



QUEL SYSTÈME DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE POUR L'EUROPE ?

JEAN-PAUL POLLIN*

Il y a aujourd'hui bien des raisons de s'intéresser à la gouvernance des entreprises en Europe. D'abord parce que les scandales financiers américains incitent à la vigilance et à la réflexion. Même s'ils n'expliquent qu'une faible part de la crise financière que nous traversons, ils ont évidemment contribué à entretenir la défiance et l'incertitude qui alimentent l'extrême volatilité des marchés. Faire mieux que les États-Unis en ce domaine est un devoir vis-à-vis des épargnants. Ce peut être aussi un argument de compétitivité dans la concurrence que se livrent les grandes places financières.

Mais, de ce point de vue, l'hétérogénéité des systèmes de gouvernance des pays de l'Union européenne est un handicap évident. Et ceci constitue un second sujet de préoccupation, dans la perspective de l'unification des marchés de capitaux européens. Si l'on veut profiter des avantages (en termes de liquidité, de réputation...), de l'existence d'un marché large et intégré, il

faut évidemment que les conditions de transactions, l'information sur les sociétés cotées, les droits des actionnaires, soient assez proches d'un pays à l'autre. C'est pourquoi certains appellent de leurs vœux la construction d'un « marché financier structuré, qui possède un corps de règles communes appliquées et structurées de manière homogène »¹. En ce sens, ils suggèrent la création d'un droit européen des sociétés, la constitution de fonds de retraite paneuropéens et la mise en place d'un système unique de régulateurs financiers.

Ces propositions rejoignent les souhaits formulés par les gestionnaires de fonds d'investissement, désireux de diversifier leurs portefeuilles dans les meilleures conditions de coût et de sécurité. Elles rejoignent aussi les besoins exprimés par les grandes entreprises dont les stratégies de globalisation seront mieux servies par l'unification des marchés et des systèmes de contrôle.

* Professeur à l'université d'Orléans.

Avant de prendre la mesure du problème posé et d'esquisser quelques propositions, nous allons décrire les disparités existantes.

DES DIFFÉRENCES PROFONDES ENTRE LES SYSTÈMES EUROPÉENS DE GOUVERNANCE

Les statistiques macrofinancières ne font plus ressortir de divergences marquantes dans les modes de financement des entreprises en Europe. Dans tous les grands pays de l'Union européenne, les crédits bancaires représentent désormais une part minoritaire (parfois très faible comme en France ou au Royaume-Uni) des financements externes. Les firmes émettent plus volontiers des titres, et l'intermédiation a changé de nature : les institutions financières non bancaires (principalement les compagnies d'assurances et les OPCVM) ont renforcé leur position, et les établissements de crédit ont substitué des titres à leurs crédits classiques. Mais, l'augmentation apparente du financement direct (les agents à capacité de financement prêtant directement aux agents à besoin de financement) recouvre, en réalité, les placements des non-résidents, c'est-à-dire pour l'essentiel des fonds d'investissement étrangers.

Il subsiste, par contre, des différences assez importantes d'un pays à l'autre dans le financement des PME : en Allemagne et en Espagne par exemple, celles-ci restent fortement dépendantes du crédit bancaire, ce qui est moins le cas en France ou au Royaume-Uni.

Mais, enfin, il n'est plus possible d'opposer aujourd'hui, comme on le faisait encore il y a peu de temps, les systèmes « orientés par la banque » aux systèmes « orientés par les marchés ». Les divergences qui subsistent entre les systèmes de contrôle des firmes sont probablement tout aussi importantes, mais elles sont plus difficiles à typer ou à résumer dans une expression simple. On peut cependant essayer de recenser brièvement les plus significatives.

La répartition du capital et des droits de vote

Sur ce point, existe un clivage très clair entre le Royaume-Uni (mais aussi dans une certaine mesure les Pays-Bas) et l'Europe continentale. Quels que soient les indicateurs utilisés, le capital des entreprises britanniques apparaît bien plus dispersé. Le capital « flottant » des sociétés est important, ce qui confère au marché une bonne liquidité et autorise des arbitrages qui prennent la forme d'un contrôle externe de la gestion des entreprises. Ce flottant est principalement détenu par des investisseurs institutionnels qui se comportent de façon passive ; c'est-à-dire qu'ils entrent ou sortent du capital selon leur évaluation, mais ils n'entendent pas participer aux instances de direction ou de contrôle. La taille médiane des participations détenues par les compagnies d'assurances est de 4 %, celle des fonds d'investissement ou de pension est de 7 %.

