

Le domaine financier étant particulièrement sensible, la plupart des secteurs qui le composent sont le plus souvent soumis à une tutelle administrative qui exerce des prérogatives de contrôle parfois déléguées à des instances spécifiquement dédiées à la régulation. On retrouve une variété parallèle à celle constatée pour les instances professionnelles.

Ainsi le secteur de la comptabilité est régulé par le Conseil national de la comptabilité (CNC) dont la Commission de réglementation comptable (CRC), qui en est issue, constitue le bras séculier.

De même, les secteurs de la banque et de l'assurance sont respectivement sous la tutelle l'un du Comité de réglementation bancaire et financière (CRBF), du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI) et de la Commission bancaire, l'autre de la Commission des assurances.

Tous ces organismes constituent des pièces essentielles du contrôle par les pouvoirs publics et participent, à ce titre, au dispositif de régulation.

Les « autorités de régulation » : SEC, COB, AMF...

Pour assurer le bon fonctionnement des marchés financiers, la France a souhaité échapper aux reproches traditionnels d'étatisme qui lui étaient régulièrement adressés, tout en gardant un contrôle de ce secteur sensible. Dans cette perspective, les pouvoirs publics ont

SEC américaine et COB française

La *Securities and Exchange Commission* (SEC) a été créée en 1933. Dotée d'un budget important, lui permettant d'avoir plus de 3 000 salariés, elle exerce une double mission de contrôle :

— envers les sociétés cotées dont elle vérifie la qualité et la fiabilité des documents émis ;

— sur les opérations de marché afin de pouvoir en garantir la régularité.

Au-delà de sa vocation d'information — notamment en direction des épargnants —, elle peut être amenée à décider de sanctions, notamment financières, envers les auteurs d'infractions.

La Commission des opérations de Bourse (COB) est plus récente (1967), mais a une vocation comparable de « gendarme de la Bourse ». Elle a notamment à assurer la vérification des

publications légales des sociétés cotées et à donner son visa sur les informations accompagnant les opérations faisant appel à l'épargne publique.

Son conseil, de neuf membres, est composé, par tiers, de représentants des grands corps de l'État, des institutions financières et de personnalités qualifiées. Son président rend annuellement compte au président de la République et aux deux assemblées.

Ses moyens sont cependant relativement moindres que ceux dont dispose la SEC et son autorité a pu en être affectée.

Une fusion avec le Conseil des marchés financiers (CMV) est prévue en 2003, pour donner naissance à une « Autorité des marchés financiers », (AMF).

opté pour la formule d'« autorité » spécifiquement dédiée à la régulation dudit secteur, en créant, sur le modèle de la *Securities and Exchange Commission* (SEC) américaine, la Commission des opérations de Bourse (COB), cf. encadré.

Les instances juridictionnelles

Aux États-Unis particulièrement, l'appel au juge est très répandu chaque fois que la régulation « naturelle » — c'est-à-dire par le libre jeu du marché — n'est pas satisfaisante ou ne l'a pas été dans l'esprit de ceux qui recourent à la voie contentieuse. Dans les domaines qui concernent la GE, les procès sont fréquents et prennent souvent la forme de recours collectifs (*class actions*) émanant d'un groupe d'actionnaires minoritaires envers des dirigeants, voire envers le conseil d'administration.

En France, cette tendance à la « juridiciarisation de la société » étant moins répandue, ces recours sont plus rares, mais commencent à être observés.

Par ailleurs, cette dernière composante des dispositifs de régulation des organisations permet — comme on l'a rappelé — une

articulation avec des systèmes de gouvernance d'un niveau supérieur. Par le jeu des recours introduits et des jurisprudences qui s'établissent, le lien est fait avec des règles plus générales de la vie collective.

Ainsi, le Conseil d'État a été amené à juger en contentieux sur appel de décisions d'instance de régulation, amenant ces dernières à modifier leurs procédures.

De même, la Cour de cassation — notamment sa chambre sociale — a été appelée à rendre des arrêts touchant des décisions stratégiques de l'entreprise (comme l'arrêt Perrier sur l'externalisation).

Le Conseil constitutionnel — instance suprême relevant de la métagouvernance — a pu être saisi à plusieurs reprises de textes de lois votées touchant des questions relevant de la GE, annulant parfois certaines de leurs dispositions (ainsi au printemps 2002).

Les problèmes de GE apparaissent bien comme des problèmes de société.

La nécessaire mais difficile normalisation comptable

Le problème de la permanence des méthodes comptables et de l'explicitation des différents modes d'évaluation et de comptabilisation des événements concernant l'entreprise a fait, tout particulièrement, l'objet de l'attention des organismes de régulation.

En France, la tradition de normalisation est bien établie, avec les plans comptables généraux, dont les premières moutures ont vu le jour pendant l'Occupation (1942) et après la Libération (1947), puis ont évolué en s'adaptant successivement aux progrès de la comptabilité nationale et aux exigences de la construction européenne (1957, 1982), enfin au mouvement de mondialisation (1999). Cette évolution a été conduite sous l'égide des organismes de tutelle que constituent le Conseil national de la comptabilité (CNC) et la Commission de réglementation comptable (CRC), avec le concours de la profession.

Aux États-Unis, la normalisation comptable ne repose pas sur l'établissement d'un plan comptable général, comme dans la tradition française, mais sur un ensemble de procédures recommandées, dénommées *US GAAP*, édictées par le FASB (*Financial Accounting Standards Board*).

Au plan international, le mouvement de normalisation est conduit par une association privée, l'IASC (*International Accounting Standards Committee*), qui par l'intermédiaire de son bureau — IASB — a commencé à discuter et édicter des recommandations sur la plupart des grands thèmes comptables.

En Europe, les autorités communautaires ont décidé de généraliser la normalisation comptable en s'appuyant sur les normes IASB, et ceci dans un horizon assez court, soit l'année 2005 pour l'ensemble des sociétés cotées.

4. Sur quelques outils opérationnels de la GE « orientée actionnaire »

On se concentrera sur quelques indicateurs ou instruments de gestion caractéristiques, la plupart conçus aux États-Unis, mais dont l'utilisation est devenue internationale :

— un indicateur de financement : le « flux de liquidité disponible » (*free cash flow, FCF*) ;

— un indicateur de performance : la création de valeur boursière ou « valeur pour l'actionnaire » (*shareholder value*) ;

— un principe de mesure comptable : la valeur de marché, dite « juste valeur » (*fair value*) ;

— un instrument incitatif : les attributions d'options d'achat d'actions (*stocks options*) ;

— un mécanisme disciplinant : les OPA-OPE.

Comme on le verra, ces différents outils ne sont pas sans relation les uns avec les autres et s'inscrivent tous les cinq dans une conception de la GE « orientée actionnaire ».

Un indicateur de financement : le « flux de liquidité disponible » (free cash flow, FCF)

Défini par Michael C. Jensen [1986] comme l'excédent des financements disponibles après le financement des investissements « rentables » (c'est-à-dire dont le rendement est supérieur au coût du capital), cet indicateur a été appelé à jouer un rôle important dans les relations actionnaires-managers, donc comme instrument de GE.

L'argument de M. Jensen est relativement simple et fondé sur une position *a priori* de méfiance envers les managers. Ces derniers, s'ils disposent d'un FCF, vont être tentés de l'utiliser ; comme il n'y aura plus, par hypothèse, d'opportunités « rentables », ils effectueront des opérations non rentables, telles que des diversifications hasardeuses, des fusions mal préparées, des dépenses de prestige... Pour éviter ces tentations, il est recommandé de rendre cet excédent disponible à ses ayants droit, c'est-à-dire aux actionnaires, sous la forme d'un dividende exceptionnel ou de rachats d'actions. Ces opérations seront en effet de nature, pour la première, à améliorer la rentabilité actuelle, pour la seconde, à améliorer la rentabilité future en diminuant le nombre d'actions en circulation.

Le débat que pose le FCF tourne évidemment autour du concept du seuil séparant les investissements « rentables » de ceux qui ne le seraient pas. M.C. Jensen, fidèle à l'école de Chicago où il s'est formé, se réfère au « coût du capital » ; le raisonnement est proche

de l'évidence : toute décision d'investissement n'a de sens que si ce dernier couvre, au moins, son coût de financement. L'argument renvoie alors au débat sur les composantes du coût du capital dans une économie de marchés financiers, débat que l'on retrouvera avec le concept de création de valeur boursière.

Un indicateur de performance : la création de valeur boursière

La *shareholder value*, ou « valeur pour l'actionnaire » — représentée par la valeur boursière — est devenue [Rappaport, 1987] l'*alpha* et l'*omega* des critères de performances proposés aux managers des sociétés dans les systèmes de GE « orientés actionnaire » [Albouy M. *et al.*, 1999 ; Caby J. et Hirigoyen G., 2001].

L'argument est en effet tout à fait congruent avec le précédent ; une firme « créera de la valeur » (boursière) pour une période donnée — par exemple un exercice comptable — si, et seulement si, ses résultats, durant la période considérée, couvrent le coût des capitaux engagés (*cf.* encadré).

La mise au point des indicateurs de création de valeur a fait l'objet de multiples propositions, notamment émanant des cabinets de consultants pour lesquels cette vente d'outils méthodologiques présentait une opportunité de marché. C'est le cas notamment du cabinet Stern & Steward qui a été jusqu'à breveter le concept d'EVA (*economic value added*), amenant ses concurrents (par exemple Mc Kinsey) à mettre au point des variantes, relevant de la même problématique, mais permettant d'échapper aux royalties et aux procès.

Un principe de mesure comptable : la valeur de marché dite « juste valeur »

La *fair value* (dite « juste valeur » [Casta J.-F. et Colasse R., 2001] concerne les doctrines relatives à la mesure comptable. Prenant le contre-pied de la tradition fondée sur le coût historique, éventuellement corrigé (par exemple les provisions pour dépréciation), cette approche recommande d'évaluer, chaque fois que possible, les différentes composantes de l'actif et du passif de l'entreprise à leurs valeurs de marché du moment.

Cette approche permet une appréciation plus « juste » de la situation nette de l'entreprise et donc de l'évolution de la richesse de ses actionnaires. Elle représente la primauté de la logique des marchés financiers pour lesquels la valeur d'un titre correspond à l'anticipation de ses revenus futurs, à l'opposé du principe de précaution qui

recommande de ne comptabiliser une plus-value potentielle qu'à partir du moment où elle a été réalisée

Aussi, cette posture, si elle était généralisée — « *the full fair value* » —, risque d'introduire des inconvénients majeurs, notamment en termes de volatilité des résultats et de sécurité des créanciers (*cf. infra*).

Un mécanisme incitatif : l'attribution d'options d'achat d'actions (stocks-options)

Ce quatrième instrument complète les précédents. Il repose sur le principe des options de titres qui ne représentent pas directement les titres, mais la possibilité de les acheter — ou de les vendre — à des conditions déterminées.

Dans le cas présent, le principe est le suivant : une société décide d'attribuer au(x) dirigeant(s) un nombre d'options d'achat d'actions de cette même société, à des conditions en général préférentielles (par exemple avec une décote sur le cours actuel) et sous certaines clauses (ne pas exercer ces options avant un délai déterminé). On voit immédiatement l'avantage pour le(s) dirigeant(s) bénéficiaire(s) : à l'expiration du délai convenu, deux hypothèses s'offriront :

— soit le cours sera plus élevé que le prix convenu et les intéressés pourront exercer leur droit ; c'est-à-dire acheter au prix convenu et revendre immédiatement au prix du marché, faisant un gain égal, aux frais près, au différentiel de prix ;

— soit le cours sera moins élevé que le prix convenu — quel qu'en soit le motif. Alors, les intéressés n'exerceront pas leur droit ; certes ils ne gagneront rien, mais ne perdront rien non plus.

Le mécanisme étant à espérance positive de gain et sans risque de perte ne pouvait qu'être bien accueilli par ses bénéficiaires.

Au plan du système de GE, il constitue une incitation puissante pour amener les bénéficiaires à se soucier en priorité de l'évolution du cours en Bourse, censé représenter l'intérêt des actionnaires.

La contradiction lancinante, depuis les analyses de A. Berle et G. Means, entre les intérêts des actionnaires et ceux des dirigeants est ainsi pour l'essentiel levée ; les uns et les autres possèdent désormais un objectif prioritaire commun : l'augmentation de la valeur boursière.

Un mécanisme disciplinant : les OPA-OPE

Les opérations de fusion-acquisition de firmes entre elles, par les modifications qu'elles entraînent dans les structures et les organes

de direction des entités concernées, créent un « marché du contrôle des entreprises » (*market of corporate control*) [Jensen et Ruback, 1983].

Elles ont un pouvoir de « discipline » sur les dirigeants des firmes concernées :

— pour ceux des firmes cibles, le point est évident : sauf exception, ils ont toutes chances d'être évincés et cette perspective peut les entraîner à adopter une position défavorable à l'opération, mais conforme à leur stratégie d'enracinement (*entrenchment*) ;

— les dirigeants de la firme initiatrice du projet de fusion-acquisition peuvent, quant à eux, être tentés par une opération de prestige, flattant leur volonté de pouvoir, mais pas forcément rentable pour l'actionnaire.

Le recours au raisonnement en termes de création de valeur permet d'éviter ces biais et par là de « discipliner » les dirigeants. L'opération projetée doit être considérée comme un investissement classique.

Pour la firme initiatrice, il peut être envisagé s'il crée de la valeur pour ses actionnaires, c'est-à-dire si ses revenus futurs dépassent le coût de financement, et ceci quelle que soit la formule adoptée pour l'opération : OPA (achat) ou OPE (échanges d'actions) ; l'opération est dite « relative ». En revanche, le projet doit être abandonné dans l'hypothèse inverse ; l'opération est dite « dilutive ».

Pour la firme cible, le raisonnement est identique ; les dirigeants, s'ils ne peuvent montrer que l'opération nuirait à leurs actionnaires, doivent l'accepter, fût-ce à leur détriment, quitte à bien négocier leur départ (*via un « parachute doré », golden parachute*).

Conclusion : La « boîte à outils » d'une GE « orientée actionnaire »

On voit enfin comment ces divers instruments opérationnels se complètent mutuellement dans une GE « orientée actionnaire » : les managers sont invités à n'effectuer que des investissements au-delà du coût de capital « requis » et éventuellement à rendre aux actionnaires le flux de liquidités disponibles.

Ce faisant, ils créeront de la valeur pour les actionnaires, ce qui se manifesterait par l'augmentation du cours des actions et se traduirait dans les bilans par l'évaluation de leurs composantes à la valeur de marché.

Comme ces dirigeants sont eux-mêmes bénéficiaires de *stocks-options*, ils seront fortement motivés à agir dans ce sens. En revanche, ils éviteront toute aventure de type OPA-OPE qui ne

créerait pas de valeur actionnariale et accepteraient de laisser la place si d'autres dirigeants proposaient une perspective plus rentable.

Ces instruments complètent ainsi le dispositif institutionnel pour conduire à un système de GE « orientée actionnaire », en fait reposant exclusivement sur l'évolution des cours des actions.

L'étude des comportements des acteurs est nécessaire pour compléter l'analyse du système de GE.

Calcul de l'EVA

Soit une entreprise disposant, en début de période, d'un montant K d'actifs investis, financés d'une part par des capitaux propres P , d'autre part par des dettes D , avec $K = P + D$.

Le résultat opérationnel avant règlement des charges d'intérêt et des impôts (*earning before interest and tax*, ou EBIT), pour la période considérée, est Re .

Si le taux usuel d'imposition est t , le résultat opérationnel ajusté au taux d'imposition (*net operating profit after tax*, ou NOPAT) ressort à $Re^* = R(1 - t)$.

Si le coût moyen pondéré du capital (*weight average cost of capital*, ou WACC) est ck , l'EVA (*economic value added*) est égale à l'excédent du résultat opérationnel ajusté sur la charge des capitaux investis, soit $EVA = Re^* - ck.K$.

Annexe : calcul de ck

Par hypothèse $ck = cp.P/K + cd.D/K$ avec cp et cd représentant respectivement les coûts unitaires des capitaux propres et de la dette.

Si i est le taux d'intérêt versé sur la dette, le coût effectif unitaire de la dette ressort à $cd = i(1 - t)$ pour tenir compte de la déductibilité fiscale de ces charges d'intérêt.

Si r^o représente le rendement sans risque (par exemple, obligations du Trésor public) et si p est la prime de risque exigée par les investisseurs, le coût unitaire des fonds propres est $cp = r^o + p$.

La prime p peut être calculée par plusieurs méthodes (par exemple le MEDAF — modèle d'équilibre des marchés financiers) ou tout simplement estimée par comparaison avec des situations observables.

Exemple :

Données : $K = 150$ avec $P = 100$ et $D = 50$ $Re = 30$

$t = 1/3$ $i = 6\%$ $r^o = 5\%$ $p = 5\%$

Calculs : $cd = 6\% (1 - 1/3) = 4\%$ $cp = 5\% + 5\% = 10\%$

$ck = 10\% \cdot 100/150 + 4\% \cdot 50/150 = 8\%$.

$Re^* = 30 (1 - 1/3) = 20$.

$EVA = Re^* - ck.K = 20 - 8\% \cdot 150 = 20 - 12 = 8$.

Cette firme « crée de la valeur » car les capitaux investis rapportent 20 (en flux ajusté de l'impôt) alors que la charge

moyenne de ces capitaux est de 12 ; la différence 8 représente la « valeur économique ajoutée » pour l'actionnaire.

IV / Les comportements des acteurs

L'étude d'un système de gouvernance ne peut se limiter à la présentation du dispositif institutionnel mis en place et des instruments utilisables pour le faire fonctionner. Comment les acteurs concernés s'insèrent-ils dans ce dispositif et l'animent-ils ? Comment utilisent-ils cette « boîte à outils » de la GE que constituent les procédures préconisées et les instruments disponibles ? Des réponses à ces questions dépendent l'efficacité du système de GE, la ligne de partage entre une « bonne gouvernance » et celle dont les dysfonctionnements sont tels qu'ils appellent à réformer le système de gouvernance lui-même.

Les acteurs engagés dans les processus de GE et concernés par eux sont nombreux. Pour aller à l'essentiel, on se centrera sur les comportements des dirigeants des firmes — dont les décisions constituent l'objet central de la GE — et sur ceux de leurs principaux partenaires financiers (gérants de fonds d'investissement, banquiers, intermédiaires et prestataires de services), partenaires divers mais que nous regrouperons sous le vocable d'« acteurs financiers ». Compte tenu de leur influence sur les dirigeants, ils seront étudiés en premier lieu (1), avant d'examiner les comportements des managers (2).

Comme pour le chapitre précédent, on se focalisera sur le mode dominant de GE, dit « orienté actionnaire ».

1. Les comportements des acteurs financiers

Banquiers d'affaires, auditeurs comptables, analystes financiers et gestionnaires de portefeuille exercent des métiers différents mais qui appartiennent tous au monde de la finance, lequel tend, au plan

international, à s'homogénéiser dans sa vision de l'économie et dans sa culture professionnelle

Les observations suivantes rappellent l'évolution de ce monde de la finance (professionnalisation des opérations, concentration des opérateurs) et pointent certaines pratiques et certains risques spécifiques (étalonnage, conflits d'intérêts).

Intermédiation et professionnalisation des opérations

Le circuit, fondamental pour toute économie, qui va de l'épargne à l'investissement associe classiquement l'image du ménage-épargnant à l'entrepreneur-investisseur. On pouvait, dans un idéal type, envisager cette relation au niveau de deux personnes ou d'un groupe limité de personnes, comme le prévoyait par exemple la forme, de nos jours tombée en désuétude, de la société dite « en commandite simple » (formule revenue à la mode, sous une forme légèrement différente, avec le concept de *business angel* associant un épargnant relativement fortuné et un jeune entrepreneur qui dispose essentiellement de ses idées et de son dynamisme comme capital ; formule qui a fait florès à l'âge d'or de la « nouvelle économie », avec des succès inégaux).

Le développement des grandes sociétés par actions et l'apparition d'une catégorie de dirigeants non directement liés à l'actionnariat avaient altéré cette image au profit de celle, popularisée par A. Berle et G. Means, du « petit actionnaire » pratiquement sans pouvoir effectif par rapport au « puissant manager ».

Cette nouvelle image d'Épinal est à son tour mise en cause du fait que l'épargne des ménages est de plus en plus « intermédiée », confiée à des fonds de placement chargés de la gérer pour le compte de l'épargnant. Ces fonds sont très variés, chaque grand circuit financier (banques, compagnies d'assurances, sociétés spécialisées) s'efforçant d'offrir à sa clientèle actuelle ou potentielle une offre suffisamment diversifiée pour couvrir les différentes attentes du marché.

- *Une gestion professionnelle de l'épargne.* — Cette institutionnalisation croissante du circuit de gestion de l'épargne a pour conséquence de placer comme interlocuteurs des entreprises désireuses de se faire financer non pas les épargnants individuels, mais les établissements de gestion collective et leurs responsables respectifs. Sur ce plan-là, la situation du ménage actionnaire rejoint celle du ménage titulaire d'un compte d'épargne, lequel était depuis longtemps intermédié *via* le système bancaire.

Une conséquence importante de cette nouvelle configuration est un changement dans la nature de la relation entre l'entreprise et ses actionnaires. Dès l'instant que ces derniers ne sont pas présents directement, mais *via* les fonds d'épargne, la relation devient « entre professionnels » : ceux de l'entreprise et ceux du ou des fonds concerné(s). En termes de marketing, on dirait que la relation qui était du type « *B 2 C* » (*business to customer*) devient du type « *B 2 B* » (*business to business*).