En Europe continentale, par contre, les blocs de contrôle constituent la règle. Par exemple, une étude récente rapporte qu'en Allemagne et en France,



dans les entreprises cotées, le plus gros actionnaire détenait en moyenne près de la moitié du capital (le pourcentage est de 38 % pour l'Italie, mais de 18 % pour le Royaume-Uni)². En fonction de l'histoire industrielle de chaque pays, ce sont des familles, des holdings, des fondations ou des institutions financières qui constituent ces *blockholders*. Dans ces pays, le « flottant » est évidemment faible et la liquidité du marché réduite.

Si l'on se place du point de vue de la répartition des votes, le clivage est encore plus marqué. Car dans certains pays, les diverses restrictions aux droits de vote renforcent encore la concentration du pouvoir de contrôle dans les pays d'Europe continentale. C'est ainsi qu'une étude récemment publiée calcule qu'en Autriche, en Allemagne et en Italie, une société sur deux est contrôlée à plus de 50 % par un seul investisseur ou groupe d'investisseurs. En France, une société sur cinq serait dans ce cas, et au Royaume-Uni une sur dix³.

Les missions de l'entreprise : « shareholders vs stakeholders »

Le système juridique anglo-saxon est celui qui assure la meilleure protection des actionnaires, aussi bien dans les termes de la loi (ou de la jurisprudence) que dans son exécution⁴. Au Royaume-Uni, le droit des sociétés fait obligation aux dirigeants de se comporter prioritairement en fonction des intérêts des actionnaires. Ceux-ci disposent de diverses voies de recours contre l'action des dirigeants ; les actionnaires minoritaires disposent aussi

de garanties contre les abus de pouvoir des détenteurs de blocs.

En Allemagne, par contre, le principe retenu est celui de l'intérêt général de l'entreprise, et l'on considère que l'intérêt des salariés doit explicitement être pris en compte. Dans les grandes entreprises, ceux-ci disposent de la moitié des sièges au conseil de surveillance. Ce dispositif de cogestion implique donc que le pouvoir est partagé entre les salariés et les actionnaires majoritaires.

La situation française est plus ambiguë. La notion d'intérêt social, qui est inscrite dans le droit des sociétés et qui figure dans les recommandations des rapports Viénot de 1995 et de 1999, ne trouve aucune application dans la composition des conseils d'administration. En revanche, la France a développé depuis longtemps des initiatives en faveur de l'actionnariat salarié. De l'ordonnance de 1959 sur la participation à la loi de 2001 sur l'épargne salariale, un ensemble de dispositions ont été mises en place ; elles visent à favoriser le financement par fonds propres des entreprises et à partager plus équitablement les fruits de la croissance. Mais, en termes de pouvoir conféré aux salariés, ces dispositifs ont une très faible portée. L'actionnariat salarié ne représente qu'un peu plus de 2 % du capital des entreprises du CAC 40. De surcroît, cette épargne est très inégalement distribuée entre les salariés.

La structure et la composition des conseils

Cette inspiration différente des systèmes de gouvernance se traduit par

une diversité dans la forme des instances de direction. L'Allemagne se caractérise par une structure de gouvernance bipartite comprenant un directoire (composé de membres exécutifs) et un conseil de surveillance. C'est aussi le cas aux Pays-Bas. Tandis qu'une structure unitaire, celle du conseil d'administration (*board of directors*) composé de directeurs exécutifs et non exécutifs, prévaut au Royaume-Uni. La France est dans une situation intermédiaire, les sociétés pouvant choisir entre les deux formules, mais la structure duale prend de l'importance parmi les grandes firmes. L'Italie se distingue en imposant l'existence d'une commission d'audit à côté du conseil d'administration, mais indépendante de celui-ci.