Plus exactement, on observe que la relation actionnaires-sociétés est éclatée en deux — ou plusieurs — segments distincts : le segment « aval », qui met en relation les responsables des sociétés et ceux des fonds d'investissement, est clairement devenu une affaire de professionnels relevant du « *B 2 B* ». En revanche, le segment « amont », celui de la collecte de l'épargne des ménages, reste — par définition — l'affaire des grands circuits de collecte, et donc relève toujours d'une approche « *B 2 C* ». Les techniques employées sont celles du marketing consommateurs et les réactions de ces épargnants-clients à ce niveau relèvent du consumérisme et non de la GE. Sauf quand ces initiatives ont pris une telle ampleur qu'elles se sont institutionnalisées et qu'elles tendent à être gérées d'une manière quasi professionnelle (comme les associations d'actionnaires individuels). Ces dernières créent alors à leur tour des relations de type « *B 2 B* » avec les autres agents financiers, mais alors souvent de type « *B 2 C* » avec leurs propres adhérents...

Ainsi, le mouvement de GE dépeint hâtivement comme le « retour de l'actionnaire » exprime plus la professionnalisation de la relation entre les responsables des entreprises et ceux des fonds d'investissement qu'une véritable implication des ménages actionnaires.

Internationalisation et concentration des opérateurs

Cette seconde tendance est liée à la précédente. L'intermédiation croissante qui caractérise le circuit épargne-investissement et la professionnalisation de sa gestion ont transformé les institutions en charge de cette intermédiation en entreprises soumises à leur tour aux lois de la concurrence et du marché. Celles-ci ont été, par là, entraînées dans le mouvement de mondialisation qui a, peu ou prou, concerné, depuis plusieurs dizaines d'années, la plupart des secteurs d'activité économique.

À cet égard, le secteur financier n'est pas en reste et, au contraire, a pu être considéré comme un des vecteurs principaux de cette mondialisation, la finance et plus généralement les services financiers se

prêtant, par leur nature même, plus facilement aux opérations d'internationalisation que d'autres secteurs productifs.

Qui dit internationalisation dit concentration. Dans un marché élargi à la planète, les entreprises opérant dans le secteur financier ont dû, à l'instar de celles relevant d'autres secteurs d'activité, se concentrer soit par des rythmes de croissance interne très différenciés, soit, plus classiquement, par des opérations de croissance externe.

Ainsi, se sont progressivement mis en place, pour la plupart des sous-secteurs de la finance et des services financiers, des « oligopoles à frange », composés d'un petit nombre de multinationales dominant le sous-secteur considéré et cohabitant avec une ou des « frange(s) » en position de partenaires (par exemple une banque locale), de sous-traitance (telle une maison de conservation des titres) ou occupant un créneau de marché particulier (cas des agences de notation).

Il faut noter que les Bourses elles-mêmes sont devenues des sociétés commerciales et donc, à leur tour, engagées dans les processus d'internationalisation et de concentration — notamment dans le cadre de la construction de l'espace européen —, mouvement qui les amène à constituer, à ce jour, un oligopole mondial. Ainsi, en septembre 2000, les trois Bourses de Paris, Bruxelles et Amsterdam — rejointes depuis par celle du Portugal —, ont fusionné pour créer Euronext NV, se situant au deuxième rang européen après la Bourse de Londres. Cette dernière, après avoir envisagé une fusion avec la Bourse de Francfort — projet iX — a subi une tentative d'OPA venant de la Bourse de Stockholm. Le processus de restructuration devrait se poursuivre...

Pratiques d'étalonnage, gestion indicielle et risque de court-termisme

Cette troisième tendance caractérisant les comportements des acteurs financiers s'inscrit dans le même contexte que les précédentes : la gestion de l'épargne se professionnalisant, se mondialisant et ses opérateurs devenant eux-mêmes des firmes multinationales au sein de structures de marché oligopolistiques, il est naturel que les comportements de ces opérateurs reproduisent ceux des marchés d'oligopoles.

Dans un oligopole, chaque concurrent connaît, souvent avec précision, les positions, forces et faiblesses de ses compétiteurs. En dehors de la tentation de mise en place d'ententes, voire de cartels — pratiques restrictives sur lesquelles les autorités chargées de la

concurrence sur les marchés restent attentives —, chacun essaie de faire mieux ou au moins aussi bien que ses concurrents et d'en importer les « meilleures pratiques » (*best practices*). On assiste alors au développement de pratiques d'étalonnage (*benchmarking*) ; la performance de chaque compétiteur étant appréciée par rapport à celles de ses concurrents.

Les entreprises du secteur financier échappent d'autant moins à cette tendance que la nature immatérielle de leurs activités facilite cette comparaison permanente qui peut se traduire, pour chaque catégorie de produits, en termes d'indicateurs relativement simples (par exemple les taux de rentabilité sur trois mois, sur un an, sur cinq ans...). Par là, les pratiques d'étalonnage sont devenues générales et quasi obsessionnelles dans le comportement des opérateurs financiers. Elles sont par ailleurs exacerbées par la multiplication des tableaux comparatifs, donnant les meilleures (et *a fortiori* les moins bonnes) performances des différents compétiteurs par catégories de produits ; palmarès qui constituent pour les intéressés un argument commercial — quand ils leur sont favorables — et une invitation à mieux faire — dans tous les cas.

- *Gestion indicielle.* — La gestion dite indicielle est liée à cette généralisation des pratiques d'étalonnage. Si la performance d'un intermédiaire financier est essentiellement appréciée en termes relatifs par rapport à celles des autres compétiteurs, alors il convient de se placer près de la moyenne du marché et de tenter, par quelques opérations, ici audacieuses, là prudentes, de faire mieux que la moyenne et — comme le disent les opérateurs — de « battre l'indice ».

En effet, pour chaque catégorie d'opérateurs — et, s'agissant des gestionnaires d'actifs financiers, pour chaque catégorie d'actifs sous gestion —, un indice de référence est défini, permettant d'apprécier l'évolution de la catégorie d'items concernés, dans un espace et pour une période donnés.

Les différents opérateurs tenteront alors, chacun avec ses moyens et son savoir-faire, de « battre l'indice » dans son secteur de référence, afin de faire progresser la notoriété du fonds concerné, de fidéliser la clientèle et d'attirer de nouveaux clients, enfin de récompenser les adroits gestionnaires (par attribution de bonus ou de *stocks-options*).

La production de ces indices est elle-même devenue une activité à part entière et les acteurs qui les produisent sont soit des départements spécialisés d'autres institutions (comme les Bourses de valeurs), soit des entreprises autonomes qui, à l'instar des

précédentes, contribuent au mouvement général d'internationalisation et de concentration.

- *Court-termisme* — Une dernière conséquence de cette généralisation de ces pratiques d'étalonnage est, sans ambiguïté, un raccourcissement des horizons d'appréciation de la performance (l'année, le semestre, le trimestre, le mois...). Ce phénomène, quasi général, porte en lui des risques dits de « court-termisme », s'il amène les acteurs concernés à vivre et agir au rythme de performances de plus en plus conjoncturelles et systématiquement étalonnées.

Conflits d'intérêts potentiels

La professionnalisation et la sophistication des opérations financières, leur internationalisation et la concentration qui en résulte pour les opérateurs amènent ces derniers à penser leur développement en termes stratégiques comparables à ceux de toutes les entreprises, notamment les multinationales de services. Ces entreprises cherchent, tout naturellement, à développer les activités les plus intéressantes, celles dont le potentiel de croissance et/ou de rentabilité est le plus significatif eu égard aux ressources à engager.

Les ressources des entreprises intervenant dans le champ de la finance reposent principalement, outre leur puissance financière proprement dite, sur le savoir-faire de leurs équipes, leurs connaissances, leurs réseaux, leur expérience accumulée. Ce potentiel peut être mis à profit pour développer des activités complémentaires à forte valeur ajoutée (ingénierie financière, activités de conseil...); mais cela peut poser des risques de conflits d'intérêts parfois délicats.

Les deux situations de conflits d'intérêts potentiels les plus manifestes concernent respectivement la situation des analystes financiers et celle des contrôleurs de comptes, mais il s'en trouve parfois d'autres, par exemple au sein des conseils d'administration.

- *L'indépendance des analystes et gestionnaires d'actifs*. — Les analystes financiers, qu'ils travaillent pour le compte d'offres ou de demandeurs potentiels de titres (dits *sell side* ou *buy side*), devraient pouvoir s'exprimer en toute autonomie, abstraction faite des institutions auxquelles ils appartiennent. Lorsque ces dernières constituent, ce qui est fréquent, un département « gestion d'actifs » (*assets management*) d'un groupe financier important — en général banque ou compagnie d'assurances —, ce département devrait lui-même être totalement autonome par rapport au reste du groupe

concerné, afin que leurs activités respectives n'interfèrent pas. Selon l'expression consacrée, on dit qu'une « muraille de Chine » doit séparer ces activités afin que les fonds d'épargne collectés ne soient pas utilisés, par exemple, par les dirigeants du groupe financier dans les opérations que ce groupe mène, pour lui-même, comme banque d'investissement et de financement. Comme on le verra avec la crise récente (*cf. infra*, chap. v) une telle « muraille de Chine » était tout sauf assurée.

• *L'indépendance des contrôleurs de comptes.* — Les mêmes principes amènent *a fortiori* à postuler l'indépendance des organes chargés de la révision et de la certification des comptes, notamment ceux des grandes sociétés faisant appel à l'épargne (*public corporate*). Le risque de conflit d'intérêt concerne cette fois l'activité d'assistance et de conseil que ces organes peuvent être amenés à apporter auprès des sociétés dont ils audient les comptes. Ce risque potentiel est d'autant plus élevé que les comptes de la société concernée sont complexes et que, par là, le travail effectué pour préparer l'audit constitue un investissement lourd, lequel, s'il est déjà réalisé par l'activité d'audit, permet d'améliorer les marges, par ailleurs plus discrétionnaires, de l'activité de conseil.

Là également, ce risque potentiel s'est avéré réel, comme la crise des années 2000 l'a révélé (*cf. infra*).

2. Les comportements des dirigeants des entreprises

Comment les entreprises, *via* leurs dirigeants, réagissent-elles aux nouveaux comportements de leurs partenaires financiers visant à leur faire adopter une attitude générale et des choix stratégiques orientés prioritairement, voire exclusivement, vers la satisfaction des actionnaires ? Comme on l'a noté *supra*, ce « retour de l'actionnaire » traduit l'apparition d'interlocuteurs puissants s'exprimant au nom de celui-ci et professionnalisant la relation dirigeants-actionnaires.

Dans ces nouvelles relations interentreprises que constituent, en fait, les systèmes contemporains de GE, les dirigeants des firmes visées sont amenés à s'adapter :

— en premier lieu, en infléchissant leurs choix stratégiques, parfois en les inversant par rapport au passé ;

— ensuite, en modifiant leurs structures, leur organisation, leur processus d'incitation et de contrôle, c'est-à-dire leurs systèmes de management ;

— enfin — parfois surtout — en « mettant en scène » la représentation de leurs performances et en faisant de la communication sur celle-ci un objet de management.

Nous présenterons quelques observations sur chacun de ces points, en nous appuyant sur des travaux récents [Ponsard et Plihon *et al.*, 2001 ; Pérez, Palpacuer *et al.*, 2002] et en prenant comme exemple le groupe Danone, dont l'évolution, au cours de la dernière décennie, peut être considérée comme significative du passage d'un modèle de firme managériale à un système de GE « orienté actionnaire »¹.

La révision — parfois déchirante — des choix stratégiques

Pour aller à l'essentiel, on se focalisera sur trois niveaux de décisions interdépendantes dont le contenu et la cohérence déterminent le dispositif central des stratégies des firmes.

Le premier niveau de décisions stratégiques correspond à la politique concurrentielle : sur quels produits-marchés la firme doit-elle être présente ? Avec quel positionnement ? Quelle configuration doit-elle donner à son portefeuille d'activités ?

Le second niveau est celui de la politique organisationnelle (au sens large du terme) : comment produire —, ou faire produire —, acheter, vendre ? Avec quels actifs ? Quelle configuration donner au système opérationnel ?

Le troisième niveau est celui de la politique financière : comment financer le système opérationnel et les investissements requis ? Avec quelles ressources ? Quelle configuration donner aux structures de financement ?

• *Le choix des portefeuilles d'activités : de la diversification au recentrage.* — La stratégie de la firme managériale a été celle du développement de son portefeuille d'activités, selon les deux axes majeurs décrits par Igor Ansoff [1965] : l'expansion sur la base des activités actuelles et la diversification par adjonction de nouvelles activités. Ce second axe était apparu particulièrement prometteur, car il augurait d'une compensation possible des aléas pesant sur des

1. L'auteur et les collectifs de recherche auxquels il participe (ERFI et GRAAL, Montpellier) sont attentifs, depuis une quinzaine d'années, à l'évolution du groupe Danone (autrefois BSN) — et plus largement des multinationales agro-alimentaires, via la base Agrodاتا de Montpellier [Pérez, 1988-1995 ; Galliano et Pérez, 1996 ; Rastoin *et al.*, 1998, Pérez *et al.*, 2000 ; Pérez, Palpacuer *et al.*, 2002, Lacroix *et al.*, 2002].

Principales phases du développement du portefeuille d'activités du groupe BSN (1970-1990)

Le groupe, créé en 1966, initialement verrier, a tenté de devenir un grand de ce secteur (tentative d'OPA sur Saint-Gobain en 1968). Cette opération ayant échoué, il a décidé de jouer la carte de la diversification dans l'agro-alimentaire, secteur où sa présence était modeste (Évian, Kronenbourg)

— 1970 : bière (Européenne de brasseries),

— 1972 : produits laitiers frais (Gervais-Danone),

— 1980 : épicerie (Générale alimentaire),

— 1984 : champagne (Pommery et Lanson),

— 1986 : biscuits (Générale Biscuit).

Source : Pérez [1998/95] et Agrodatab Montpellier.

activités distinctes, gage d'une compensation du risque, conformément à la théorie du portefeuille¹.

Durant les trente glorieuses, la plupart des firmes, notamment en Europe, se sont adonnées, parfois sans compter (*cf. infra* : Financement), à ces politiques de développement de leurs portefeuilles d'activités.

Le groupe Danone — alors BSN — en constitue un archétype (*cf. encadré*).

L'avènement de la GE « orientée actionnaire » a modifié considérablement cette conception et ceci sur plusieurs points essentiels.

Tout d'abord en considérant qu'une opération visant à développer le potentiel d'activité, qu'elle soit réalisée directement par la firme (croissance interne) ou par le moyen d'une fusion-acquisition (croissance externe), était un investissement nouveau relevant, à ce titre, de l'analyse des choix d'investissement (*capital budgeting*) et donc à examiner selon les règles en la matière, c'est-à-dire à n'effectuer que si cet investissement avait un impact positif en termes de « création de valeur » (*cf. supra*, chap. III).

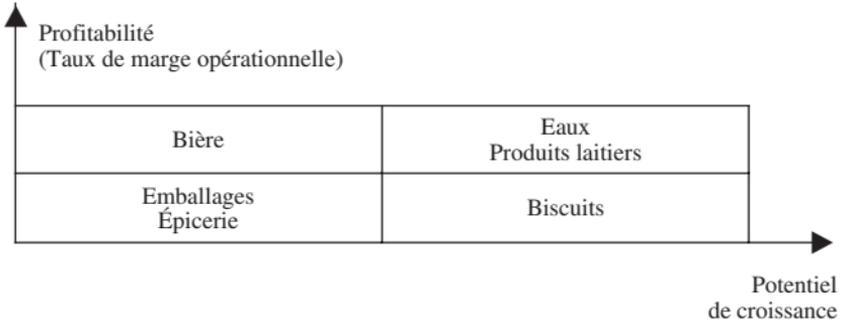
Ensuite, en étendant ces mêmes principes d'analyse aux activités actuelles, en les considérant comme émanant de quasi-firmes autonomes (*strategic business units*) et en soumettant leurs performances à un étalonnage permanent entre elles et avec leurs compétiteurs respectifs. Ceci afin de se recentrer sur les meilleures d'entre

1. Dans une approche espérance-variance à la Markovitz, si chaque titre est représenté par une variable aléatoire dont l'espérance exprime la rentabilité et la variance exprime le risque, un portefeuille diversifié présentera un risque moindre qu'un portefeuille non diversifié. Ainsi, Samuelson a pu affirmer : « *Diversification must pay.* »

La stratégie de recentrage du groupe Danone (1995-2002)

Les positions de compétitivité des différentes branches du groupe sont appré-

ciées à partir de deux indicateurs principaux :



— le taux de croissance organique (c'est-à-dire hors effet de périmètre et de change) en % d'évolution d'une année sur l'autre ;

— le taux de marge opérationnel (résultat opérationnel en % du chiffre d'affaires).

Ces deux indicateurs permettent de dresser des « cartes de compétitivité », combinant potentiel de croissance et profitabilité.

Carte de compétitivité du groupe Danone

La politique de recentrage suivie par le groupe Danone a entraîné les abandons successifs des branches dont le positionnement sur l'un et/ou l'autre de ces critères était considéré comme insuffisant :

— 1996 : emballage,

— 1997 : épicerie,

— 2001 : bière.

L'affaire LU qui a défrayé la chronique en 2001 se situait dans cette même logique d'étalonnage et de focalisation sur le « maillon faible » (les indicateurs profitabilité-croissance étant sensiblement inférieurs dans le biscuit par rapport aux deux branches « stars », eaux minérales et produits laitiers frais). Le dilemme stratégique posé était restructuration ou cession de la branche.

En 2002, la même logique a continué à orienter les choix stratégiques du groupe ; ceci à l'intérieur même des deux branches majeures (cf. accord avec Coca-Cola sur l'eau embouteillée aux États-Unis).

Source : Pérez et al. [2000, 2002].

elles, laissant aux autres le choix de se restructurer (pour redresser leurs performances) ou d'être abandonnées (politique dite du « maillon faible », qui améliore mécaniquement la performance moyenne).

Enfin, en considérant que la question de la diversification du portefeuille d'activités afin de diminuer le risque global attaché à ce portefeuille n'était pas véritablement le problème des dirigeants de

la firme, lesquels avaient plutôt intérêt à se concentrer sur les activités qu'ils maîtrisaient le mieux, quitte à devenir des compétiteurs hyperspécialisés (*pure players*). Cette diversification restait souhaitable — Samuelson l'avait démontré ! —, mais il appartenait aux gérants de fonds d'investissement d'en faire leur affaire en composant leurs portefeuilles de titres avec les équilibres désirés en termes de couples rentabilité-risque.

Toutes ces raisons ont convergé pour signifier la fin de la diversification « à la Ansoff », au profit des opérations de recentrage sur les activités — et, à l'intérieur de celles-ci, sur les segments — considéré(e)s comme les plus intéressan(t)e(s).

Les décisions stratégiques prises par le groupe Danone, ces dernières années, concernant son portefeuille d'activités, illustrent cette mutation.

• *Le choix des systèmes opérationnels : de l'intégration à l'externalisation et à l'allègement des actifs investis.* — Ce second niveau de décision complète le précédent et s'inscrit dans la même logique de révision des finalités stratégiques.

La firme traditionnelle recherchait la puissance ; son modèle a longtemps été ces « empires » que représentaient, par exemple, les maîtres de forges (les Krupp ou Thyssen en Allemagne, les Schneider ou de Wendel en France...), puis les magnats de l'automobile, du pétrole, de la chimie, du textile... Le passage du capitalisme familial au capitalisme managérial n'avait pas modifié radicalement ce modèle ; au contraire, les managers — comme l'avait montré O.E. Williamson dans sa thèse [1964] — pouvaient trouver dans les signes extérieurs de puissance de la grande firme quelques compensations à la modestie de leur patrimoine. L'heure était alors aux organisations intégrées : des mines de charbon et de fer aux industries mécaniques pour les uns, du puits de pétrole aux pompes à essence pour les autres, le tout accompagné d'investissements d'appui (logistique), voire hors exploitation, notamment dans l'immobilier (sièges sociaux, logements ouvriers...).

La révolution qu'a représentée la GE repose sur les principes précédemment évoqués : toutes ces opérations, ces manifestations de puissance représentent des investissements, c'est-à-dire des capitaux engagés sur la rentabilité desquels il convient de s'interroger au même titre et avec les mêmes instruments d'analyse que pour l'étude d'un nouveau projet.

Il est apparu alors que beaucoup de ces investissements avaient une rentabilité faible, voire nulle et que, en conséquence, ils ne

couvraient pas le « coût du capital », même en considérant une estimation modérée de ce dernier.

- « Outsourcing must pay » ou le régime minceur. — L'heure est alors venue d'inverser la tendance, de supprimer ce « gaspillage » du capital et d'« économiser » celui-ci. Ce fut la raison principale de l'externalisation (*outsourcing*). Certes, de tout temps, les grandes firmes ont recouru à la sous-traitance, mais c'était, en général, pour faire face à des aléas conjoncturels ou pour effectuer des opérations spécifiques (ainsi dans le textile, l'automobile, la construction aéronautique...). Cependant, le phénomène n'avait pas pris l'ampleur qu'il a de nos jours, avec la tendance de « firme sans usines » qui commence à apparaître (cas de Dell en informatique, de Sara Lee en confection, de Coca-Cola en boissons...) et qui constitue, pour certains industriels, le modèle d'entreprise (*business model*) d'avenir (cf. déclaration de S. Tchuruk concernant Alcatel).

Cette politique d'amincissement des actifs investis (dite de « *lean capital* ») a un effet immédiat en termes de GE. En effet, elle diminue le stock de capital engagé, ce qui, à flux comparables de résultats d'exploitation, augmente d'une manière mécanique les taux de rentabilité.

Au-delà des actifs productifs, cette politique de réduction du périmètre est encore plus nette pour les autres catégories d'actifs accumulés au cours du temps dans une démarche plus patrimoniale qu'industrielle — biens immobiliers, participations diverses — ; actifs qui n'étaient mobilisés qu'à l'occasion d'une opération d'investissement exceptionnelle ou pour faciliter un problème de succession. La même doctrine d'optimisation du capital investi, prônée par la GE, a amené une politique systématique de cessions de ces divers actifs non stratégiques : sièges sociaux, logements, participations « dormantes »...

- *Le choix des systèmes de financement : de la « gratuité » des fonds propres à la prise en compte du coût du capital.* — Ce troisième volet des décisions stratégiques est celui pour lequel le changement de paradigme, imposé par la GE « orientée actionnaire », est le plus net.

Le schéma classique de financement de l'investissement repose sur le couple autofinancement-emprunt, ce dernier ayant le statut d'un autofinancement anticipé, *via* les annuités de remboursement auxquelles il est soumis. Le rôle des fonds propres est alors passif, correspondant à la couverture des risques liés à la mise en œuvre dudit investissement et des besoins en fonds de roulement qui lui

sont associés. L'émergence de grandes sociétés cotées et la possibilité offerte à ces dernières de recourir à des émissions de titres comme moyen de financement avaient constitué un moyen exceptionnel, pour les dirigeants de ces grandes sociétés, d'assurer le financement de leur croissance, notamment de leur croissance externe [Pérez, 1995].

La plupart des grandes firmes cotées ont utilisé cette facilité offerte par les émissions d'actions pour financer une part importante de leurs opérations d'investissements. Dans une optique managériale, cette source de financement, apparemment sans contraintes — contrairement à la dette —, pouvait donner l'impression d'une marge de liberté, voire d'une gratuité. Ainsi l'ancien président du groupe Danone avait pu s'exclamer : « Pendant près de trente ans, les acquisitions de BSN ne lui ont pas coûté un sou ! »

L'apparition de la GE « orientée actionnaire » va mettre un terme à cette pratique, plus exactement va l'encadrer dans une problématique nouvelle¹. Il est clair que tout financement a un coût, ne serait-ce qu'un coût d'opportunité. Si le recours aux fonds propres ne présente pas les mêmes coûts et risques que l'endettement tant en termes de règlement des charges d'intérêt que de remboursement de la dette échue, il n'en présente pas moins des coûts et risques spécifiques.

- *Les deux aspects de l'effet de dilution.* — Parmi ceux-ci, le principal est constitué par l'effet de dilution qui accompagne l'augmentation des fonds propres par émission de nouvelles actions, amenant les anciens actionnaires à partager avec les nouveaux arrivants les droits que confère la détention d'actions.

L'approche managériale de la firme n'ignorait pas cet effet de dilution, mais le considérait seulement sous l'angle du pouvoir, le bloc de contrôle — si tant est qu'il existât — pouvant diminuer si les actionnaires concernés ne participaient pas aux nouvelles émissions et la direction de l'entreprise pouvant s'en trouver déstabilisée (cette situation avait été celle du groupe BSN en 1986 ; cf. *supra*).

1. Nouveauté toute relative si l'on considère que cette problématique est celle du « coût du capital » (*cost of capital*), mise au point à partir des travaux fondateurs de Modigliani et Miller [1958] et bien connue en finance depuis plusieurs dizaines d'années. Ce décalage considérable — près de trente ans — entre l'élaboration de la théorie du coût du capital et son application dans les outils de mesure de la création de valeur [Rappaport, 1987] est étonnant et justifierait une étude spécifique. On peut penser, pour esquisser une hypothèse, que ce retard exprime les réticences des professionnels à utiliser des concepts dont la validation repose sur des hypothèses trop restrictives pour être réalistes.

L'approche GE « orientée actionnaire » met l'accent sur l'autre aspect de la dilution : celui de la participation des nouveaux actionnaires aux bénéfices futurs de la société et aux plus-values éventuelles en cas de réalisation de tout ou partie de ses actifs.

Le moyen de résoudre ce problème est relativement simple : il convient de s'assurer que l'opération d'investissement envisagée sur la base de l'augmentation prévue du capital — par exemple pour un règlement en titres d'une acquisition — crée *in fine* de la valeur pour l'actionnaire, c'est-à-dire présente un taux de rentabilité supérieur au coût de ce capital additionnel. Si cela est le cas, l'opération est à « effet relatif » et doit être recommandée ; dans le cas contraire, elle est à « effet dilutif » et doit être déconseillée.

Le marché financier devient par là juge de l'opportunité des investissements, ce qui limite considérablement la capacité discrétionnaire du management.

Celle-ci l'est d'autant plus que les dirigeants ont été incités à « rendre à l'actionnaire » les excédents de trésorerie disponibles (*free cash flow*).

- *Les avantages du rachat d'actions.* — Cette restitution aux actionnaires, quand elle prend la forme classique d'un rachat d'actions, a elle-même un effet relatif dans la mesure où le nombre d'actions donnant droit à rémunération diminue.

L'opération a par ailleurs un effet mécanique de soutien des cours, ce qui peut être intéressant à plusieurs titres.

Elle présente enfin un troisième avantage, important du point de vue de la GE « orientée actionnaire » : lorsqu'une nouvelle opportunité d'investissement se présentera, les managers, à court de trésorerie, ne pourront plus l'autofinancer — ou pas suffisamment — et devront donc s'adresser au marché. Ce dernier sera alors à même d'apprécier cette opportunité, notamment en termes de création de valeur actionnariale.

- *Le retour en faveur de la dette.* — Ce mouvement complète le précédent. La firme managériale, si elle recourait à la dette, le faisait lorsqu'elle y était obligée, compte tenu des contraintes que le service de la dette fait peser traditionnellement sur l'entreprise ; cette prudence, fondée sur l'aversion face au risque, rejoignait celle du banquier, soucieux de la solvabilité de son client.

La GE a fait évoluer cette approche, pour plusieurs raisons convergentes.

Tout d'abord, la prise en compte du coût du capital dans son ensemble et non seulement des charges explicites des emprunts a

fait apparaître que, très souvent, le coût de ces emprunts, y compris la prime de risque de défaillance qui leur est attachée, est très sensiblement inférieur au coût des fonds propres, tel que ce dernier résulte de la rémunération attendue d'un actif non risqué et d'une prime de risque liée aux caractéristiques du secteur d'activité de la firme et aux caractéristiques spécifiques de la firme elle-même. Cet écart est accru par la déductibilité fiscale des charges d'intérêt qui en diminue le coût au prorata du taux d'imposition (*cf.* méthode de calcul rappelée *supra*). Au total, le différentiel de coûts peut aller du simple au triple, constituant un argument puissant en faveur du recours à l'emprunt.

En second lieu, le recours à la dette, pour un montant donné d'investissement à financer, permet d'économiser d'autant les fonds propres et ainsi d'améliorer la rentabilité relative de ces derniers, accentuant l'« effet de levier » (*leverage*).

Enfin, l'emprunt, du fait même des contraintes qu'il impose en termes de paiement des charges d'intérêt et de remboursement, appelle une affectation prioritaire des flux de liquidité, les rendant par là indisponibles pour un réinvestissement aventureux. Cette contrainte, qui était considérée comme un inconvénient dans la conception managériale, devient une qualité dans la conception de la GE « orientée actionnaire ». On a pu dire que la dette avait une vertu « disciplinaire », au sens qu'elle concourait, avec les autres instruments incitatifs (comme les *stock-options*), à encadrer l'action des dirigeants en en restreignant la « latitude managériale » (selon l'expression de G. Charreaux [1996]).

Ainsi le dispositif de GE « orientée actionnaire » dispose de tout un ensemble de moyens d'action pour contrôler les dirigeants et les faire agir dans le sens conforme aux intérêts des actionnaires.

La modification des systèmes de management

Le management stratégique d'une entreprise s'exprime à la fois par les choix stratégiques retenus et par les systèmes de management qui mettent ces décisions en œuvre et sans lesquels celles-ci resteraient virtuelles. Quels systèmes de management correspondent à la révision — parfois déchirante — des choix stratégiques dans le sens d'une GE « orientée actionnaire » ?

On mettra l'accent sur trois points cruciaux, chacun d'entre eux étant éclairé par un exemple ou une disposition significative :

— la structure organisationnelle : les unités d'activités stratégiques ;

- les mesures incitatives en direction des dirigeants : *stocks-options* et marché des dirigeants ;
- les systèmes d'information et de communication : création de valeur et communication financière.

• *Une structure organisationnelle plus déconcentrée.* — Le débat sur la structure organisationnelle de l'entreprise a, depuis longtemps, retenu l'attention tant des consultants que des chercheurs. Si la firme, dans sa forme canonique réduite à l'entrepreneur, n'a pas, par hypothèse, de problème de structures, il n'en va pas de même pour les entreprises d'une certaine taille et ce problème se complexifie avec l'augmentation de dimension, les problèmes de la grande entreprise n'étant pas homothétiques de ceux posés à la petite ou la moyenne.

La grande entreprise de l'ère managériale a pu adopter différents types de structures [Chandler A.D., 1977] adaptées aux contraintes de ses activités. Ainsi a-t-on pu observer des structures intégrées dans lesquelles chaque grande fonction (achat, production, vente...) était centralisée, des structures plus déconcentrées par branches et/ou pays d'implantation, des structures mixtes dans lesquelles certaines fonctions étaient déconcentrées et d'autres restaient intégrées.

La GE « orientée actionnaire » pousse à l'adoption d'une structure organisationnelle plus déconcentrée. En effet, celle-ci permet de prolonger, à l'intérieur même de l'entreprise, le raisonnement en termes de performances relatives que les actionnaires, *via* les gérants des fonds d'investissement qui les représentent, font entre les différentes titres de leurs portefeuilles. La pratique de l'étalonnage devient alors un instrument de gouvernance interne, c'est-à-dire du management des responsables d'unités, et alimente par ailleurs la communication financière externe de l'entreprise.

Le concept d'unités — ou domaines — d'activités stratégiques (*strategic business units*, SBU) correspond à cette orientation ; il correspond à un ensemble de produits-marchés bien identifié et suffisamment homogène pour que l'on puisse apprécier sa performance. Sous la responsabilité d'un cadre ayant une réelle délégation de pouvoir, la SBU dispose de différents moyens en capitaux, hommes et actifs de production, ressources qui lui sont allouées par le siège central sous des conditions définies. De même ces unités peuvent recourir à des prestations fournies par les organes et structures qui restent communs (par exemple centre de recherche) ou par d'autres unités du groupe (par exemple action commerciale conjointe), mais également sous des conditions définies.

On voit que le concept de SBU revient à introduire des quasi-firmes à l'intérieur de la firme et à développer, en les affinant et les intériorisant, les principes de GE.

- *Les mesures incitatives. Le marché des dirigeants.* — Tout système de gouvernance dispose de mécanismes incitatifs — de même qu'il doit disposer de mécanismes de sanctions. Parmi la panoplie d'instruments disponibles, le plus adapté au système de GE « orientée actionnaire » est celui des bonus et primes sous la forme de bons de souscriptions d'actions (*stocks-options*) qui ont été présentés *supra* (chapitre III).

D'autres modalités de management des dirigeants ont été mises au point ; ainsi, les clauses de garantie leur procurant des dédommagement substantiels — dits parfois « parachutes dorés » (*golden parachutes*) — en cas de rupture de contrat ; ce qui peut arriver dans l'hypothèse d'une OPA/OPE réussie sur la firme de ces dirigeants ; ceux-ci seront, en conséquence, moins enclins à pratiquer une politique d'enracinement (*entrenchment*).

Toutes ces mesures incitatives tendent à créer une catégorie spécifique d'agents — les managers — pouvant exercer des fonctions de dirigeants dans différentes entreprises, de différentes tailles, appartenant à différents pays et différents secteurs d'activité, mais travaillant selon des principes comparables, orientations managériales dont la principale est la création de valeur actionnariale. Ces « mercenaires haut de gamme » — comme ils ont pu être surnommés — alimentent un « marché des dirigeants » sur lequel s'approvisionnent les firmes moyennes et grandes, notamment les multinationales.

- *Des systèmes d'information et de communication privilégiant le reporting interne et la communication financière externe.* — Si la GE « orientée actionnaire » pousse à l'adoption d'une structure organisationnelle déconcentrée, elle incite en revanche à développer un système d'information et de communication puissant et centralisé. Ces deux orientations sont liées : c'est parce que la firme a créé des unités opérationnelles relativement autonomes qu'elle a besoin, avec une périodicité de plus en plus courte allant jusqu'à la fourniture instantanée, d'informations en provenance desdites unités sur les différents aspects de leurs activités et sur les performances qu'elles réalisent.

On assiste alors à la mise en place d'un système et de procédures de rapports (*reporting*), de plus en plus contraignants, pas tant au plan technique, compte tenu des possibilités offertes par les

Quelques exemples de concentration des opérateurs financiers

Banques d'affaires

La plupart des grandes opérations financières dans le monde, notamment les fusions-acquisitions transnationales, sont effectuées par un petit nombre — une dizaine — de grandes banques d'affaires ; ainsi pour le premier semestre 2002 : Golman Sach (1), Morgan Stanley (2), Merrill Lynch (3), Crédit Suisse-First Boston (4), Citigroup/Salomon Smith Barney (5), JP Morgan (6), Deutsche Bank (7), UBS Warburg (8), Lehman Brothers (9), Lazard (10). — *Source* : Thomson Financial.

On observera le poids des opérateurs anglo-saxons et la faiblesse relative de ceux émanant d'autres pays, notamment la France.

Cabinets d'audit

Il y a une vingtaine d'années, huit grands réseaux d'audit — les *big eight* —

dominaient déjà la scène internationale. Des concentrations successives ont ramené ce nombre à sept, six, puis cinq — les *big five* — : Andersen, Deloitte & Touche, Ernst & Young, KPMG, Pricewaterhouse Coopers (PWC).

La disparition d'Endersen, compromis dans l'affaire Enron, a réduit, en 2002, cet oligopole de cinq à quatre membres (les *big four*, parfois appelés les *fat four*).

Bourses de valeurs

La grande place boursière mondiale reste le New York Stock Exchange (NYSE) dont la capitalisation boursière est égale à la somme de ses principaux concurrents : le NASDAQ (deuxième), les Bourses de Tôkyô (troisième) et de Londres (quatrième), Euronext (cinquième), les Bourses allemande (sixième), canadienne (septième), italienne (huitième), suisse (neuvième) et celle de Hong-Kong (dixième).

technologies de traitement de l'information, mais en termes de préoccupation et de pression sur les cadres concernés.

De même, c'est la pression que les managers de ces firmes subissent de leurs partenaires financiers (analystes financiers, gérants de fonds...) qui explique l'importance donnée à la présentation et l'analyse comparée des performances financières dans la communication externe de l'entreprise.

On assiste alors à une surreprésentation de la performance et de la communication financière à son sujet qui devient non seulement reflet mais objet de management.

Au-delà du risque de « court-termisme » déjà évoqué, un nouveau risque apparaît, celui né de la tentation de jouer sur l'instrument lui-même, c'est-à-dire sur le système d'information et sur les indicateurs de représentation des performances ; dérive que la crise du mode de GE « orientée actionnaire » a révélée et qui sera analysée dans la partie suivante.

Conclusion : Une GE fondée sur un modèle boursier

L'analyse du système de GE « orientée actionnaire », tant au niveau de son dispositif institutionnel et des instruments dont il dispose qu'au niveau des comportements des dirigeants d'entreprise et de leurs partenaires financiers, fait apparaître que ce système est devenu un modèle boursier, c'est-à-dire reposant quasi exclusivement sur l'hypothèse — quasi ontologique sinon tautologique — que les marchés financiers secondaires que constituent les Bourses de valeurs permettaient, à tout moment, de donner la valeur des choses et de guider l'action des hommes.

TROISIÈME PARTIE
GOVERNANCE D'ENTREPRISE
ET DYNAMIQUE
DU CAPITALISME CONTEMPORAIN

Comment évoluent actuellement et vont évoluer les systèmes de GE ? Tenter de répondre fait prendre le risque d'être démenti par une actualité particulièrement mouvante en matière financière. Pourtant, si la référence à l'histoire économique apprend l'humilité, elle permet aussi de repérer, parmi les manifestations du présent, ces symptômes de changements majeurs, causés par ces « forces profondes » évoquées par Fernand Braudel et Georges Duby, correspondant à des « temps longs » de l'histoire et façonnant celle-ci au-delà des événements, à l'apparence parfois chaotique, produits par une actualité contingente.

Avec cette problématique, la période actuelle sera analysée à deux niveaux :

— à un premier niveau (chapitre v), seront présentées la rapide propagation du modèle de GE « orientée actionnaire » et la crise des marchés financiers qui s'est déclenchée au tournant du siècle ;

— à un second niveau (chapitre vi), seront repérées les tentatives d'expérimentation de modèles alternatifs de GE et les perspectives qu'elles offrent de nouvelle régulation du capitalisme.

V / La propagation et la crise du modèle boursier de gouvernance d'entreprise

Le système de GE « orientée actionnaire » est en fait, comme les développements précédents l'ont montré, fondé sur un modèle boursier ; l'évolution du cours de l'action d'une société cotée étant censée synthétiser l'ensemble des performances de cette société et permettre ainsi à tous les acteurs concernés — en premier lieu les actionnaires et les dirigeants — d'optimiser leurs décisions et leurs comportements.

Au cours des quinze dernières années, ce modèle s'est considérablement développé au point que certains commentateurs, au diapason des prédictions sur la « fin de l'histoire », avaient prophétisé sa suprématie définitive. Cependant, ce même modèle a subi une crise déclenchée au tournant du siècle (la bulle spéculative éclate en mars 2000, l'affaire Enron en octobre 2001), crise majeure qui amène à s'interroger sur l'efficacité du système de GE en vigueur et du modèle qui le sous-tend.

Nous examinerons successivement la propagation de ce modèle boursier de GE (1), puis sa crise récente (2).

1. L'irrésistible propagation du modèle boursier de GE

Porté par la diffusion des travaux sur la *shareholder value* [Rapport A., 1987] et leur traduction en termes opérationnels par les cabinets de consultants (Stern & Steward, Mac Kinsey...), le modèle boursier de GE a connu un succès grandissant, d'abord aux États-Unis, puis dans le reste du monde, notamment au cours de la dernière décennie du siècle.

Le rêve américain

Aux États-Unis, berceau et place-forte de la GE « orientée actionnaire », l'expression de celle-ci sur la base d'un modèle boursier a été d'autant plus facilement reçue que ce pays est celui qui connaît la plus large diffusion des portefeuilles d'actions au sein de sa population — on compte près de trente-huit millions d'actionnaires — et que la culture boursière y très prononcée. Les ménages américains dépendent du niveau des cours non seulement pour garantir leurs retraites par capitalisation, mais aussi, pour nombre d'entre eux, pour une part de leurs revenus courants.

La très bonne santé des marchés financiers durant la période les a souvent poussés à s'endetter pour pouvoir acheter plus d'actions, afin de profiter à la fois de la hausse des cours et de l'effet de levier. Cette propension, favorisée par l'euphorie ambiante, était elle-même un facteur poussant à la hausse des cours.

Les nombreux acteurs de la scène financière n'étaient pas en reste ; au contraire, ils en étaient les principaux vecteurs :

— les gestionnaires de fonds d'épargne (*mutuals funds*) gagnaient à la fois des clients pour des produits de plus en plus sophistiqués et des marges alimentées notamment par les plus-values boursières réalisées ;

— les responsables des fonds de pension étaient dans une situation comparable avec, en plus, la perspective d'une couverture chaque année meilleure de leurs engagements envers leurs adhérents ;

— les banques de toute nature, qu'elles soient commerciales ou d'investissement, voyaient le mouvement d'affaires se développer avec celui des marchés financiers — chacun reflétant l'autre — et, pour profiter de toutes les opportunités, ont œuvré pour obtenir l'abandon du *Glass-Steagall Act* (aboli en novembre 1999) ;

— les auxiliaires des marchés enfin — analystes financiers, *brokers*, souvent liés aux catégories précédentes — étaient évidemment satisfaits des évolutions en cours dont ils étaient les premiers bénéficiaires.

Des managers (trop) largement récompensés

En toute logique d'un système de GE « orientée actionnaire », les dirigeants auraient dû être les perdants de ce mouvement qui limitait leur « espace discrétionnaire » [Charreaux G., 1996] en le subordonnant aux stricts intérêts des actionnaires. En fait, la situation a

À propos de *stocks-options* et des rémunérations des dirigeants des firmes américaines

« Les revenus provenant des *stocks-options* représentaient en moyenne, à la fin des années 1990, près de 80 % de la rémunération des patrons » (*Le Monde*, 9 juillet 2002).

« Les 10 P-DG américains les mieux payés gagnaient entre 2,3 et 5,7 millions de dollars en 1991, puis entre 64 et 706 millions de dollars en 2001 » (même

source, d'après une enquête de *Business Week*).

« La rémunération moyenne des grands patrons représentait 531 fois le salaire ouvrier moyen en l'an 2000, contre 85 fois en 1990 et 20 fois en 1980 » (*Le Monde*, 29 novembre 2002, d'après source AFL-CIO).

été modifiée en raison de l'utilisation massive des instruments incitatifs, notamment des *stocks-options*.

Pour les *start-up* de la « nouvelle économie », alors en pleine expansion, la formule des options d'achat de titres était appropriée à leur situation d'entrepreneurs dynamiques mais sans capitaux. Elle leur permettait de se constituer un capital, quelquefois considérable, en quelques années.

Pour les managers des grandes firmes, la même formule a été utilisée mais représentait, cette fois, la renonciation aux privilèges d'antan. Les niveaux de récompense ayant été placés haut, le succès a été garanti.

Ainsi, vers la fin du siècle écoulé, le « rêve américain » d'une croissance sans limites pouvait être esquissé par certains optimistes et, si le jeu paraissait « gagnant-gagnant » pour tous, paradoxalement, les dirigeants, du moins ceux des sociétés dont les cours boursiers montaient rapidement, en ont été les premiers bénéficiaires.

Des disciples un peu partout dans le monde

Dans le reste du monde, les dispositifs de GE ont été progressivement amendés pour faire place — ou une meilleure place — à la GE « orientée actionnaire », concrètement au modèle reposant sur le rôle moteur du marché financier.

Les pays de la zone OCDE — notamment les grands pays constituant le G7 — ont été les plus à la pointe dans ces réformes, ces organisations internationales ayant elles-mêmes prôné l'adoption des nouvelles règles de GE.