S'agissant de la composition des conseils, la présence d'administrateurs indépendants est respectée de façon très diverse d'un pays à l'autre. Le principe est assez bien appliqué au Royaume-Uni, alors qu'en France, on retrouve fréquemment, dans les conseils des grandes sociétés, les mêmes personnalités issues d'un petit club et qui cumulent les mandats. Ce même travers se retrouve en Italie. En Allemagne, on a déjà dit que les membres des conseils de surveillance sont les représentants des actionnaires majoritaires et des salariés : on ne peut donc pas parler d'indépendance.

Le contrôle externe par les OPA

Enfin, la réglementation des offres publiques d'achat (OPA) varie également beaucoup entre les pays européens, à la fois par la place qu'on lui

accorde dans le contrôle des entreprises et par l'usage qui en est fait. Elle est restrictive en Allemagne où ces opérations sont mal considérées par l'opinion publique, et l'on sait que ce sont les élus allemands qui ont bloqué au Parlement une directive facilitant les OPA hostiles. En Italie et aux Pays-Bas, l'importance des blocs de contrôle explique le faible nombre d'opérations. Au Royaume-Uni par contre, leur fréquence est élevée, et l'on peut estimer que 10 % environ des entreprises cotées ont fait l'objet d'OPA durant les années 1990. Ce qui ne signifie pas nécessairement que cela a permis d'exercer une discipline favorable aux actionnaires.

Toutefois, ce constat statique d'hétérogénéité des systèmes européens de gouvernance, ne doit pas masquer l'existence de convergences. Par exemple, le renforcement du rôle des marchés, la place grandissante des investisseurs institutionnels (notamment étrangers) accroissent l'importance du contrôle externe. Dans plusieurs pays, et particulièrement en Allemagne, les tentatives de dénoyautage des blocs de contrôle vont également dans ce sens. En revanche, le recours plus fréquent à des structures duales (directoire et conseil de surveillance), dans plusieurs pays d'Europe continentale, marque peut-être une volonté de renforcer le contrôle interne et une prise en compte des intérêts des *stakeholders*.

Mais il reste à savoir si ces évolutions traduisent la fatalité d'un alignement (imposé par la globalisation) sur un modèle dominant, ou si elles correspondent à un processus maîtrisé en fonction d'une stratégie industrielle et de choix de société délibérés.



UN SYSTÈME EUROPÉEN UNIFIÉ DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE : POUR QUOI FAIRE ?

La question de l'unification des marchés de capitaux en Europe, que nous évoquons en introduction, est sans doute importante, mais elle ne nous semble pas être une motivation déterminante. Car on a bien vu que les systèmes nationaux s'appuient sur des conceptions de la firme et de ses missions qui ne se résument pas à de purs critères d'efficacité. Un système de gouvernance (plus généralement un système financier) est une architecture de contrats qui conditionne la trajectoire d'une économie. Il fixe des objectifs, façonne l'organisation et concourt ainsi à la détermination de la multitude des décisions courantes qui forment le comportement du système productif. En d'autres termes, il intègre et diffuse un ensemble de valeurs qui participe à la définition du modèle économique et social. C'est pourquoi il serait simpliste de réduire sa forme optimale à un problème de bonne information financière, de régulation efficace ou de réduction des coûts de transaction.

Naturellement, les contrats financiers sont en interdépendance avec les autres contrats qui conditionnent les relations entre agents économiques. C'est dans l'articulation entre tous ces contrats que se trouve la cohérence du modèle économique et social. Par exemple, il existe un lien évident entre le type de gestion salariale et le rapport de la firme à son environnement financier : une forte rigidité des effectifs et

des rémunérations requiert en contrepartie une plus grande flexibilité financière, donc des relations plus riches et de plus long terme avec les apporteurs de capitaux. De même, les régimes de retraite (les contrats entre générations) ont une incidence forte sur les formes du système financier : le montant et la structure de l'épargne engendrée par un régime de fonds de pension ne sont pas les mêmes que ceux que génère un fonds de réserve constitué en complément d'un régime par répartition. Ou encore, notons qu'une situation de forte concurrence sur le marché des biens et des services réduit l'importance du problème de gouvernance, dans la mesure où elle limite le pouvoir discrétionnaire des dirigeants. Ce qui revient à dire qu'il existe une certaine substitution ou un arbitrage entre politique de concurrence et régulation de la gouvernance.