Si les intentions proclamées ont été claires et les dispositifs institutionnels mis en place un peu partout, les comportements effectifs n'ont évolué que progressivement. Cependant, ils l'ont été de

manière significative, s'agissant d'une période courte (une dizaine d'années). On peut s'en rendre compte à travers la situation française.

Une situation française en pleine évolution

L'évolution de la GE en France a été, au plan institutionnel, marquée :

— d'une part, par les deux rapports préparés par l'AFEP (Association française des entreprises privés), en liaison avec des groupes de travail du patronat (CNPF puis MEDEF) ; rapports intitulés Vienot 1 [1995] et Vienot 2 [1999] ;

Adaptation des principes de GE « orientée actionnaire » chez Danone

Le point de départ de cette adaptation peut être situé à l'accession de Frank Riboud à la tête du groupe, succédant à Antoine Riboud en 1995.

Un fait majeur en a été la cotation à la Bourse de New York (NYSE), en 1996, événement qui a été conditionné à une mise aux normes américaines.

Les principaux éléments caractérisant cette conversion sont les suivants :

— démantèlement du dispositif anti-OPA érigé en son temps par Antoine Riboud (*cf. supra*) ; notamment la limitation des droits de vote, le pacte d'actionnaires, les OBSA, la « *poison pill* », etc. ;

— abandon des comportements dilutifs tels que les émissions massives d'actions nouvelles, tant pour payer des acquisitions que les dividendes ;

— en revanche, adoption de comportements relatifs, tant en ce qui concerne le portefeuille d'activités (*cf. supra*) que la structure des actifs et des financements ; notamment programmes de rachat d'actions ;

— mise en place d'une organisation interne adaptée à un système d'analyse de la création de valeur, accentuation des

pratiques du *reporting* et de l'étalonnage, mesures incitatives — notamment *stock-options*...

Les conséquences de ce changement drastique du système de GE ont été manifestes :

— d'un côté, le cours de l'action est rapidement monté et de nombreux investisseurs institutionnels anglo-saxons sont devenus actionnaires ;

— de l'autre, la pratique du « maillon faible » a abouti à un rétrécissement continu du périmètre d'activités et à l'affaire LU en 2001 (*cf. supra*).

Par ailleurs, on peut considérer que des opportunités de croissance, comme l'acquisition de Quakers Oats en 2001, n'ont pas été saisies, « les marchés s'y étaient montrés défavorables » ; exemple qui illustre bien la perte d'autonomie des dirigeants du groupe sur sa stratégie. Perte d'amour-propre largement compensée par l'augmentation de leurs rémunérations (9 millions d'euros en 2001 pour les dix premiers cadres dirigeants).

Source : Pérez *et al.* [2000 et 2002].

— d'autre part, par les débats ayant abouti à la loi sur les nouvelles régulations économiques, dite loi NRE (2001), qui comporte un volet sur les thèmes de la GE.

Si le second courant se situe dans une vision élargie de la GE et sera, à ce titre, référencé au chapitre suivant, les recommandations des rapports Vienot s'inscrivent bien dans une perspective de GE « orientée actionnaire ».

L'adaptation des entreprises françaises aux recommandations du rapport Vienot 1 [1995] a été plutôt rapide, comme en témoignent les enquêtes effectuées [KPMG, 1998 et 2000].

Au-delà de dispositions institutionnelles qui restent parfois formelles, le changement le plus net est apparu au niveau du comportement des acteurs. Une fois de plus, le groupe Danone, pris comme cas de référence, permet d'illustrer cette évolution.

Annexes : Évolution des dispositifs institutionnels et des pratiques de la GE

Les dispositifs de GE dans les grands pays développés

Quelques références institutionnelles

- États-Unis : *Principles of Corporate Governance* (1994, American Law Institute)
Corporate Governance Survey (1997, National Association of Corporate Directors)
- Canada : *Guidelines for Improved Corporate Governance in Canada* (1994, rapport Dey — Toronto Stock Exchange)
- Royaume-Uni : *Code of Best Practices* (1992, rapport Cadbury)
The Combined Guide (1998, rapport Hampel)
- France : *Le Conseil d'administration des sociétés cotées* (1995, rapport Vienot 1, CNPF/AFEP)
Sur le gouvernement d'entreprise (1999, rapport Vienot 2, MEDEF/AFEP)
- Allemagne : *Kon Trag* (1998, loi sur le contrôle et la transparence dans l'entreprise)
- Italie : *Testo Unito Draghi* (1996, décret)
- Japon : *Corporate Governance Principles* (1998, Forum of Japan)

Source : (cf. tableau dressé par M. Rubinstein [2002] — Source COB 1999).

Situation des pratiques de la GE en France

1 – existence d'administrateurs indépendants	82 %
2 – existence d'un comité d'audit	73 %
3 – existence d'un comité des rémunérations	78 %
4 – existence d'un comité des nominations	45 %

Source : P.Y. Gomez [2001], d'après enquête du cabinet KPMG (2000) sur les grandes sociétés cotées à la Bourse de Paris (résultats concernant les quarante premières capitalisations en 1998).

2. La crise financière du tournant du siècle

Après un bref rappel des événements, l'analyse sera menée au niveau de leur interprétation en les situant par rapport à la problématique des systèmes de GE et des composantes de ces derniers.

Rappel des faits

Les principales étapes de cette crise peuvent être ainsi résumées.

Le retournement boursier de mars 2000. — Après plusieurs années de croissance quasi ininterrompue, les Bourses américaines ont subi un coup d'arrêt brutal affectant principalement les titres des sociétés liées à Internet. Ce retournement était attendu car lesdites valeurs, portées par le nouveau phénomène que constituait ce nouveau support de l'information et de la communication, avaient fait l'objet de valorisations tellement rapides et élevées qu'elles défiaient les règles d'analyse financière usuellement en vigueur, s'agissant de sociétés récemment créées, sans actifs tangibles et avec des résultats d'exploitation en perte (par exemple : Amazon.com).

Certains analystes en avaient conclu à l'émergence d'une « nouvelle économie », fondée sur l'information et la communication — notamment grâce à l'avènement d'Internet —, justifiant la mise en place de nouveaux modèles économiques (*business models*) et de nouvelles méthodes de valorisation. Lorsque le retournement du printemps 2000 s'est opéré, les analystes financiers — parfois les mêmes que les précédents — ont pu parler d'un « retour sur terre » ou du « dégonflement de la bulle spéculative » liée à Internet.

L'affaire Enron

La société texane Enron a été créée dans le secteur de l'énergie et s'est spécialisée dans le courtage, activité mettant en relation offreurs et demandeurs. Elle s'est développée sur plusieurs marchés de l'énergie et est passée d'une dimension régionale à une taille nationale, puis internationale. En 1999, Enron pointait, avec plus de 100 milliards de dollars de chiffre d'affaires déclaré, au septième rang des entreprises américaines et était devenue un acteur incontournable du secteur. Au-delà de sa croissance fulgurante, son modèle économique, fondé sur la maîtrise des marchés à terme et des produits dérivés, en faisait un cas de *success story* donné en exemple aux firmes de la « vieille économie » (M. Mestrallet, président du groupe Suez, rappelle qu'à plusieurs reprises les analystes financiers lui avaient demandé pourquoi il ne s'inspirait pas du *business model* d'Enron pour faire évoluer son entreprise).

Les premiers craquements interviendront en octobre 2001 avec un avertissement sur résultats (*profit warning*) en

forte baisse par rapport aux prévisions et l'apparition de premières difficultés de trésorerie.

Les événements se sont ensuite précipités — baisse des cours, méfiance des investisseurs, dégradation des notations, premiers soupçons sur les manipulations des comptes, premières démissions..., spirale dont chaque composante entraînait l'autre et qui a abouti, début 2002, à la démission du président et fondateur Kenneth Lay et à la mise en faillite du groupe.

Les différentes enquêtes ont mis en lumière les principaux aspects de ce sinistre majeur (de l'ordre de 100 milliards de dollars de passif, dont une partie seulement pourra être comblée) :

— les chiffres d'affaires avaient été artificiellement gonflés en prenant comme base les contrats conclus (voire en cours de négociation) et non, comme c'est l'usage pour un courtier, les seules commissions encaissées ou acquises. Calculé sur cette base, le CA effectif était ramené à 6 milliards de dollars ;

• *La propagation de la crise des marchés financiers en 2000-2001.* — Le retournement du marché, né dans le secteur d'Internet, s'est propagé dans l'ensemble des valeurs dites « TMT » (technologies-médias-communication), car il s'avérait que les entreprises concernées avaient elles-mêmes surestimé le marché potentiel des activités liées au développement de la « nouvelle économie » et s'étaient lancées dans des opérations parfois aventureuses ; ici en termes de fusions-acquisitions (les médias par exemple), là en termes d'investissement (les télécommunications).

Le nouveau marché sur lequel beaucoup de ces valeurs était cotées — le NASDAQ — a été le plus touché par ce retournement des cours, mais d'autres titres ont été touchés, notamment sur le marché de référence qui reste celui du New York Stock Exchange (NYSE). Par ailleurs, des craintes se faisaient jour à l'époque (automne 2000-printemps 2001) sur la poursuite de la longue période de croissance et sur les risques d'une récession.

— le groupe avait créé plusieurs milliers de sociétés contrôlées soit par la société (filiales), soit, à titre personnel, par ses cadres dirigeants (*special purpose entities*, SPU). Cette prolifération correspondait à plusieurs objectifs, en plus d'empêcher une vision globale du groupe à tout observateur non initié (les SPU n'ayant pas à être consolidées) : faire circuler des éléments d'actifs entre composantes, afin de créer des plus-values fictives ; déconsolider des dettes en les transférant au sein des SPU, délocaliser les profits afin d'échapper à l'impôt (la plupart des sociétés créées l'avaient été dans des paradis fiscaux) ;

— en conséquence, il apparaissait que la situation patrimoniale représentée par le bilan d'Enron était fautive : les actifs étaient largement surévalués, voire fictifs, et, en revanche, le passif était sous-évalué, voire dissimulé ;

— ces comptes avaient été pourtant audités et certifiés par Andersen, cabinet de renommée mondiale, peut-être le plus prestigieux des « *big five* ». L'enquête fit apparaître que les experts d'Andersen non seulement avaient couvert les

différentes manipulations comptables, mais avaient contribué à les monter en apportant leur savoir-faire sous la forme de conseils et, pour certains d'entre eux, en devenant cadres dans le groupe. Cette complicité avérée et la tentative pour entraver la justice (destruction de documents comptables) ont transformé l'affaire Enron en affaire Enron-Andersen, aboutissant à la mise en cause puis à l'éclatement de ce major de l'audit au premier semestre 2002 ;

— la communauté des analystes financiers et les établissements qui les emploient ont été également mis en cause, moins pour leur aveuglement — ils pouvaient plaider la bonne foi sur la base des informations fournies par Enron et certifiées par Andersen — qu'en raison des conflits d'intérêts dans lesquels ils étaient en cause ;

— les pouvoirs publics eux-mêmes ont été atteints, le président Bush et son entourage, ainsi que des membres du Congrès.

Par tous ces aspects, l'affaire Enron, au début financière puis judiciaire, a pris une dimension politique et sociétale.

• *La tragédie du 11 septembre 2001 et son impact financier.* — Si les événements du 11 septembre 2001 sont certainement de première importance, tout particulièrement pour les États-Unis d'Amérique et probablement pour l'histoire du monde contemporain, ils ne sont pas directement en cause dans la crise financière des années 2000. Néanmoins, ils ont eu des conséquences économiques et financières importantes sur certains secteurs : sur le transport aérien évidemment, et par effet de transmission sur l'industrie aéronautique, également sur les firmes d'assurance et de réassurance, sur les activités liées au transport et au tourisme... Par ailleurs, cette tragédie et la crise internationale qui l'a suivie — guerre d'Afghanistan — ont contribué à alourdir un climat économique déjà maussade.

• *L'affaire Enron à l'automne 2001.* — L'affaire Enron fait déjà partie des cas d'école en *business strategy*, à la fois par son avènement — le premier d'une longue série — et par le contexte de sa révélation, ainsi que par l'importance intrinsèque du dossier et les

mises en cause successives qu'il a entraînées, jusqu'à une crise de confiance de type systémique.

• *Les autres affaires de manipulation comptable en 2002.* — Le retentissement de l'affaire Enron a été d'autant plus grand qu'à sa suite d'autres affaires ont éclaté, avec des variantes, mais sur une philosophie comparable : agir sur l'information financière, quitte à la manipuler, pour, d'une part, présenter des performances sans cesse améliorées et, d'autre part, camoufler d'éventuelles difficultés.

Une liste, non exhaustive, des principales affaires qui ont défrayé la chronique au premier semestre 2002 est donnée ci-après :

Principales sociétés mises en cause

Adelphia Com. opérateur télécom
Mis en faillite le 26 juin 2002

Dynergy courtier en énergie
Démission du président le 28 mai 2002

Eron courtier en énergie
Démission du président le 23 janvier 2002

Global Crossing opérateur télécom
Mis en faillite le 10 janvier 2002

Imclone biotechnologie
Président inculpé le 12 janvier 2002 pour délit d'initié
(vente d'actions avant mauvaises nouvelles)

Merck pharmacie
Gonflement du CA de 14 Md \$ entre 1999 et 2001
(soit environ 10 % du CA sur la période)

Qwest Com. Int. télécom
Enquête SEC

Tyco conglomérat
Dissimulation de centaines de M \$ au fisc
Démission du président le 3 juin 2002

Worldcom télécom
Dissimulation de plusieurs Md \$ (3,85 porté à 7, puis 9)
Mis en faillite et dirigeants inculpés

Xerox bureautique
Gonflement du CA : manipulation sur les contrats
de leasing (6 Md \$ au lieu de 3 Md \$ entre 1997 et 2001)

(« Pour Xerox, la fonction comptable n'était qu'une autre source de CA et une opportunité de bénéfices » (rapport de la SEC, avril 2002, aboutissant à une amende de 10 M \$.)

• *La poursuite de la crise boursière en 2002 et l'hypothèse d'une crise systémique.* — L'ensemble de ces affaires de manipulation de l'information financière a accentué la crise boursière qui s'est poursuivie durant l'année 2002. Fin 2002, les observateurs constataient que les principaux indices boursiers avaient reculé de plus de moitié depuis mars 2000, entraînant une chute de la capitalisation boursière évaluée à 7 000 Md \$ pour le NYSE.

Certains analystes ont pu avancer l'hypothèse d'une crise durable — dans un cycle orienté à la baisse (*bear market*) —, voire d'une crise systémique, touchant les fondements mêmes du marché des actions et des modèles de GE fondés exclusivement sur ce marché.

La mise en cause des systèmes de GE trop axés sur les marchés financiers

Pour analyser les événements qui se sont déroulés depuis le printemps 2000, en termes d'impact sur les systèmes de GE, on peut reprendre les différentes composantes de ces systèmes : leurs dispositifs institutionnels et les comportements des acteurs concernés. Ces deux aspects sont ici mêlés, les dysfonctionnements des dispositifs institutionnels étant, pour l'essentiel, le fait des comportements des acteurs qui les animent. Aussi on examinera ces dysfonctionnements institutionnels et comportementaux pour chaque composante du système de GE. En effet, ont pu être mis en cause non seulement les dispositifs propres aux sociétés impliquées, mais également les dispositifs d'appui, dont le rôle est essentiel en matière de GE, voire — dans certains cas — le dispositif de régulation.

• *Des dispositifs propres inopérants.* — Chaque étage du dispositif de GE propre aux sociétés incriminées a pu être mis en cause.

À la tête, nous trouvons un dirigeant tout-puissant, en général le fondateur lui-même (Kenneth Lay chez Enron, B. Ebbers chez Worldcom) ou la personnalité qui est arrivée bien après la création de la société, mais lui a donné une impulsion décisive (Jean-Marie Messier chez Vivendi). Par leur position de numéro un, leur charisme, ces dirigeants exercent un pouvoir pratiquement sans contrôle, dans la pure tradition des grandes firmes managériales. Le concept de dyarchie est en conséquence absent et, lorsqu'elle existe (séparation *chairman-CEO*), elle reste formelle, le second élément du binôme restant dans l'ombre du premier.

Au milieu, le conseil d'administration, dont on a rappelé le rôle éminent qu'il doit jouer dans la conception « orientée actionnaire » de la GE, n'a le plus souvent pas rempli ses missions de contrôle des dirigeants. Subjugués par la personnalité du président, impressionnés par les résultats obtenus qui se traduisent par une envolée du titre, les administrateurs ont adhéré dans leur quasi-totalité aux orientations stratégiques qui leur ont été présentées et aux décisions qui demandaient l'aval explicite du conseil. Les différentes situations étudiées montrent en effet que, en dehors de cas patents de dissimulation au conseil, les membres du conseil disposaient de suffisamment d'informations pour exercer ou du moins amorcer une procédure d'alerte. Cette situation a entraîné, à plusieurs reprises, leur mise en cause pour complicité active ou passive par des groupements d'actionnaires (*class actions*).

On observe, par ailleurs, que les groupes *ad hoc*, issus du conseil et répondant devant lui — comité d'audit, comité des rémunérations, comité de nomination —, soit n'existaient pas, soit sont restés formels ; ce qui corrobore l'idée qu'un système de GE ne se limite pas seulement à un dispositif institutionnel — si complet soit-il — mais ne peut s'apprécier qu'à travers les comportements des acteurs qui l'animent.

En bas du dispositif, l'assemblée générale des actionnaires, bien que souveraine en droit, s'est laissé le plus souvent manipuler par les discours, au ton épique (« *we are the best* », « *we are the winner !* »), du leader charismatique et n'a pas exercé les pouvoirs de contrôle qui lui sont théoriquement dévolus.

À sa décharge, on peut avancer qu'elle était d'autant moins amenée à être sourcilieuse que les résultats présentés dépassaient, en général, ses espérances et que ces excellentes performances étaient attestées par les professionnels en charge de leur contrôle, c'est-à-dire ceux du dispositif d'appui.

- *Des dispositifs d'appui défaillants.* — Ce point est essentiel car c'est sur ce dispositif d'appui que repose la fiabilité d'un système de GE, compte tenu qu'un problème — erreur, accident, fraude — peut toujours survenir au niveau du dispositif propre à une entreprise.

Les deux principales sources de défaillance ont concerné d'une part les auditeurs comptables, d'autre part les analystes financiers.

- *La compromission des auditeurs comptables.* — Très vite, l'« affaire Enron » est devenue l'« affaire Enron-Andersen », tant il est apparu que ce grand cabinet d'audit était impliqué dans le processus qui a conduit à la faillite de la firme pétrolière. Les différents

La mise en cause des administrateurs d'Enron

Une commission d'enquête du Sénat américain dans un rapport publié le 7 juillet 2002 a clairement mis en cause le conseil d'administration d'Enron et ses membres dans le processus qui a abouti à la faillite du groupe.

« La plupart des fraudes étaient connues du conseil : les pratiques comptables à hauts risques, les conflits d'intérêts, les opérations hors bilan et les rémunérations excessives des dirigeants... Le conseil a contribué à l'effondrement de la société et en porte une part de responsabilité. »

Pour le président de commission d'enquête, « les administrateurs étaient

supposés contrôler le management de façon indépendante, ils ne l'ont pas fait ». En revanche, la commission a relevé que « *les jetons de présence (touchés par les membres du conseil) s'élevaient à 550 000 dollars par an — pour l'essentiel sous forme de stock-options* », soit le double de la rémunération moyenne en usage dans les grandes sociétés américaines ». Par ailleurs, « au mépris de toutes les règles, des administrateurs ont même été payés par la société pour des activités de consultants ».

Source : E. Leser « Les administrateurs d'Enron, eux aussi, savaient... » *Le Monde*, 9 juillet 2002.

montages, soit légaux en utilisant toutes les astuces possibles, soit délictueux, étaient réalisés avec l'appui technique des experts d'Andersen, lesquels étaient parfois amenés à devenir des cadres opérationnels chez Enron. Le cabinet était ainsi devenu l'un des premiers conseillers du courtier en énergie, voire son partenaire ; ce qui ne l'empêchait pas de certifier régulièrement ses comptes. Cet évident conflit d'intérêts et cette complicité allant jusqu'à la destruction de documents comptables compromettants ont abouti — comme on le sait — à la mise en cause d'Andersen par la justice américaine et à sa mise à l'index par la SEC, ce qui a amené sa disparition par démantèlement.

Les différentes affaires comptables qui se sont succédé en 2001-2002 ont montré que le cas d'Enron n'était pas isolé et que d'autres cabinets d'audit étaient compromis, la plupart cependant dans des proportions beaucoup moins graves (*cf.* encadré).

- *Des analystes financiers sous influence.* — Cette seconde source de défaillance a été également clairement identifiée à travers l'affaire Enron. Quelques semaines avant le crash de cette société, la quasi-totalité des analystes financiers (quinze sur les seize plus influents) recommandaient encore cette valeur à l'achat ; l'un

L'implication des « *big five* » dans les affaires comptables

— Andersen
Auditeur d'Enron, de Worldcom, de
Merck
— Deloitte & Touche
Auditeur d'Adelphia
— Ernst & Young
En relations commerciales avec Peo-
plesoft dont il était auditeur

— KPMG
Auditeur de Xerox
— PWC (Pricewaterhouse Coopers)
Auditeur de Tyco

Source : S. Fay, « Auditeurs et
commissaires aux comptes sur la sel-
lette », *Le Monde*, 9 juillet 2002.

d'entre eux allait même jusqu'à la qualifier de « *the best of the best* ».

Même si cette situation est presque caricaturale, elle n'était cependant pas unique. Il s'avère que les analystes financiers sont beaucoup plus souvent enclins à recommander une valeur à l'achat qu'à la déconseiller. Plusieurs raisons peuvent expliquer ces comportements (optimisme viscéral, souci de repérer des plus-values potentielles...), mais les principales tiennent d'une part aux relations nouées entre les analystes et les sociétés étudiées, d'autre part à leur position, à l'intérieur même des institutions financières qui les emploient.

La position subordonnée des analystes financiers dans leur propre institution est en effet leur principal talon d'Achille. Ces analystes travaillent au sein de sociétés spécialisées, elles-mêmes contrôlées par des institutions financières, ou directement auprès de banques et sociétés financières. Tous ces établissements ont une stratégie à développer, des positions de marché à défendre, des clients à conserver... Parmi ces derniers figurent souvent les sociétés dont les titres font l'objet de l'analyse financière.

Malgré la présomption de « muraille de Chine » devant exister entre cette activité d'analyse au titre du département gestion d'actifs (*assets management*) et les autres activités financières de l'institution, l'expérience montre que des porosités existent et que les analystes financiers d'une institution sont enclins à recommander les titres des sociétés clientes.

• *Les dispositifs de régulation en question.* — L'importance des dysfonctionnements constatés tant au niveau des dispositifs de GE propres aux sociétés qu'à celui des dispositifs d'appui

— notamment auditeurs comptables et analystes financiers — amène à mettre en question les dispositifs de régulation, ce troisième volet des systèmes de GE constituant, en quelque sorte, le management de ces systèmes. Ces dispositifs de régulation ont-ils fonctionné correctement ? Si oui, comment ? Si non, pourquoi ? Les réponses, au vu des événements des années 2001-2002, restent fragmentaires et variables selon les pays.

- *Le débat aux États-Unis.* — Les États-Unis sont le pays le plus atteint : d'après une étude de la société de notation financière américaine Weiss Ratings, publiée le 12 juin 2002, une société cotée sur trois pourrait avoir manipulé ses résultats financiers. C'est également le pays dans lequel le débat est le plus ample et, dans la bonne tradition de la société américaine, rapide et public.

Les régulations comptables ont fait l'objet d'une remise en question portant à la fois sur les méthodes — les normes *US GAPP* ayant monté leurs limites — et sur les règles déontologiques, notamment concernant la séparation des activités relevant de la mission de contrôle des comptes de celles relevant du conseil, afin d'éviter des conflits d'intérêts.

Les analystes financiers et leurs employeurs ont été également rappelés à l'ordre, en particulier sur l'autre risque majeur de conflit d'intérêt que constitue cette « porosité » signalée entre l'activité de gestion des titres et celles relevant d'opérations d'investissement-financement menées par ces établissements. Ainsi Merrill Lynch (banque d'affaires et gestionnaire de titres), mise en cause par la SEC, a dû accepter de payer 100 M \$ d'amende et s'engager à modifier son organisation interne.

La SEC, autorité dédiée à la régulation des marchés et opérations financières, a été l'instrument de ces recommandations et a, elle-même, été mise sur la sellette, ses responsables n'étant pas exempts de tout reproche. Le président de la SEC, Harwey Pitt, a été conduit à présenter sa démission en novembre 2002.

Les autorités politiques sont dans une situation comparable : d'une part, l'opinion attend d'elles qu'elles prennent des mesures exemplaires, comme certaines initiatives et déclarations ont pu le laisser présager : création par le Congrès d'une commission d'enquête sur l'affaire Enron dont le rapport a été remis en juillet 2002 ; déclarations réitérées du président Bush, notamment au « President's Economic Forum » à Yaxo en août 2002. D'autre part, leurs représentants ne semblent pas toujours les mieux placés pour agir, étant parfois eux-mêmes mis en cause dans certaines affaires.

La loi Sarbannes-Oxley (2002)

Cette nouvelle loi dite Sarbannes-Oxley (du nom des deux membres du Congrès qui l'ont présentée), promulguée en juillet 2002, est destinée à renforcer les mesures de contrôle et à tenter de restaurer un climat de confiance envers les comptes des sociétés cotées.

Les principales dispositions prévues vont dans ce sens :

— les dirigeants sont amenés à certifier personnellement les comptes de leur entreprise ;

— les auditeurs comptables sont eux-mêmes contrôlés et soumis à une autorité de surveillance ;

— les peines encourues par les fraudeurs (la « criminalité en col blanc ») sont aggravées.

Enfin, c'est l'autorité judiciaire, tant au niveau de recours en responsabilité civile qu'au plan pénal, qui est amenée à intervenir de la manière la plus significative par l'inculpation et la condamnation d'un certain nombre de protagonistes, et par la fixation d'amendes et de dommages et intérêts à des niveaux significatifs. Ces procédures, qui se sont multipliées au cours de l'année 2002, vont accentuer la tendance à la « juridiciarisation de la société », déjà très marquée aux États-Unis d'Amérique.

• *Le débat en France.* — En France, la situation est moins tendue et le débat moins ample et moins vif ; ceci pour plusieurs raisons.

D'une part — comme on le sait — la société française, notamment les revenus des ménages, ainsi que leurs retraites, est moins dépendante des marchés financiers que dans les pays anglo-saxons et en conséquence moins sensible aux avatars de leur évolution.

Par là également, ce pays a été moins touché que les États-Unis par la crise financière du tournant du siècle jusqu'à l'éclatement de l'affaire Vivendi Universal en juin 2002. Auparavant, des sinistres financiers de grande ampleur avaient bien eu lieu comme celui du Crédit lyonnais, il y a quelques années, mais celui-ci, s'il posait incontestablement un problème de GE, instruisait plutôt le procès du « capitalisme d'État », ce mélange de genres entre libéralisme économique et interventionnisme politique, aboutissant à une défaillance du système de GE.

Certains sinistres potentiels comme celui de France-Télécom ont été partiellement masqués par la protection que constitue le maintien de la présence de l'État.

Une autre explication a été donnée — notamment par les responsables des pouvoirs publics : le dispositif français d'appui et de

régulation serait plus efficace que le dispositif anglo-saxon. L'argument mérite que l'on s'y arrête.

Certains éléments de ces dispositifs vont en effet dans ce sens :

— les dispositions plus restrictives du droit des sociétés commerciales ;

— les règles relevant de la doctrine comptable, notamment le principe de prudence qui reste un des piliers de l'évaluation des actifs au bilan et des produits aux comptes de résultats ;

— l'existence de deux commissaires aux comptes (et non d'un seul) ; leur nomination pour six ans (et non pour une seule année), l'obligation qui leur est faite d'alerter le parquet en cas d'infraction caractérisée. Ces dispositifs doivent être renforcés dans la « loi sur la sécurité financière » que le gouvernement français a préparé pour une promulgation en 2003.

En revanche, il n'y a aucune raison de penser que les comportements des acteurs financiers en France soient plus vertueux que ceux des pays anglo-saxons. On peut d'ailleurs observer que, si certains dysfonctionnements des dispositifs d'appui ont pu être relevés, la plupart d'entre eux restent cantonnés dans les cercles feutrés des réseaux politico-financiers parisiens et ne font pas l'objet d'une médiatisation exagérée.

Il est vraisemblable que tous ces éléments — poids de l'État, moindre développement des marchés financiers, procédures plus contraignantes, traditions socioculturelles — comportent une part de vérité. Paradoxalement, on peut dire que le retard relatif de la France en matière de GE « orientée actionnaire » lui a permis de limiter, pour ce qui la concerne, l'impact de la crise financière du tournant du siècle.

Ce moindre mal ne constitue cependant pas en lui-même une solution de « sortie de crise ».

C'est cette perspective qui sera explorée dans le dernier chapitre.

La loi sur la sécurité financière (2003)

Le projet de loi sur la sécurité financière, présenté au Parlement au printemps 2003, concerne trois volets de la vie financière :

1. le renforcement des autorités de contrôle avec notamment la création de l'Autorité des marchés financiers (AMF), par la fusion de la COB, du CMF et du conseil de discipline de la gestion financière ;

2. l'encadrement des activités de démarchage commercial en matière financière ;

3. le renforcement du contrôle des professions d'audit, notamment en interdisant les activités parallèles de conseil et en créant un Haut conseil du commissariat aux comptes.

VI / Modèles alternatifs de gouvernance d'entreprise et nouvelle régulation du capitalisme

L'étude de la crise financière des années 2000 met en cause, au-delà et à travers les dysfonctionnements des procédures comptables et des mécanismes boursiers, le mode de GE qui était censé protéger les intérêts des actionnaires et qui a été détourné de son objet. On peut généraliser à ce système de GE l'appréciation de Paul Volker (ancien président de la Fed) au sujet des *stocks-options* : « Un instrument conçu pour aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des investisseurs a en fait souvent servi à aligner les intérêts des actionnaires sur ceux des dirigeants » (cité par E. Leser, *Le Monde*, 9 juillet 2002).

Dans ce dernier chapitre, seront explorées — avec les précautions d'usage — les perspectives d'avenir des systèmes de GE. Ceux-ci se remettront-ils « spontanément » de la crise du tournant du siècle décrite précédemment, avec éventuellement l'aide de quelques mesures visant à corriger les dysfonctionnements les plus avérés ? Convient-il au contraire de changer de conception et d'abandonner une problématique de GE excessivement centrée sur la performance boursière immédiate, pour envisager une problématique plus large et plus globale ? Comment ces diverses préoccupations peuvent-elles se conjuguer pour permettre une nouvelle régulation du capitalisme contemporain ?

Pour tenter de répondre à ces questions de fond, on examinera les tentatives menées visant à définir et expérimenter des modèles alternatifs de GE, puis on replacera ces expériences et les mesures prises par les autorités en charge de la crise financière actuelle dans une perspective commune de régulation systémique.

1. De l'investissement éthique aux approches partenariales : à la recherche de modèles de GE « socialement responsables »

Le mode de GE « orienté actionnaire » était à peine promulgué comme le nouvel Évangile que des voix s'élevaient pour le critiquer et proposer des approches alternatives.

On regroupera ces approches sous le vocable « socialement responsables » (*socially responsible*), en étant conscient de leur diversité (en anglais le vocable « *social* » est plus large qu'en français ; il faudrait parler de « sociétal », mais l'adverbe correspondant, « sociétalement », serait un néologisme risqué).

La famille des modèles de GE orientés « socialement responsables » est en effet très large, à l'image de l'investissement socialement responsable (ISR) qui les sous-tend.

En 2001, les fonds ISR représentaient aux États-Unis plus de 2 000 milliards de dollars, soit 13 % de l'épargne « gérée professionnellement » (source : site *pension & funds*, 2002), en faisant un acteur significatif de la scène financière.

En Europe et notamment dans les pays latins comme la France, ce pourcentage est considérablement plus faible et ce type d'épargne commence à peine à être repéré dans les statistiques officielles : moins de 1 milliard de francs en 2001 (source : site *Novethic*, 2002).

En France cependant, il devrait être favorisé par la mise en place du dispositif législatif visant à développer l'épargne salariale (loi de 2001). Les partenaires sociaux l'ont ainsi envisagé, plusieurs d'entre eux ayant décidé de créer, en janvier 2002, un « comité intersyndical de l'épargne salariale ». Au-delà des formes d'épargne, c'est le système de GE qui est en cause. Un comportement d'épargne socialement responsable ne prend en effet sens que si les investissements auxquels cette épargne est affectée sont eux-mêmes socialement responsables. En dehors des cas, qui restent marginaux, d'investissements dans des actions relevant de l'« économie solidaire » (lutte contre la faim, la précarité, actions de réinsertion...), le champ le plus large est celui de l'« économie normale », mais avec des règles du jeu qui satisfassent aux critères de l'ISR. Ces règles se réfèrent à deux problématiques complémentaires [Pérez, 2002].

La sélection des entreprises socialement responsables

Tout d'abord, une problématique de sélection de portefeuille (*screening*) : les gérants des fonds ISR s'attachent à une approche

La lente émergence de l'investissement socialement responsable

Les premières manifestations d'ISR peuvent être situées aux États-Unis au cours des années 1960. Elles sont à relier à la prise de conscience, dans des sphères limitées de l'opinion et sur la base de motivations politiques ou religieuses, de la contradiction morale que pouvait représenter la détention d'actions — et la perception des dividendes y afférents — de sociétés fondées, pour tout ou partie de leur activité, sur des opérations répréhensibles, comme le commerce avec l'Afrique du Sud (à l'époque mise au ban des nations en raison de sa politique d'apartheid) ou le commerce des armes. Les prescriptions qui en découlaient en matière d'ISR étaient simples : le rejet, en termes de placement financier, des sociétés concernées. Par là, leur effet était très limité, du fait du caractère marginal de ces placements dits « éthiques ».

Progressivement, durant les années 1980, les cibles de cette « discrimination citoyenne » se sont élargies. Tout d'abord, en termes d'actions répréhensibles au nom de la morale ou du « politiquement correct » : les discriminations raciales ou sexuelles, l'exploitation des enfants (affaire Nike), la corruption... Ensuite, de nouveaux champs de préoccupations sont apparus, notamment dans les deux grands domaines constitués d'une part par la santé humaine (lutte contre la drogue et plus généralement les produits nocifs à la santé : alcool, tabac...), d'autre part par l'écologie

(lutte pour la préservation du patrimoine naturel, incluant la protection animale).

Par ailleurs, les formes de cet ISR ont fortement évolué : les gestionnaires de fonds ne se contentent plus — selon l'expression triviale — de « voter avec leurs pieds » (*exit*) en excluant des portefeuilles éthiques les actions des sociétés mises à l'index, mais ils utilisent les voies et moyens de la *corporate governance* dans le sens d'un « activisme actionnarial » : demandes réitérées d'informations, présence aux assemblées générales, interpellation des dirigeants (*voice*) avec, si nécessaire, une mise en scène médiatique...

Cette évolution doit être replacée dans le contexte de la société américaine, dont on connaît l'importance prise par la responsabilité individuelle — modèle dit wébérien —, par le poids des marchés financiers et des investisseurs institutionnels qui y opèrent (notamment les fonds de pension en charge des retraites par capitalisation), par le rôle des différentes communautés ethniques, religieuses..., des lobbies qui les représentent et des médias qui les expriment.

Dans le reste du monde, et plus particulièrement en Europe, l'émergence de l'ISR a suivi, dans un processus décalé par rapport au modèle nord-américain et tenant compte des spécificités des sociétés nationales concernées.

Source : Pérez [2002].

multicritères concernant les activités des firmes étudiées et l'appréciation de leurs performances. La règle suivie est celle dite de la « *triple bottom line* ».

La « *triple bottom line* » dans les fonds ISR : l'exemple de la fondation Ethos

Les auteurs anglo-saxons parlent de *triple bottom line* pour exprimer cette recherche d'efficacité à la fois économique (exprimée par le « résultat financier » apparaissant traditionnellement à la « ligne du bas », la *bottom line*, d'un compte de résultats), mais également environnementale et sociale.

Le fonds de pension suisse Ethos regroupe les caractéristiques des titres des sociétés qu'il étudie en trois groupes de critères :

1. critères financiers,
2. critères environnementaux,
3. critères sociaux.

Ces trois groupes de critères dessinent un « triangle vertueux » à l'intérieur duquel les responsables du fonds effectuent leur sélection.

Source : conférence de M. Biderman, directeur d'Ethos, au réseau GEP2D, Paris, mars 2000, et entretiens avec l'auteur.

On observera, à travers l'exemple cité, que la gestion des fonds ISR ne relève pas d'une démarche utopiste « à la Fourier », mais au contraire d'un souci d'allier performances financières et performances sociétales dans une perspective de performance globale.

L'exemple de L'Oréal, champion de la performance globale

Le centre Novethic, dédié à l'ISR, procède à une évaluation régulière des grandes sociétés cotées (notamment celles constituant le CAC 40), sur la base de sept familles de critères : ressources humaines, environnement, gouvernement d'entreprise, pratiques commerciales, impact local, communication, citoyenneté.

Appliqué, à titre d'illustration, au groupe L'Oréal, ce positionnement multicritères donne un profil connoté très positivement :

- ressources humaines : « une entreprise formatrice »,
- environnement : « une entreprise engagée »,
- gouvernement d'entreprise : « une entreprise transparente »,

- pratiques commerciales : « une politique qualité généralisée »,
- impact local : « respect des normes de l'OIT et de l'ONU »,
- communication : « éthique et responsabilité sociale »,
- citoyenneté : « participation au développement durable ».

Source : site Novethic, juin 2001).

Cette convergence de notations positives ne doit cependant pas trop illusionner ; elle peut autant représenter un engagement effectif de l'entreprise concernée (« bien faire ») qu'une politique de communication efficace (« faire savoir ») ou l'une et l'autre successivement (« bien faire » si possible et — surtout — « bien le faire savoir ».

L'agence VIGEO créée par Mme Nicole Notat

Le projet de création d'une agence européenne de notation environnementale et sociale est une initiative, annoncée par Mme Nicole Notat, à l'issue de la fin de son mandat à la tête de la CFDT. La réalisation est effectuée avec le concours d'Eulia (filiale commune de la Caisse des

dépôts et des caisses d'épargne) et d'un certain nombre de partenaires sociaux, pour une mise en œuvre opérationnelle en janvier 2003.

On remarquera le rôle actif de la Caisse des dépôts dans ce domaine de l'ISR.

Ces évaluations sociétales ne sont pas, le plus souvent, effectuées directement par les fonds ISR mais confiées à des cabinets spécialisés, dont certains ont été créés à cet effet.

Les fonds pratiquant l'ISR présentent dans l'ensemble des performances qui, même au plan financier, ne sont pas significativement différentes de celles des fonds classiques (*cf.* encadré).

La gestion SR est-elle financièrement rentable ?

La question des performances comparées des fonds ISR par rapport aux fonds classiques n'a pas, à ce jour, reçu de réponse définitive, malgré les diverses études qui lui ont été consacrées.

D'un côté, des gérants de fonds ISR, comme ceux d'Ethos, peuvent arguer d'avoir souvent battu les indices de référence. On observe, en effet, que les grands indices représentatifs des fonds ISR « surperformant » régulièrement les indices représentatifs des fonds classiques.

D'un autre côté, il paraît logique de considérer que la gestion ISR, ajoutant des contraintes supplémentaires — en amont au niveau des gestionnaires de fonds ou en aval au niveau des firmes elles-mêmes —, soit moins performante,

au sens purement financier, qu'une gestion exempte desdites contraintes. Les études menées ne confirment que partiellement cette hypothèse : si la rentabilité moyenne — fonds ISR *versus* fonds classiques — est dans l'ensemble comparable, la volatilité des fonds ISR est cependant plus grande, montrant ainsi que « le *screening* a un coût ».

Il reste que cette question des performances comparées des fonds ISR *versus* fonds classiques et, à travers elles, du management stratégique des firmes concernées se trouve au cœur de la problématique de l'insertion de l'ISR comme acteur majeur du capitalisme contemporain et conditionne à terme sa réussite ou son échec.

Source : R. Pérez [2002].

Les gestionnaires de fonds utilisent ces performances relatives, ainsi que la publicité donnée à leur critères de sélection, pour communiquer avec les dirigeants des sociétés concernées et les amener à modifier leurs comportements. Cette « pédagogie du SR » via la démarche de sélection rejoint les pratiques de GE.

Des comportements de GE au service du SR

Les gestionnaires de fonds ISR se sont emparés des voies et moyens offerts par les dispositifs de GE « orientée actionnaire », pour faire entendre leur voix, même lorsque celle-ci était très minoritaire. Là également, on peut prendre la pratique du fonds Ethos comme exemple (cf. encadré).

Dans les faits, cet activisme actionnarial se concrétise par des actions ponctuelles : demandes d'informations adressées aux dirigeants de la société, vote contre ou abstention sur certaines résolutions proposées par les dirigeants, présentation de résolutions nouvelles ou alternatives avec les précédentes.

Ces actions ne sont pas toujours couronnées de succès, mais leur impact est certain. Tout d'abord, parce qu'elles sont accompagnées, systématiquement, d'un effort de communication tant envers des dirigeants de l'entreprise qu'en direction des autres actionnaires et des principaux partenaires. Ensuite, parce que cette communication, relayée souvent par les médias, peut altérer l'« *image corporate* » de l'entreprise concernée, voire amener d'autres actionnaires, parfois plus importants que le fonds ISR, à relayer l'initiative de ce dernier et à l'amplifier. Ceci peut inciter la direction de l'entreprise à revoir ses positions.

Cet activisme actionnarial s'inscrit, comme la démarche de sélection du portefeuille, dans une « pédagogie du SR » qui nous paraît inhérente à la philosophie même de ses adeptes [Pérez, 2002].

Ces pratiques contribuent à renouveler les modèles de GE « orientée actionnaire », en proposant une approche plus large, faisant leur part aux différentes autres parties prenantes à l'activité de l'entreprise.

Elles peuvent, par là, contribuer à mieux réguler les systèmes de GE et, à travers eux, le capitalisme contemporain.

La pratique de la GE au fonds Ethos

Les gestionnaires du fonds Ethos s'imposent un « exercice socialement responsable des droits de vote », démarche impliquant :

— « une analyse de l'ordre du jour des AG d'actionnaires », analyse effectuée par rapport aux « codes de bonnes pratiques » existant tant en matière de *corporate governance* que de développement durable ;

— « la formulation de positions de vote », prises de positions guidées par « la volonté d'augmenter, à long terme, la valeur de l'entreprise aussi bien pour les actionnaires que pour l'ensemble des parties prenantes ».

Source : conférence de M. Bideman, Université européenne d'été, Montpellier, septembre 2001, et entretiens avec l'auteur.

2. Évolution des systèmes de GE et régulation du capitalisme

L'évolution future des systèmes de GE sera celle des sociétés qui les produisent, des structures socio-économiques qui les conditionnent et des régimes juridiques qui les encadrent. Si toute prédiction serait autant prétentieuse que hasardeuse, des lignes de force s'affirment et quelques signaux apparaissent, des évidences se font jour et quelques solutions s'esquissent.

Une économie-monde largement dématérialisée

Les lignes de force sont celles d'une économie mondialisée et de plus en plus dématérialisée. La nouvelle « économie-monde », centrée sur les États-Unis d'Amérique, structure la production, la circulation et la consommation des richesses dans des systèmes centre-périphérie dont, à côté des États, les firmes multinationales sont les principaux vecteurs, chacune d'entre elles représentant le poids d'un petit pays (*cf.* étude CNUCED, 2002).

Cette économie mondiale est de plus en plus dématérialisée, non pas que les flux physiques de matières premières, énergie, biens intermédiaires, équipements et produits finis soient moindres que par le passé — au contraire ils n'ont jamais été si intenses —, mais parce que leur valeur relative diminue tant dans la structure des productions et des échanges que dans celle des consommations. De plus en plus, les sociétés contemporaines produisent, commercent et consomment des éléments immatériels : services individuels ou collectifs, biens culturels, instruments financiers... ou des biens

matériels qui incorporent une part croissante de services en tous genres par rapport à la composante physique.

Par ailleurs, les progrès constants des technologies de l'information favorisent à la fois le mouvement de mondialisation qu'elles portent largement et la nécessaire coordination des opérations exprimant les stratégies d'acteurs confrontés à une compétition élargie à l'arène mondiale.

Des sociétés en mutation

La mondialisation, la montée de l'immatériel, notamment à travers les technologies de l'information, accélèrent l'évolution des sociétés contemporaines, leurs mutations, parfois leurs crises et leurs conflits. Parmi les nombreux faits qui caractérisent de tels changements, quelques-uns paraissent significatifs par rapport à l'évolution des systèmes de GE, constituant autant de « signaux » pour alimenter le débat : ainsi en est-il de la tendance à la « juridiciarisation » de la société et des exigences accrues en matière de transparence et d'aptitude à rendre compte (*accountability*).

- *La juridiciarisation de la société.* — Fruit à la fois de l'individualisme économique et politique, de l'urbanisation et de l'éclatement des solidarités traditionnelles, de la montée de l'État de droit dans les sociétés « avancées », de l'omniprésence des valeurs pécuniaires dans les mentalités, de bien d'autres facteurs encore..., la tendance à recourir à l'institution judiciaire pour régler les relations entre les personnes et les organisations, et leurs inévitables désaccord constitue un fait de société significatif.

On ne s'étonnera pas que cette tendance à la « juridiciarisation » de la société soit particulièrement marquée aux États-Unis, compte tenu de ce que l'on sait de l'histoire, des institutions et des mentalités de ce pays. L'influence des États-Unis et de la société américaine est telle que cette évolution comportementale gagne progressivement les autres nations, soit par l'intermédiaire des relations internationales impliquant plusieurs pays, soit par simple mimétisme socioculturel.

Ces aspects seront à prendre en compte quant à leur impact sur les comportements des firmes, particulièrement du point de vue des éventuels dommages causés à des tiers, comme par exemple une catastrophe écologique.

- *Transparence et aptitude à rendre compte.* — Ces nouvelles exigences émanant de la société civile envers les différentes

personnes en charge de responsabilité sont liées aux aspirations à la démocratie et aux possibilités offertes par la société d'information. Si certaines personnes sont responsables, alors elles doivent être en position de « rendre compte » :

— rendre compte à qui ? En premier lieu à ceux qui les ont nommées (théorie de l'agence), mais aussi à ceux qui sont concernés par leurs actions, soit d'une manière contractuelle (cas des partenaires), soit d'une manière fortuite (cas de tiers extérieurs), enfin aux autorités en charge des dispositifs de régulation (pouvoirs publics, instances judiciaires) ;

— rendre compte de quoi ? Non pas de tout à tout le monde, mais à chacun de ce qu'il est en droit d'attendre ou en possibilité de contester.

Cette « aptitude à rendre compte » — traduction non satisfaisante du concept d'*accountability* — est liée à la tendance, précédemment rappelée, de juridiciarisation de la société. En effet, plus les occasions d'être impliqué dans un contentieux juridique — ou en sens inverse d'en provoquer un — sont grandes, plus il convient de pouvoir disposer des éléments permettant de justifier sa position. Cependant, cette « aptitude à rendre compte » dépasse largement ce cadre juridictionnel et exprime, plus largement, la contrepartie des droits que confère la situation de responsable.

Le principe d'accountability est, par là, intimement lié à celui de gouvernance, un peu comme la face et l'envers d'un même phénomène.

• *Des relations entreprise-société civile réciproques.* — Ces premiers constats, relatifs aux lignes de force caractérisant les économies contemporaines et les mutations des sociétés, en appellent d'autres au plan des relations entre l'entreprise et les sociétés civiles. Ces relations sont réciproques et cette réciprocité tend à apparaître comme une évidence : l'entreprise est partie prenante de la société civile et celle-ci est partie prenante de l'entreprise.

L'entreprise, quels que soient son statut juridique et la nature du système économique auquel elle se rattache, constitue un (ou des) collectif(s) de travail rassemblant des personnes insérées dans des rapports aux dimensions — et donc aux lectures — multiples : relations contractuelles comme les voit la théorie des conventions, expression des rapports de classes dans la tradition marxiste, manifestations des relations interpersonnelles dans les approches psycho-sociologiques... Chaque corpus théorique peut en donner sa lecture et, à travers celle-ci, son interprétation.

On ne peut artificiellement isoler l'organisation humaine que constitue l'entreprise du reste de la société. Les personnes qui sont considérées comme des acteurs internes à l'organisation ont une vie personnelle, des croyances idéologiques, politiques, culturelles... qui les rattachent, les enracinent au sein de la société civile. Les débats qui traversent celle-ci — par exemple à propos des droits civiques ou de l'environnement — ne peuvent rester « à la porte de l'entreprise » et cette dernière les importe, pourrait-on dire, par osmose. En sens inverse, le mode d'organisation du travail productif que requiert l'entreprise est tellement prégnant qu'il devient lui-même producteur de normes et de valeurs contribuant à la transformation de la société civile — par exemple avec le mythe de la performance.

« L'entreprise est une institution de la société » — ce n'est pas nouveau [Tabatoni P. et Jarniou P., 1971 ; Saintsaulieu R., 1987] ; celle-ci s'invite dans l'entreprise et, en retour, cette dernière participe à l'évolution sociétale. Les systèmes de GE sont amenés à prendre acte de ces évidences.

Des systèmes de GE forcément ouverts

Si l'entreprise est perçue comme une organisation humaine au sein de la société, dans quel système de gouvernance ses dirigeants doivent-ils être positionnés ? Quelle autorité les nomme et peut les remplacer ? Selon quelles procédures ? Comment sont-ils contrôlés, sur la base de quels critères et avec quelles conséquences ? Tous les acteurs et agents économiques qui composent l'entreprise ou sont en relation avec elle ont-ils vocation à participer à ces contrôles et, si oui, comment ? Qu'en est-il du reste de la société civile, par exemple les acteurs et agents qui ne sont ni membres ni partenaires directs de l'entreprise, mais qui peuvent être indirectement concernés par ses opérations, soit dans l'immédiat (exemple : fermeture d'un site industriel), soit dans le futur (exemple : affaire de l'amiante).

On ne peut évidemment apporter une réponse uniforme à cet ensemble de questions. Il est possible, en revanche, de présenter quelques éléments de réflexion susceptibles de donner des pistes pour une amélioration des systèmes de GE.

• *L'entreprise ne peut plus ignorer les externalités.* — Cette question redevient centrale et les analyses qui l'ignorent ou font une hypothèse comparable relèvent d'un irréalisme qui, s'il est fréquent dans la pensée économique, n'en est pas moins inutile, voire

dangereux. Les externalités sont inhérentes au statut de l'entreprise comme « institution enchâssée » dans la société : effets directs sur les autres agents économiques et sur les collectivités publiques concernées (retrées fiscales, notamment), incidences sur l'environnement naturel, sur la santé, sur les équilibres sociaux... Elles peuvent être positives ou négatives, évidentes ou très indirectes, mesurables ou pas... Cependant, ce n'est pas parce qu'elles sont parfois difficiles à repérer et à évaluer qu'il faut les ignorer.

- *Le problème du développement durable relève de l'approche en termes d'externalités.* — Ce problème est ici pointé car il pose la question, lancinante, de la responsabilité du système de GE trop orienté actionnaire par rapport à l'évolution à long terme de la société civile, tant à travers ses aspects liés à l'environnement naturel (comme la pollution) et de santé (les OGM) qu'à travers les aspects sociaux (emploi, conditions de travail) et plus largement sociétaux (droits de l'homme, cohésion sociale).

Il est possible de considérer ces problèmes de pérennité ou durabilité (*sustainability*) comme une catégorie d'externalités, celles qui concernent le futur, et de les traiter comme telles.

- *La prise en compte des externalités amène à concevoir des systèmes de GE ouverts.* — Dans le modèle néolibéral de GE, il n'y a pas d'externalités à prendre en compte au niveau de l'entreprise ; plus exactement, on peut considérer que, s'il y en a, elles sont de deux sortes :

— soit elles portent directement atteinte à d'autres acteurs de la société civile et ceux-ci sont fondés à en demander réparation auprès des instances judiciaires concernées (par exemple le procès intenté à Exxon après le naufrage de l'*Amoco Cadix*, « *class actions* » menées par des groupes d'actionnaires individuels contre les dirigeants de Vivendi). Si ces requêtes sont considérées positivement, elles ouvrent droit à des indemnités qui peuvent être considérables et les comptes des entreprises concernées, directement ou *via* leurs compagnies d'assurances, s'en retrouvent affectés ;

— soit elles se situent, d'une manière plus diffuse, au niveau du fonctionnement global de la société civile, de sa cohésion actuelle, de son avenir à moyen et long termes. Alors, ces questions ne relèvent pas de l'entreprise mais des pouvoirs publics (États et collectivités locales) ; à eux d'y apporter de bonnes solutions, en assurant les conditions qui, en termes d'infrastructure, d'éducation, de sécurité..., permettent le libre jeu des acteurs et la pérennité de la collectivité. Les entreprises, de même que les ménages, contribuent

Le problème des externalités

Cette question correspond — comme on le sait — à un thème classique de l'analyse économique depuis longtemps [Scitovsky, 1954], question qui reste toujours difficile à traiter, au point que nombre de chercheurs l'éluent. Elle est pourtant importante, voire consubstantielle à la problématique de la « responsabilité sociale ». En effet, que signifie « prendre en compte les points de vue des

différentes parties prenantes » (clients et fournisseurs, salariés, collectivités locales, défenseurs de la nature...), sinon raisonner en termes d'externalités, positives ici, négatives là, de telle sorte que seules les premières apparaissent (perspective d'optimum de Pareto) ou l'emportent largement sur les secondes (*second best*).

Source : R. Pérez [2002].

au financement de ces actions publiques par le jeu de la fiscalité ; l'impôt pouvant être considéré comme une contrepartie forfaitaire aux coûts des externalités négatives et au financement des investissements conduisant à réduire ces dernières et à créer des externalités positives.

Pour résumer la position néolibérale, les intérêts des parties prenantes étant réglés soit par la voie judiciaire (dommages et intérêts), soit par le biais de l'État (impôts), l'ouverture du système de GE à d'autres parties prenantes que l'actionnaire ne s'impose pas.

Expérimenter des voies nouvelles

On peut s'en satisfaire ou, au contraire, considérer qu'il conviendrait d'explorer d'autres voies.

Si l'expérience anglo-saxonne de GE a montré ses limites, les modèles alternatifs qu'ont représentés, ou que représentent encore la France, l'Allemagne ou le Japon ont montré les leurs. La réglementation étatique alourdit les procédures, mais ne garantit ni l'efficacité ni l'équité. Les liens noués entre dirigeants publics et privés, et, pour ces derniers, entre secteur industriel et secteur financier créent un effet « nomenklatura » qui freine la mise en œuvre d'un système de GE efficace.

Une participation plus large des parties prenantes à ces systèmes de GE paraît souhaitable et possible.

Au-delà des dispositifs institutionnels, tels que ceux prévus par la loi NRE pour la France, ou le « livre vert » pour l'Union européenne, l'essentiel nous paraît résider dans l'évolution des comportements, tant il est vrai que seuls ces derniers donnent vie aux premiers, les légitimant ou les discréditant.

Le débat est alors placé au plan sociétal du point de vue de l'évolution des mentalités et des idéologies, et au plan politique du point de vue des équilibres à trouver entre les groupes sociaux concernés.

Un débat sociétal et politique

Le débat sociétal concerne l'organisation générale du système de GE : quelles parts respectives laisser aux dispositifs propres à chaque entreprise (le conseil d'administration et ses comités *ad hoc*), aux dispositifs d'appui (notamment aux auditeurs comptables) et aux différentes composantes du dispositif de régulation (organisations professionnelles, tutelles administratives, instances judiciaires) ? Comment faire participer les différentes parties prenantes, « chacune pour ce qui la concerne », sans trop alourdir les procédures, et permettre aux dirigeants de diriger ? Dans cette perspective, comment construire un système d'information qui serve d'appui aux décisions des managers et permette à ces derniers de « rendre compte » ?

Le débat politique concerne les compromis à passer entre groupes sociaux pour insérer les systèmes de GE dans une perspective de régulation de l'économie globale. La question posée est double :

— d'une part, pour une période donnée, elle renvoie à l'équilibre des acteurs participant à la chaîne de valeur — aux plans national et international — et plus particulièrement au partage de la valeur ajoutée entre les groupes sociaux ayant contribué à la produire ;

— d'autre part, dans une perspective dynamique, elle renvoie aux solidarités intergénérationnelles concernées tant par le problème des retraites que par ceux de l'écosystème.

Par là, le débat politique devient lui-même sociétal.

Conclusion

Cette présentation de la GE a été étayée par une double conviction :

— d'une part, que les systèmes de GE s'inscrivent dans une perspective plus générale des systèmes de gouvernance des organisations, impliquant à la fois un dispositif institutionnel — ensemble de structures et de procédures — et une mise en œuvre par des comportements d'acteurs ;

— d'autre part, que la vague qui a porté, développé, popularisé le concept de GE depuis le milieu des années 1980 est à replacer dans un contexte historique, celui du « capitalisme fin de siècle » caractérisant la nouvelle « économie-monde » centrée autour des États-Unis d'Amérique.

Cette double référence, générale et contingente, n'est pas contradictoire, au contraire :

— la première a permis de disposer d'une grille d'analyse des systèmes de GE, d'en situer les différentes composantes institutionnelles — en particulier celles qui concourent à sa régulation — et de marquer l'importance des comportements des acteurs concernés, sans lesquels un système de GE resterait une enveloppe vide ;

— la seconde a fourni, pour l'essentiel, la clé d'interprétation du phénomène observé. Le « retour de l'actionnaire » marque, au-delà d'un recours aux mânes des pères fondateurs de l'économie politique — invoquées par un auteur comme M.C. Jensen —, un mûrissement de la nouvelle économie-monde et son passage progressif du statut de producteur de richesses à celui de rentier. L'organisation centre-périphérie qui caractérise la plupart des firmes multinationales — principalement nord-américaines, mais aussi européennes et japonaises — à la fois illustre cette tendance et offre les conditions de son maintien pour une période encore longue. Par ailleurs,

la dématérialisation des économies contemporaines facilite le maintien de ces centres — principaux et secondaires — sur leurs périphéries respectives.

Cette même double référence permet d'esquisser les perspectives qui s'offrent à la GE. La crise financière du tournant du siècle a mis en cause, par ses excès, un système de GE trop axé sur les performances boursières immédiates. Au-delà des dispositifs de GE incriminés, ce sont les comportements des acteurs eux-mêmes qui ont été défaillants.

En conséquence, les réformes institutionnelles préconisées, aussi louables soient-elles, ne suffiront pas à elles seules à rétablir cette confiance qui apparaît aujourd'hui au cœur des problèmes de gouvernance.

La confiance, comme tout sentiment, ne se décrète pas. De même que l'on ne peut gérer la société par décrets, de même une « bonne gouvernance » repose sur l'établissement — ou le rétablissement — d'un pacte social au sein de la communauté humaine concernée.

Repères bibliographiques

- AGLIETTA M., coord. (2001), *Régimes de gouvernement d'entreprise : différences nationales et stratégies d'entreprise*, rapport pour le Commissariat général du Plan, Paris.
- AGLIETTA M. (1976, 1997), *Régulation et crises du capitalisme*, postface de 1997, Paris, O. Jacob.
- ALBERT M. (1991), *Capitalisme contre capitalisme*, Paris, Seuil.
- ALBOUY M., coord. (1999), « Création de valeur : au-delà de la mode », dossier *R. Fr. de Gestion*, janv., n° 122, p. 77-134.
- ALCHIAN A.A., DEMSETZ H. (1972), « Production, information costs and economic organisation », *A. E. R.*, v. 62, p. 777-795.
- ALLOUCHE J. et HIRIGOYEN G., coord. (2000), « L'entreprise familiale », dossier *Fin. Contr. Strat.*, v. 3, n° 1, p. 29-222.
- ANSOFF I. (1965), *Corporate Strategy*, New York, Mc Graw-Hill.
- ARTUS P., DEBONNEUIL M. (1999), *Crise, recherche de rendement et comportements financiers : l'interaction des mécanismes micro-économiques et macro-économiques*, rapport au Conseil d'analyse économique, Paris.
- BALLIGAND J.-P. et DE FOUCAULT J.-B. (2000), *L'Épargne salariale au cœur du contrat social*, rapport au Premier ministre), Paris, La Documentation française.
- BANCEL F. (1997), *La Gouvernance des entreprises*, Paris, Economica (Poche).
- BARTON S.L., GORDON P.J. (1988), « Corporate strategy and capital structure » — *Strategic Man. J.*, v. 9, p. 623-632.
- BATSCH L. (1998), *Finance et stratégie*, Paris, Economica.
- BATSCH L. (2002), *Le Capitalisme financier*, Paris, La Découverte, « Repères ».
- BAUDRU D. et MORIN F. (1999), *Gestion institutionnelle du risque et crise financière. Une gestion spéculative du risque*, rapport au Conseil d'analyse économique, Paris.
- BAUDRU D., KECHIDI M. (1998), « Les investisseurs institutionnels étrangers : vers la fin du capitalisme à la française », *Rev. d'Éco. Fin.*, juillet, p. 67-78.
- BAUMOL W.J. (1959), *Business Behavior, Value and Growth*, New York, Mac Millan.

- BEER M. et NOHRIA N., éd. (2000), *Breaking the Code of Change*, Boston, Harvard B.S. Press.
- BELLON B. (1980), *Le Pouvoir financier et l'industrie en France*, Paris, Seuil.
- BERLE A., MEANS G. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Transaction Pub.
- BLAIR M. (1995), *Ownership and Control : Rethinking Corporate Governance for the XX Century*, Washington DC, The Brookings Institution.
- BRANDENBURGER A.M. et STUART H.W. (1996), « Value-based business strategy », *J. of Éco. et Man. Strat.*, v. 5, p. 5-24.
- BRAUDEL F. (1967-1979), *Civilisation matérielle. Économie et capitalisme*, Paris.
- BRAUDEL F. (1985), *La Dynamique du capitalisme*, Paris, Flammarion, « Champs ».
- BRENDER A. (2002), *Face aux marchés : la politique*, Paris, La Découverte, « Cahiers libres ».
- BURNHAM J. (1941), *Managerial Revolution*, New York, The John D. Company, (tr. fr. Calmann-Lévy, 1969).
- CABY G. (1996), Stratégie et finance : le processus de création de valeur », *R.F.G.*, n° 108, mars, p. 49-56.
- CABY J. et HIRIGOYEN G. (2001) *La Création de valeur de l'entreprise*, Paris, Economica.
- CAPRON M. et QUAIRES F. (2001), *Les Dynamiques relationnelles entre les firmes et les parties prenantes*, partie d'un rapport pour le Commissariat général du Plan, Paris.
- CASTA J.-F., COLASSE B., éd. (2001), *Juste Valeur : enjeux techniques et politiques*, Paris, Economica.
- CHANDLER A.D. (1977), *The Visible Hand : the Managerial Revolution in American Business*, Cambridge, Harvard University Press (tr. fr. Economica, 1988).
- CHANDLER A.D. (1990), *Scale and Scope : the Dynamics of Industrial Capitalism*, Cambridge, Harvard University Press.
- CHANDLER A.D. (1992), « Organizational capabilities and the economic history of the industrial enterprise », *J. of Eco. Perspectives*, v. 6, n° 3, p. 79-100.
- CHARREAUX G., éd. (1996), *Le Gouvernement des entreprises*, Paris, Economica.
- CHARREAUX G. (2001), « Jensen », in *Les Grands Auteurs en finance*, Caen, EMS.
- CHARREAUX G. (2003), « Le gouvernement des entreprises » in *Encyclopédie des ressources humaines*, Paris, Vuibert.
- CHARREAUX G. et DESBRIÈRES P. (1998), « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Fin. Contr. Strat.*, v. 1, n° 2, juin, p. 57-88.
- CHARREAUX G., PITOL-BELIN J. P. (1990), *Le Conseil d'administration*, Paris, Vuibert.
- CHESNAIS F., éd. (1996), *La Mondialisation financière*, Paris, Syros.
- CHEVALIER J.M. et al., éd. (2002), *Les Stratégies d'entreprises dans les nouvelles régulations*, Paris, PUF.
- CHEW D., éd. (1997), *Studies in International Corporate Finance and Governance Systems*, Oxford University Press.
- CLARKSON M.B.E., éd. (1998), *The Corporation and its*

- Stakeholders*, Toronto, University of Toronto Pr.
- COHEN E., PÉREZ R. (1999), « Vingt ans d'analyse financière en France », *Comptabilité, Contrôle, Audit*, mai, p. 61-76.
- CORNELL B., SHAPIRO A.C. (1987), « Corporate shareholders and corporate finance », *Fin. Man.*, avril, p. 5-14.
- COTTA A. (1991), *Le Capitalisme dans tous ses états*, Paris, Fayard.
- FAMA E.F. (1980), « Agency problems and the theory of the firm », *J. of Pol. Eco.*, v. 80, n° 2, p. 288-307.
- FAMA E.F. et TENSEN M.C. (1983); « Separation of Ownership and Control » *J. of Law and Economics* — V. 26, juin, p. 301-326.
- FREEMAN R.E. (1984), *Strategic Management : a Stakeholder Approach*, Marshall, MA, Pitman.
- FURUBOTN E.G., PEJOVICH S. (1972), « Property rights and economic theory : a survey of recent literature », *J. of Eco. Lit.*, p. 1137-1162.
- GABRIÉ H. et J.-L. JACQUIER (1994), *La Théorie moderne de l'entreprise, l'approche institutionnelle*, Paris, Economica.
- GALLIANO D., PÉREZ R., coord. (1996), « Les multinationales de l'agro-alimentaire », *Économie rurale*, n° 231, janvier, 72 p.
- GEOFFRON P. (1999), « Quelles limites à la convergence des modèles de corporate governance ? » *Rev. d'Eco. Ind.*, n° 90.
- GOMEZ P.-Y. (1996), *Le Gouvernement de l'entreprise*, Paris, InterÉditions.
- GOMEZ P.-Y. (2001), *La République des actionnaires*, Paris, Syros.
- GOYEAU D. et TARAZI A. (2001), *La Bourse*, Paris, La Découverte, « Repères ».
- GRIFIN J.J et MAHON J.F (1997), « The corporate social performance and corporate financial performance debate : 25 years of incomparable research », *Business et Society*, vol. 36, n° 1, p. 5-31.
- Guidelines. Global Reporting Initiative (GRI)*, Amsterdam, 2002.
- HART O. (1995), *Firms, Contracts and Financial Structure*, Oxford University Press.
- HAWLEY J.P. et WILLIAMS A.T. (2000), *The Rise of Fiduciary Capitalism*, Philadelphia, University of Pennsylvania Press.
- HEILBRONER R.L. (1985), *The Nature and Logic of Capitalism*, Norton & C° (tr. fr., Paris, Economica, 1986).
- HILFERDING R. (1910 ; tr. fr. 1970) *Le Capital financier*, Paris, Minuit.
- HIRIGOYEN G. (1997), « Stratégie et finance : approche par la création de valeur », *Encyclopédie de gestion*, Paris, Economica, tome 3, item 162, p. 3064-3092.
- HIRSCHMANN A.O. (1970), *Exit, voice and loyalty*, Harvard U. Pr.
- HOARAU C., TELLER R. (2001), *Création de valeur et management de l'entreprise*, Paris, Vuibert.
- JACOBS M. (1991), *Short-term America : the Causes and Cures of our Business Myopia*, Harvard B.S. Press.
- JENSEN M.C. (1984), « Takeovers : folklore and science », *Harvard Bus. Rev.*, p. 109-121.
- JENSEN M.C. (1986), *The Agency Cost of Free Cashflow : corporate finance and Takeovers*,

- AER, vol. 76, n° 2, (May), p. 323-329.
- JENSEN M.C. (1990), « Les actionnaires doivent contrôler les gestionnaires », *Harvard-L'Expansion*, p. 67-75.
- JENSEN M.C. (2001), « Value maximization, stakeholder theory and the corporate objective function », *J. of Applied Corporate Finance*, vol. 14, n° 3, p. 8-21.
- JENSEN M.C., MECKLING W. (1976), « Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and capital structure », *J. of Fin. Eco.*, vol. 3, p. 305-360.
- JENSEN M.C., MECKLING W.H. (1992), « Specific and general knowledge, and organizational structure », in L. WERIN et H. WIJKANDER, « *Contract Economics* », Oxford, Basil Blackwell, p. 251-274.
- JENSEN M.C. et RUBACK R.S. (1983), « The market of corporate control : The scientific evidence », *J. of Fin. Eco.*, vol. 11, p. 5-50.
- JONES T.M. (1993), « Instrumental stakeholders theory : a synthesis of ethics and economics », *Acad. of Man. Rev.*, vol. 20, n° 2, p. 405-437.
- KAPLAN R.S et NORTON D.P. (1996), *The Balanced Scorecard*, Boston, Harvard University Press (trad. fr. 1998, *Le Tableau de bord prospectif*, Paris, Les Éd. d'Organisation).
- KPMG (1998), *Gouvernement d'entreprise : bilan français et international*, Paris.
- KPMG (2000), *Gouvernement des entreprises : le management de la pérennité*, Paris.
- L'HÉLIAS S. (1997), *Le Retour de l'actionnaire*, Paris, Gualino.
- « *Livre vert* » : *promouvoir un cadre européen pour la responsabilité sociale des entreprises*, Commission de l'Union européenne, Bruxelles, juillet 2001.
- LOGSDON J.M. et al. (2000), *Research in Stakeholder Theory*, The Clarkson Centre for Business Ethics, University of Toronto.
- Loi sur l'épargne salariale, Paris, J.O. 19/02 2001.
- Loi sur les nouvelles régulations économiques (N.R.E.), Paris, J.O. 15/05 2001.
- LOISELET E. (2000), « L'investissement socialement responsable : méthodes et enjeux », *L'Économie politique*, n° 7, 3^e trim. (reproduit dans *Prob. Eco.*, n° 2745).
- LORDON F. (2000), « La création de valeur comme rhétorique et comme pratique. Généalogie et sociologie de la valeur actionnariale », *L'Année de la régulation*, vol. 4, p. 117-168.
- MARCHESNAY M. (1969), *Analyse dynamique et théorie de la firme*, thèse, Paris.
- MARCHESNAY M. (2002), *Pour une approche entrepreneuriale de la dynamique ressources-compétences*, ADREG (édition électronique).
- MARRIS R. (1964), *The Economic Theory of Managerial Capitalism*, New York, McMillan.
- MICHAUD C. et THOENING J.-C. (2001), *Stratégie et sociologie de l'entreprise*, Paris, Village mondial.
- MIGNON S. (2000), « La pérennité des entreprises familiales : un modèle alternatif à la création de valeur pour l'actionnaire », *Fin. Contr. Strat.*, vol. 3, n° 1, p. 169-196.

- MIGNON S. (2001), *Stratégie de pérennité d'entreprise*, Paris, Vuibert.
- MITCHELL *et al.* (1997), « Toward a theory of stakeholder identification and salience : defining the principe of who and what really counts », *Acad. of Man. Rev.*, vol. 22, n° 4, p. 853-886.
- MODIGLIANI F. et MILLER M. (1958), « The cost of capital, corporation finance and the theory of investment », *Am. Eco. Rev.*, vol. 48, n° 3, juin, p. 261-297.
- MORIN F. (1974), *La Structure financière du capitalisme français*, Paris, Calmann Lévy.
- MORIN F. (1996), « Privatisation et évolution des pouvoirs : le modèle français du gouvernement d'entreprise », *Revue Économique*, vol. 47, n° 6, p. 1253-1268.
- MORIN F. (1998), *Le Modèle français de détention et de gestion du capital*, rapport au ministre de l'Économie et des Finances), Paris, Les Éditions de Bercy.
- MYERS S., MAJLUF N. (1984), « Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have », *J. of Fin. Eco.*, n° 13.
- OCDE (2000), *Le Gouvernement d'entreprise : améliorer la compétitivité des entreprises et faciliter leur accès aux marchés financiers mondiaux*, rapport Millstein, Paris.
- ORLÉAN A. (1999), *Le Pouvoir de la finance*, Paris, Éd. Odile Jacob.
- PASTRÉ O., coord. (1994), « Corporate governance, le gouvernement d'entreprise », n° spécial, *Revue d'Économie Financière*, n° 31, hiver.
- PASTRÉ O. et CHARREAUX G., coord. (2001), « Le gouvernement d'entreprise », *Revue d'Économie Financière*, n° 63, n° 3.
- PESQUEUX Y. et BIEFNOT Y. (2002), *L'Éthique des affaires. Management par les valeurs et responsabilité sociale*, Paris, Éd. d'Organisation.
- PESQUEUX Y. (2000), *Le Gouvernement d'entreprise comme idéologie*, Paris, Ellipse.
- PENROSE E.T. (1959), *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford University Press.
- PÉREZ R. (1988-1995), *BSN-Danone* (cinq éd.), Paris, Eurostaf, « Stratégies et performances des groupes européens ».
- PÉREZ R. (1994), « Les cultures d'entreprises méditerranéennes », in J. THOBIE et S. KANÇAL, éd., *Industrialisation, communication et rapports sociaux*, Paris, L'Harmattan, p. 151-171.
- PÉREZ R. (1995), « Problématique du financement de la croissance externe », *Économies et sociétés* (série S.G., n° 21), tome 29, n° 5, mai, p. 148-166.
- PÉREZ R. (2000), « Épargne et citoyenneté », in MARTIN M. et TELLER R., coord., *La Décision managériale (mélanges en l'honneur de J. Lebraty)*, Nice, IAE.
- PÉREZ R. (2002), « L'actionnaire socialement responsable : mythe d'hier ou réalité de demain ? », *Revue française de gestion*, n° 140, novembre-décembre.
- PÉREZ R., PALPACUER F., coord. (2002), *Mutation du mode de gouvernance, dynamique de compétitivité et stratégies des groupes : le cas des multinationales alimentaires en Europe*, rapport pour le Commissariat

- général du Plan, Montpellier, février, 260 p. et annexes.
- PÉREZ R., PALPACUER F. et TOZANLI S. (2000), « Mutation du mode de gouvernance, dynamique de compétitivité et stratégies de groupes : l'exemple de Danone », XV^e journées nationales des IAE, Bayonne, septembre (sur CD-Rom).
- PEYRELEVADE J. (1999), *Le Gouvernement d'entreprise ou les fondements incertains d'un nouveau pouvoir*, Paris, Economica.
- PILVERDIER J. (2002), *Le Marché financier*, Paris, Economica (Poche).
- PONSSARD J.P., PLIHON D., coord. (2001), *Les Investissements des fonds étrangers dans les entreprises françaises*, rapport pour le ministère de l'Industrie.
- PROT B. ET DE ROSEN M., éd. (1990), *Le Retour du capital. Les fusions-acquisitions en France et dans le monde*, Paris, O. Jacob.
- RAPPAPORT A. (1987), *Creating Shareholder Value : the New Standard for Business Performance*, New York, The Free Press.
- RASTOIN J.-L., GHERSI G., PEREZ R. et TOZANLI S. (1998), *Structures, performances et stratégies des groupes agro-alimentaires multinationaux*, Agrodatab, 6^e éd., Montpellier, CIHEAM-IAM.M, 1 vol., 483 p. + CD-Rom.
- ROSS S.A. (1973), « The economic theory of agency : the principal's problem », *A.E.R.*, vol. 62, mai, p. 134-139.
- RUBINSTEIN M. (2002), « Le débat sur le gouvernement d'entreprise en France : un état des lieux », *Rev. Eco. Ind.*, n° 98, p. 7-28.
- SAINTSAULIEU R. (1987), *Sociologie de l'organisation et de l'entreprise*, Paris, Dalloz.
- SALMON J.-M. (2001), *Un monde à grande vitesse ; globalisation mode d'emploi*, Paris, Seuil.
- SAY J.-B. (1803), *Traité d'économie politique*, Paris.
- SCITOVSKY T. (1954), « Two concepts of external economics », *The Journal of Political Economy*, avril, p. 153-155.
- SHLEIFER A. et VISHNY R.W. (1997), « A survey of corporate governance », *Journal of Finance*, vol. 52, n° 2, p. 737-783.
- SICARD J.-P. (2001), « Fonds éthiques, investissement socialement responsable : nouveaux enjeux, nouvelles perspectives », *La Lettre économique de la CDC*, n° 133, octobre (reproduit dans *Prob. Eco.*, n° 2745).
- SMITH A. (1776), *Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations* (tr. fr., Paris).
- SOMBART W. (1930), « Capitalism », in *Encyclopedia of Social Science*, New York, vol. III, p. 200-230.
- STERNBERG E. (1996), « Stakeholder Theory Exposed », *The Corporate Governance Quarterly*, vol. 2, n° 1, p. 4-18.
- TABATONI P. et JARNIOU P. (1971), *Les Systèmes de gestion, politiques et structures*, Paris, PUF.
- TEECE D. et al. (1997), « Dynamic capabilities and strategic management », *Strategic Manag. J.*, vol. 18, n° 7, p. 509-533.
- THIVEAUD J.-M. (1994) « De la gouvernance des grandes sociétés » *Rev. éco. fin.* n° 31, p. 243-276.
- TUNC A. (1994), « Le gouvernement des sociétés anonymes : le mouvement de réforme aux

- États-Unis et au Royaume-Uni », *Rev. int. de droit comparé*, n° 1.
- TURBULL S. (1997), « Stakeholder governance : a cybernetic and property rights analysis », *Corporate Governance*, vol. 5, n° 1.
- WALLERSTEIN I. (2002), *Le Capitalisme historique*, Paris, La Découverte, coll. « Repères », nouvelle édition.
- WALLISER E. (2001), *La Mesure comptable des marques*, Paris, Vuibert.
- WALTON P. (2001), *La Comptabilité anglo-saxonne*, Paris, La Découverte, coll. « Repères », nouvelle édition.
- WEBER M. (1904, tr. f. 1964), *L'Éthique protestante et l'esprit du capitalisme*, Paris, Plon.
- WERNEFELD B. (1984), « A resource-based view of the firm », *Strategic Manag. J.*, vol. 5, n° 2, p. 171-180.
- WILLIAMSON O.E. (1964), *The Economics of Discretionary Behavior : Managerial Objectives in a Theory of the Firm*, Eng. Cliffs, Prentice Hall.
- WILLIAMSON O.E. (1981), « The modern corporation : origins, evolution, attributes », *J. of Eco. Literature*, vol. 19, p. 1537-1568.
- WILLIAMSON O.E. (1988), « Corporate finance and corporate governance », *J. of Finance*, vol. 43.
- WILLIAMSON O.E. (1999), « Strategy research : governance and competence perspective », *Strategic Manag. J.*, vol. 20, p. 1087-1108.

Principaux sites Internet :

Des centaines de sites concernent directement ou partiellement la GE,

sans parler des sites des différentes sociétés concernées. On peut citer parmi les plus significatifs :

Informations générales
<http://www.stakeholderforum.org>
<http://www.proxinvest.fr>
<http://www.ecgn.ulb.ac.be> (european corporate governance network)

Fonds d'investissements/ fonds de pensions
<http://www.calpers-governance.org>
<http://www.pionline.com> (pensions & investments)
<http://www.socialfunds.com>

Agences de notation
<http://www.standardpoor.com>
<http://www.moodys.com>

Organismes de régulation
<http://www.cob.com>
<http://www.sec.gov>
<http://www.fsa.gov.uk>

Responsabilité sociale
<http://bsr.org> (business for social responsibility)
<http://www.orse.org> (observatoire sur la responsabilité sociale de l'entreprise)
<http://www.novethic.fr>
<http://sri-in-progress.com>
<http://www.terra-nova.fr>
<http://worldcsr.com> (corporate social responsibility)

Organismes internationaux
<http://www.oecd.org>
<http://www.earthsummit2002.org>
<http://www.globalreporting.org>
<http://www.unrisd.org>
<http://www.wto.org> (world trade organisation — OMC)

Petit glossaire anglais-français

Les concepts, méthodes et pratiques de la GE, et plus généralement ceux de l'économie, de la finance et du management étant largement ceux de l'univers anglo-saxon, il est apparu souhaitable de rappeler les principaux termes anglais (ou américains) utilisés avec leur traduction — parfois leur adaptation — en français.

Accountability : aptitude à rendre compte

Agency costs : coûts d'agence

Assets management : gestion d'actifs (financiers)

Bear market : marché orienté à la baisse (*bear* = ours)

Benchmarking : étalonnage

Best practices : meilleures pratiques (dans une perspective d'étalonnage)

Book value : valeur comptable

Broker : courtier en valeurs mobilières

Bull market : marché orienté à la hausse (*bull* = taureau)

Business angel : apporteur de capitaux pour une *start-up* (forme moderne de la relation commanditaire-commandité)

Business model : modèle économique d'entreprise

B 2 B (business to business) : commerce inter-entreprises

B 2 C (business to consumer) : commerce avec les particuliers

Buy side : « côté achat » ; analystes financiers travaillant pour les organismes et institutions de placement

CEO (chief executive officer) : directeur général

Chairman : président (en général « *no executive* »)

Class action : action contentieuse menée par un groupe d'actionnaires

Corporate governance : gouvernance (ou gouvernement) d'entreprise

Downsizing : réduction de taille (d'une unité, d'une firme)

EBIT (earning before interest and taxes) : résultat d'exploitation

EBITDA (earning before interest, taxes and depreciation allowance) : excédent brut d'exploitation

Entrenchment : enracinement (des dirigeants)

EVA (economic value added) : valeur ajoutée économique (calculée sur données financières)

Exit : « sortie » ; comportement consistant à vendre les titres que l'on possède d'une société (à en « sortir »)

Fair value : « valeur juste » ; valeur comptable estimée au prix du marché

FASB (financial accounting standards board) : régulateur comptable américain

Free cash flow : financement disponible (après avoir effectué les investissements rentables)

Glass Steagall Act : loi américaine interdisant aux banques commerciales d'effectuer des opérations relevant des banques d'affaires (promulguée en 1932, supprimée en 1999)

Golden parachute : « parachute doré », clause prévoyant des indemnités confortables pour les dirigeants licenciés

IASC/IASB (International Accounting Standards Committee/Board) : organisation en charge des normes comptables internationales

Insider : personne informée « de l'intérieur » d'une firme

ISR (investment socially responsible) : investissement socialement responsable

Junk bonds : (obligations « pourries ») ; obligations à haut risque (et à haut rendement)

Lean capital : capital allégé

Leverage : « levier » (en finance, rapport dettes/fonds propres)

Market of corporate control : marché du contrôle des entreprises (via les OPA/OPE...)

Market value : valeur de marché (au prix du marché)

Monitoring : processus de surveillance et de contrôle (ex. des dirigeants)

Mutual fund : fonds d'investissements financiers

NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation) : Bourse américaine (comprenant beaucoup de valeurs technologiques comme Microsoft)

NOPAT (net operating income after tax) : résultat opérationnel ajusté après impôt

NYSE (New York Stock Exchange) : principale Bourse américaine (et mondiale)

Outsourcing : externalisation

Pension funds : fonds de retraite (par capitalisation)

PER (price earning ratio) : rapport cours/résultats (pour une société cotée)

Poison pill : « pilule empoisonnée », dispositif anti-OPA

Profit warning : avertissement sur résultats (annuels, semestriels, trimestriels)

Public corporate : société de capitaux (faisant appel à l'épargne publique)

Pure player : « joueur pur », entreprise monoactivité

Raider : groupe financier effectuant une OPA hostile

Rating : notation (de la situation d'un emprunteur)

Reporting : rapport (exemple : sur les comptes d'une entreprise)

Sarbanes-Oxley Act : loi américaine renforçant les contrôles sur les comptes des entreprises (promulguée en juillet 2002)

SBU (strategic business unit) : unité — ou domaine — d'activité stratégique

Screening : analyse sélective (des titres)

SEC (Securities and Exchange Commission) : organisme de régulation du marché financier américain (« gendarme de la Bourse », comme l'est la COB en France)

Second best : optimum de deuxième rang

Sell side : « côté vente », analystes financiers travaillant sur les actions des sociétés cotées

Shareholder ou *stockholder* : actionnaire

Shareholder value : valeur pour l'actionnaire

Stakeholders : « porteurs d'enjeux », parties prenantes, partenaires de l'entreprise (clients, fournisseurs, salariés...)

Social responsibility : responsabilité envers la société civile (aspects « sociétaire » et pas seulement « sociaux »)

SPE (special purpose entity) : entité spécifique (créée notamment par Enron pour maquiller ses comptes)

Start-up : nouvelles entreprises, en général dans le secteur des nouvelles technologies parfois dénommées « jeunes pousses »

Stocks-options : options d'achat d'actions (distribuées aux dirigeants, voire aux salariés d'une entreprise)

Sustainability : aptitude à être durable

Triple bottom line : « triple ligne du bas », approche multicritères de la performance (financière, environnementale et sociale)

US GAAP (United States Generally Accepted Accounting Principles) : normes comptables américaines

Voice : « voix » ; comportement consistant à utiliser tous les droits de l'actionnaire (à donner de la « voix »)

WACC (weight average cost of capital) : coût moyen pondéré du capital.

Table

Introduction	3
---------------------------	---

PREMIÈRE PARTIE

PRÉSENTATION ET CADRE D'ANALYSE DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE

I / Émergence et évolution de la gouvernance de l'entreprise	9
1. <i>Des origines anciennes</i>	9
Commerce lointain et GE marchande, 9 – Propriétaires fonciers et GE agricole, 10 – Révolutions industrielles et essor de la GE, 11.	
2. <i>La GE, un produit made in USA</i>	12
La nouvelle « économie-monde » autour des États-Unis d'Amérique, 12 – La GE américaine, un phénomène national et ambivalent, 13 – Régulation du marché et GE, 13 – L'ère des managers, 14 – Le Retour de l'actionnaire, 15.	
3. <i>Des pratiques diversifiées en Europe et dans le monde</i>	17
L'Europe anglo-saxonne, 17 – Le modèle rhénan, 18 – Les spécificités méditerranéennes, 18 – La GE à la française, 19 – Annexe : Les modes de GE dans le reste du monde, 20.	
II / La gouvernance de l'entreprise : un cadre d'analyse	22
1. <i>Observations générales sur les systèmes de gouvernance des organisations. Esquisse d'une théorie de la gouvernance</i>	22
	121

Une définition provisoire	22
Les sujets de la gouvernance : les dirigeants, 23 – L’objet de la gouvernance ou le « management du management », 23 – Les constituants des systèmes de gouvernance : le paradigme SPC, 24 – L’harmonisation des systèmes de gouvernance : le rôle du dispositif de régulation, 25 – Les organisations professionnelles, 25 – Les tutelles administratives, 25 – Les instances dédiées : les « autorités de régulation », 26 – Les instances juridictionnelles, 27 – Les parties prenantes aux systèmes de gouvernance et leurs droits respectifs, 27 – Conclusion, 28.	
2. <i>Cadres conceptuels de la GE</i>	30
La forme canonique de la firme : l’entrepreneur, 30 – La dissociation propriété-pouvoir et la construction d’une théorie managériale de la firme 31 – La théorie de l’agence au service du retour de l’actionnaire, 33 – La généralisation de la théorie de l’agence aux parties prenantes, 36 – La contestation du modèle dominant et la recherche de nouveaux cadres conceptuels, 37.	

DEUXIÈME PARTIE

LA MISE EN ŒUVRE

DE LA GOUVERNANCE D’ENTREPRISE

« ORIENTÉE ACTIONNAIRE »

III / Les dispositifs institutionnels de la GE	41
1. <i>Le dispositif propre à l’entreprise</i>	42
La souveraineté de l’assemblée générale des actionnaires, 42 – Le rôle ambivalent du conseil d’administration, 43 – Le statut et la fonction du président et/ou du directeur général : monarchie ou dyarchie à la tête de l’entreprise ?, 46.	
2. <i>Le dispositif d’appui</i>	47
Le contrôle des comptes : auditeurs, experts et certificateurs 47 – L’évaluation financière : analystes financiers et agences de notation, 48 – Intermédiaires financiers : prestataires de services d’investissement, sociétés de conseil et d’ingénierie financière, 49.	
3. <i>Le dispositif de régulation</i>	51
Les organisations professionnelles, 51 – Les tutelles administratives, 52 – Les « autorités de régulation » : SEC, COB AMF..., 52 – Les instances juridictionnelles, 53.	

4. <i>Sur quelques outils opérationnels de la GE</i>	
« orientée actionnaire »	55
Un indicateur de financement : le « flux de liquidité disponible » (free cash flow, FCF), 55 – Un indicateur de performance : la création de valeur boursière, 56 – Un principe de mesure comptable : la valeur de marché dite « juste valeur », 56 – Un mécanisme incitatif : l’attribution d’options d’achat d’actions (<i>stocks-options</i>), 57 – Un mécanisme disciplinant : les OPA-OPE, 57 – Conclusion : La « boîte à outils » d’une GE « orientée actionnaire », 58.	

IV / Les comportements des acteurs	60
1. <i>Les comportements des acteurs financiers</i>	60
Intermédiation et professionnalisation des opérations, 61 – Internationalisation et concentration des opérateurs, 62 – Pratiques d’étalonnage, gestion indicielle et risque de court-termisme, 63 – Conflits d’intérêts potentiels, 65	
2. <i>Les comportements des dirigeants des entreprises</i>	66
La révision — parfois déchirante — des choix stratégiques, 68 – La modification des systèmes de management, 75 – Conclusion : Une GE fondée sur un modèle boursier, 78.	

TROISIÈME PARTIE

GOUVERNANCE D’ENTREPRISE ET DYNAMIQUE DU CAPITALISME CONTEMPORAIN

V / La propagation et la crise du modèle boursier de gouvernance d’entreprise	80
1. <i>L’irrésistible propagation du modèle boursier de GE</i> .	80
Le rêve américain, 81 – Des managers (trop) largement récompensés, 81 – Des disciples un peu partout dans le monde, 82.	
<i>Une situation française en pleine évolution</i>	83
Annexes : Évolution des dispositifs institutionnels et des pratiques de la GE, 84.	
2. <i>La crise financière du tournant du siècle</i>	85
Rappel des faits, 85 – La mise en cause des systèmes de GE trop axés sur les marchés financiers, 89.	

VI / Modèles alternatifs de gouvernance d'entreprise et nouvelle régulation du capitalisme	96
1. <i>De l'investissement éthique aux approches partenariales : à la recherche de modèles de GE « socialement responsables »</i>	97
La sélection des entreprises socialement responsables, 97 – Des comportements de GE au service du SR, 101.	
2. <i>Évolution des systèmes de GE et régulation du capitalisme</i>	102
Une économie-monde largement dématérialisée, 102 – Des sociétés en mutation, 103 – Des systèmes de GE forcément ouverts, 105 – Expérimenter des voies nouvelles, 107 – Un débat sociétal et politique, 108.	
 Conclusion	 109
 Repères bibliographiques	 111
 Petit glossaire anglais-français	 118

Collection

R E P È R E S

dirigée par

JEAN-PAUL PIRIOU

avec BERNARD COLASSE, PASCAL
COMBEMALE, FRANÇOISE DREYFUS,
HERVÉ HAMON, DOMINIQUE MERLLIÉ,
CHRISTOPHE PROCHASSON
et MICHEL RAINELLI

Affaire Dreyfus (L'), n° 141, Vincent Duclert.

Aménagement du territoire (L'), n° 176,
Nicole de Montricher.

Analyse financière de l'entreprise (L'),
n° 153, Bernard Colasse.

Archives (Les), n° 324,
Sophie Cœuré et Vincent Duclert.

Argumentation dans la communication (L'),
n° 204, Philippe Breton.

Audit (L'), n° 383, Stéphanie
Thierry-Dubuisson.

Balance des paiements (La), n° 359,
Marc Raffinot, Baptiste Venet.

Bibliothèques (Les), n° 247,
Anne-Marie Bertrand.

Bourse (La), n° 317,
Daniel Goyeau et Amine Tarazi.

Budget de l'État (Le), n° 33, Maurice Baslé.

Calcul des coûts dans les organisations (Le),
n° 181, Pierre Mévellec.

Calcul économique (Le), n° 89,
Bernard Walliser.

Capitalisme financier (Le), n° 356,
Laurent Batsch.

Capitalisme historique (Le),
n° 29, Immanuel Wallerstein.

Catégories socioprofessionnelles (Les), n° 62,
Alain Desrosières et Laurent Thévenot.

Catholiques en France depuis 1815 (Les),
n° 219, Denis Pelletier.

Chômage (Le), n° 22, Jacques Freyssinet.

Chronologie de la France au XX^e siècle,
n° 286, Catherine Fhima.

Collectivités locales (Les),
n° 242, Jacques Hardy.

Commerce international (Le),
n° 65, Michel Rainelli.

Comptabilité anglo-saxonne (La), n° 201,
Peter Walton.

Comptabilité en perspective (La), n° 119,
Michel Capron.

Comptabilité nationale (La),

n° 57, Jean-Paul Piriou.

Concurrence imparfaite (La),
n° 146, Jean Gabszewicz.

Conditions de travail (Les), n° 301,
Michel Gollac et Serge Volkoff.

Consommation des Français (La) :
1. n° 279 ; 2. n° 280,

Nicolas Herpin et Daniel Verger.

Constitutions françaises (Les), n° 184,
Olivier Le Cour Grandmaison.

Construction européenne (La), n° 326,
Guillaume Courty et Guillaume Devin.

Contrôle budgétaire (Le), n° 340,
Nicolas Berland.

Contrôle de gestion (Le), n° 227,
Alain Burlaud, Claude J. Simon.

Coût du travail et emploi, n° 241,
Jérôme Gautié.

Critique de l'organisation du travail, n° 270,
Thomas Coutrot.

Culture de masse en France (La) :

1. 1860-1930, n° 323, Dominique Kalifa.

Démocratisation de l'enseignement (La),
n° 345, Pierre Merle.

Démographie (La), n° 105, Jacques Vallin.

**Développement économique de l'Asie
orientale (Le)**, n° 172, Éric Bouteiller
et Michel Fouquin.

DOM-TOM (Les), n° 151, Gérard Belorgey
et Geneviève Bertrand.

Droits de l'homme (Les),
n° 333, Danièle Lochak.

Droit du travail (Le),
n° 230, Michèle Bonnechère.

Droit international humanitaire (Le), n° 196,
Patricia Buirette.

Droit pénal, n° 225, Cécile Barberger.

Économie bancaire,
n° 268, Laurence Scialom.

Économie britannique depuis 1945 (L'),
n° 111, Véronique Riches.

Économie chinoise (L'), n° 378,
Françoise Lemoine.

Économie de l'Afrique (L'),
n° 117, Philippe Hugon.

Économie de l'environnement, n° 252,
Pierre Bontems et Gilles Rotillon.

Économie de l'euro,
n° 336, Agnès Benassy-Quéré
et Benoît Cœuré.

Économie française 2003 (L'),
n° 357, OFCE.

Économie de l'innovation,
n° 259, Dominique Guellec.

- Économie de la connaissance (L')**, n° 302,
Dominique Foray.
- Économie de la culture (L')**,
n° 192, Françoise Benhamou.
- Économie de la distribution**, n° 372,
Marie-Laure Allain et Claire Chambolle.
- Économie de la drogue (L')**,
n° 213, Pierre Kopp.
- Économie de la presse**,
n° 283, Patrick Le Floch et Nathalie Sonnac.
- Économie de la propriété intellectuelle**,
n° 375, François Lévêque et Yan Ménérier.
- Économie de la réglementation (L')**, n° 238,
François Lévêque.
- Économie de la RFA (L')**,
n° 77, Magali Demotes-Mainard.
- Économie des États-Unis (L')**,
n° 341, Hélène Baudchon et Monique Fouet.
- Économie des fusions et acquisitions**, n° 362,
Nathalie Coutinet et Dominique
Sagot-Duvauroux.
- Économie des inégalités (L')**,
n° 216, Thomas Piketty.
- Économie des logiciels**, n° 381, François Horn.
- Économie des organisations (L')**,
n° 86, Claude Menard.
- Économie des relations interentreprises (L')**,
n° 165, Bernard Baudry.
- Économie des réseaux**,
n° 293, Nicolas Curien.
- Économie des ressources humaines**,
n° 271, François Stankiewicz.
- Économie du droit**, n° 261, Thierry Kirat.
- Économie du Japon (L')**,
n° 235, Évelyne Dourille-Feer.
- Économie du sport (L')**,
n° 309, Jean-François Bourg
et Jean-Jacques Gouguet.
- Économie et écologie**, n° 158,
Frank-Dominique Vivien.
- Économie marxiste du capitalisme**, n° 349,
Gérard Duménil et Dominique Lévy.
- Économie mondiale 2004 (L')**, n° 371, CEPIL.
- Économie politique internationale**, n° 367,
Christian Chavagneux.
- Économie postkeynésienne (L')**,
n° 384, Marc Lavoie.
- Économie sociale (L')**,
n° 148, Claude Vienney.
- Emploi en France (L')**,
n° 68, Dominique Gambier
et Michel Vernières.
- Employés (Les)**, n° 142, Alain Chenu.
- Ergonomie (L')**, n° 43,
Maurice de Montmollin.
- Éthique dans les entreprises (L')**, n° 263,
Samuel Mercier.
- Éthique économique et sociale**,
n° 300, Christian Arnsperger
et Philippe Van Parijs.
- Étudiants (Les)**, n° 195, Olivier Galland
et Marco Oberti.
- Évaluation des politiques publiques (L')**,
n° 329, Bernard Perret.
- FMI (Le)**, n° 133, Patrick Lenain.
- Fonction publique (La)**, n° 189, Luc Rouban.
- Formation professionnelle continue (La)**,
n° 28, Claude Dubar.
- France face à la mondialisation (La)**, n° 248,
Anton Brender.
- France face aux marchés financiers (La)**,
n° 385, Anton Brender.
- Front populaire (Le)**, n° 342, Frédéric Monier.
- Gestion financière des entreprises (La)**,
n° 183, Christian Pierrat.
- Gouvernance de l'entreprise (La)**, n° 358,
Roland Perez.
- Grandes économies européennes (Les)**,
n° 256, Jacques Mazier.
- Guerre froide (La)**, n° 351,
Stanislas Jeannesson.
- Histoire de l'administration**,
n° 177, Yves Thomas.
- Histoire de l'Algérie coloniale, 1830-1954**,
n° 102, Benjamin Stora.
- Histoire de l'Algérie depuis l'indépendance**,
1. 1962-1988, n° 316, Benjamin Stora.
- Histoire de l'Europe monétaire**,
n° 250, Jean-Pierre Patat.
- Histoire du féminisme**,
n° 338, Michèle Riot-Sarcey.
- Histoire de l'immigration**, n° 327,
Marie-Claude Blanc-Chaléard.
- Histoire de l'URSS**, n° 150, Sabine Dullin.
- Histoire de la guerre d'Algérie, 1954-1962**,
n° 115, Benjamin Stora.
- Histoire de la philosophie**,
n° 95, Christian Ruby.
- Histoire de la société de l'information**,
n° 312, Armand Mattelart.
- Histoire de la sociologie :**
1. Avant 1918, n° 109,
2. Depuis 1918, n° 110, Charles-Henry Cui
et François Gresle.
- Histoire de la Turquie contemporaine**, n° 387,
Hamit Bozarslan.
- Histoire des États-Unis depuis 1945 (L')**,
n° 104, Jacques Portes.

- Histoire des idées politiques en France au XIX^e siècle**, n° 243, Jérôme Grondeux.
- Histoire des idées socialistes**, n° 223, Noëlline Castagnez.
- Histoire des théories de l'argumentation**, n° 292, Philippe Breton et Gilles Gauthier.
- Histoire des théories de la communication**, n° 174, Armand et Michèle Mattelart.
- Histoire du Maroc depuis l'indépendance**, n° 346, Pierre Vermeren.
- Histoire du Parti communiste français**, n° 269, Yves Santamaria.
- Histoire du parti socialiste**, n° 222, Jacques Kergoat.
- Histoire du radicalisme**, n° 139, Gérard Baal.
- Histoire du travail des femmes**, n° 284, Françoise Battagliola.
- Histoire politique de la III^e République**, n° 272, Gilles Candar.
- Histoire politique de la IV^e République**, n° 299, Éric Duhamel.
- Histoire sociale du cinéma français**, n° 305, Yann Darré.
- Incertitude dans les théories économiques**, n° 379, Nathalie Moureau et Dorothee Rivaud-Danset.
- Industrie française (L')**, n° 85, Michel Husson et Norbert Holcblat.
- Inflation et désinflation**, n° 48, Pierre Bezbakh.
- Insécurité en France (L')**, n° 353, Philippe Robert.
- Introduction à Keynes**, n° 258, Pascal Combemale.
- Introduction à l'économie de Marx**, n° 114, Pierre Salama et Tran Hai Hac.
- Introduction à l'histoire de la France au XX^e siècle**, n° 285, Christophe Prochasson.
- Introduction à la comptabilité d'entreprise**, n° 191, Michel Capron et Michèle Lacombe-Saboly.
- Introduction à la microéconomie**, n° 344, Anne Épaillard et Aude Pommeret.
- Introduction à la microéconomie**, n° 106, Gilles Rotillon.
- Introduction à la philosophie politique**, n° 197, Christian Ruby.
- Introduction au droit**, n° 156, Michèle Bonnechère.
- Introduction aux Cultural Studies**, n° 363, Armand Mattelart et Érik Neveu.
- Introduction aux sciences de la communication**, n° 245, Daniel Bougnoux.
- Introduction aux théories économiques**, n° 262, Françoise Dubœuf.
- Islam (L')**, n° 82, Anne-Marie Delcambre.
- Jeunes (Les)**, n° 27, Olivier Galland.
- Jeunes et l'emploi (Les)**, n° 365, Florence Lefresne.
- Judaïsme (Le)**, n° 203, Régine Azria.
- Lexique de sciences économiques et sociales**, n° 202, Jean-Paul Piriou.
- Libéralisme de Hayek (Le)**, n° 310, Gilles Dostaler.
- Macroéconomie. Investissement (L')**, n° 278, Patrick Villieu.
- Macroéconomie. Consommation et épargne**, n° 215, Patrick Villieu.
- Macroéconomie financière :**
1. **Finance, croissance et cycles**, n° 307,
 2. **Crises financières et régulation monétaire**, n° 308, Michel Aglietta.
- Management de projet (Le)**, n° 377, Gilles Garel.
- Management de la qualité (Le)**, n° 315, Michel Weill.
- Management international (Le)**, n° 237, Isabelle Huault.
- Marchés du travail en Europe (Les)**, n° 291, IRES.
- Mathématiques des modèles dynamiques**, n° 325, Sophie Jallais.
- Médias en France (Les)**, n° 374, Jean-Marie Charon.
- Méthode en sociologie (La)**, n° 194, Jean-Claude Combessie.
- Méthodes de l'intervention psychosociologique (Les)**, n° 347, Gérard Mendel et Jean-Luc Prades.
- Méthodes en sociologie (Les) : l'observation**, n° 234, Henri Peretz.
- Métiers de l'hôpital (Les)**, n° 218, Christian Chevandier.
- Microéconomie des marchés du travail**, n° 354, Pierre Cahuc, André Zylberberg.
- Mobilité sociale (La)**, n° 99, Dominique Merlié et Jean Prévot.
- Modèles productifs (Les)**, n° 298, Robert Boyer et Michel Freyssenet.
- Modernisation des entreprises (La)**, n° 152, Danièle Linhart.
- Mondialisation de la culture (La)**, n° 260, Jean-Pierre Warnier.
- Mondialisation de l'économie (La) :**
1. **Genèse**, n° 198,
 2. **Problèmes**, n° 199, Jacques Adda.
- Mondialisation et l'emploi (La)**, n° 343, Jean-Marie Cardebat.

- Monnaie et ses mécanismes (La)**, n° 295,
Dominique Plihon.
- Multinationales globales (Les)**,
n° 187, Wladimir Andreff.
- Notion de culture dans les sciences sociales (La)**, n° 205, Denys Cuche.
- Nouveau capitalisme (Le)**, n° 370,
Dominique Plihon.
- Nouveau système français de protection sociale (Le)**, n° 382, Jean-Claude Barbier et Bruno Théret.
- Nouvelle constitution européenne (La)**,
n° 380, Jacques Ziller.
- Nouvelle économie (La)**, n° 303, Patrick Artus.
- Nouvelle économie chinoise (La)**, n° 144,
Françoise Lemoine.
- Nouvelle histoire économique de la France contemporaine :**
- 1. L'économie préindustrielle (1750-1840)**,
n° 125, Jean-Pierre Daviet.
 - 2. L'industrialisation (1830-1914)**,
n° 78, Patrick Verley.
 - 3. L'économie libérale à l'épreuve (1914-1948)**, n° 232, Alain Leménorel.
 - 4. L'économie ouverte (1948-1990)**, n° 79,
André Gueslin.
- Nouvelle microéconomie (La)**,
n° 126, Pierre Cahuc.
- Nouvelle théorie du commerce international (La)**, n° 211, Michel Rainelli.
- Nouvelles théories de la croissance (Les)**,
n° 161, Dominique Guellec et Pierre Ralle.
- Nouvelles théories du marché du travail (Les)**, n° 107, Anne Perrot.
- ONU (L')**, n° 145, Maurice Bertrand.
- ONG (Les)**, n° 386, Philippe Ryfman.
- Organisation mondiale du commerce (L')**,
n° 193, Michel Rainelli.
- Outils de la décision stratégique (Les) :**
- 1 : Avant 1980**, n° 162,
 - 2 : Depuis 1980**, n° 163, José Allouche et Géraldine Schmidt.
- Personnes âgées (Les)**, n° 224, Pascal Pochet.
- Philosophie de Marx (La)**,
n° 124, Étienne Balibar.
- Pierre Mendès France**, n° 157,
Jean-Louis Rizzo.
- Politique de la concurrence (La)**,
n° 339, Emmanuel Combe.
- Politique de la famille (La)**, n° 352,
Jacques Commaille, Pierre Strobel et Michel Villac.
- Politiques de l'emploi et du marché du travail (Les)**, n° 373, DARES.
- Politique étrangère de la France depuis 1945 (La)**, n° 217, Frédéric Bozo.
- Politique financière de l'entreprise (La)**,
n° 183, Christian Pierrat.
- Population française (La)**, n° 75,
Jacques Vallin.
- Population mondiale (La)**,
n° 45, Jacques Vallin.
- Postcommunisme en Europe (Le)**, n° 266,
François Bafoil.
- Presse des jeunes (La)**, n° 334, Jean-Marie Charon.
- Presse magazine (La)**,
n° 264, Jean-Marie Charon.
- Presse quotidienne (La)**,
n° 188, Jean-Marie Charon.
- Protection sociale (La)**, n° 72, Numa Murard.
- Protectionnisme (Le)**,
n° 322, Bernard Guillochon.
- Protestants en France depuis 1789 (Les)**,
n° 273, Rémi Fabre.
- Psychanalyse (La)**, n° 168,
Catherine Desprats-Péquignot.
- Quel avenir pour nos retraites ?**, n° 289,
Gaël Dupont et Henri Sterdyniak.
- Question nationale au XIX^e siècle (La)**, n° 214,
Patrick Cabanel.
- Régime de Vichy (Le)**,
n° 206, Marc Olivier Baruch.
- Régime politique de la V^e République (Le)**,
n° 253, Bastien François.
- Régimes politiques (Les)**,
n° 244, Arlette Heymann-Doat.
- Régionalisation de l'économie mondiale (La)**,
n° 288, Jean-Marc Siroën.
- Revenu minimum garanti (Le)**,
n° 98, Chantal Euzéby.
- Revenus en France (Les)**, n° 69,
Yves Chassard et Pierre Concialdi.
- Santé des Français (La)**, n° 330,
Haut comité de la santé publique.
- Sciences de l'éducation (Les)**, n° 129,
Éric Plaisance et Gérard Vergnaud.
- Sexualité en France (La)**,
n° 221, Maryse Jaspard.
- Société du risque (La)**,
n° 321, Patrick Peretti Watel.
- Socio-économie des services**, n° 369, Jean Gadrey.
- Sociologie de Durkheim (La)**,
n° 154, Philippe Steiner.
- Sociologie de Georg Simmel (La)**, n° 311,
Frédéric Vandenberghe.
- Sociologie de l'architecture**,
n° 314, Florent Champy.