Par ailleurs, le système financier s'accorde avec la structure et l'évolution du système productif. Des projets industriels de long terme sont plus facilement mis en œuvre par des entreprises dont le capital est concentré, ce qui leur permet de se projeter à un horizon plus éloigné. Tandis que le contrôle par le marché (ce qui signifie un actionnariat dispersé) est plus favorable à des stratégies de redéploiement, mais fait courir le risque du court termisme.

C'est pour ces différentes raisons que certains observateurs (des chercheurs aussi bien que des responsables économiques) soutiennent qu'il n'est pas réaliste de vouloir imposer un système uniforme de gouvernance d'entreprise en Europe. Ils considèrent qu'il existe, dans chaque pays, une combinaison de contrats qu'il serait dangereux de

déstabiliser. L'application d'un même modèle de gouvernance à des économies qui ont des modes de régulation assez différents romprait la cohérence de leur fonctionnement. Les réticences allemandes par rapport à la libéralisation financière (l'extension du rôle des marchés financiers dans le contrôle des firmes) s'expliquent par leur intuition, sans doute justifiée, que cette évolution entrerait en conflit avec leur modèle social. En France, cette expansion des marchés, en présence d'un système de protection sociale particulier, a largement ouvert la porte aux investisseurs étrangers ; d'où la revendication actuelle pour la constitution de fonds de pension nationaux. Pour prendre un exemple venu d'ailleurs, il est vraisemblable que la crise économique japonaise trouve, au moins pour partie, son origine dans la désarticulation qui s'est produite entre le système financier et le système productif.

Mais, ce raisonnement ne suffit pas à justifier le maintien du *statu quo*, car l'argument se retourne assez facilement. S'il est vrai que l'Europe doit être autre chose qu'un prétexte à (ou un accélérateur de) la mondialisation, alors elle doit réfléchir à un système de valeurs qui la distingue du (sinon qui l'oppose au) modèle dominant *made in USA*. Si la référence au modèle social européen, qui revient de façon lancinante dans les proclamations de bonnes intentions, est autre chose qu'un leurre destiné à « faire aimer l'Europe » ou à faire oublier ses contraintes, il faut s'interroger sur les modes de direction de nos entreprises et sur la mission qu'on leur fixe. Un modèle social communautaire a, sans doute, quelque chose à voir avec la gestion du processus de production et

avec la façon dont le produit est partagé. Or, tout cela dépend de l'attribution et de l'exercice des droits de propriété qui caractérisent un système de gouvernance.

Si l'on estime que cette conception de la construction européenne est excessivement ambitieuse, alors il est préférable de s'en remettre au principe de subsidiarité et de laisser à chaque pays le soin de définir son propre système. Mais, si l'on prend au sérieux l'idée d'un projet économique et social qui se démarque du modèle dominant, alors il faut se donner les moyens d'imposer une gouvernance des entreprises homogène en Europe. Essayons d'esquisser la façon dont se pose le problème.

RETOUR SUR LA NOTION DE GOUVERNANCE : LES DÉFIS DE LA NOUVELLE ENTREPRISE

À la réflexion, la question que cherche à résoudre la littérature sur la gouvernance d'entreprise est assez spéciale, pour ne pas dire bizarre. Le seul problème que l'on se pose est, en effet, de trouver les mécanismes incitatifs qui amènent les dirigeants à agir en fonction des intérêts des actionnaires⁵. En ce sens, on s'est longuement interrogé sur la taille et la composition des conseils d'administration (l'indépendance des administrateurs, la proportion optimale des administrateurs exécutifs...), sur la forme de rémunération et le profil de carrière des dirigeants, sur la structure financière optimale (l'importance relative de la



dette), sur la réglementation des OPA... Mais les études empiriques qui ont cherché à vérifier l'efficacité de ces mécanismes ont souvent conclu de façon très mitigée. En réalité, les dirigeants disposent d'une multitude de pratiques qui leur permettent de manipuler les contrats qui les lient aux actionnaires pour préserver leur autonomie : participations croisées, limitations des droits de vote, mesures anti-OPA, « pilules empoisonnées »... Il est assez illusoire de vouloir définir des règles visant à discipliner le comportement des dirigeants, car ces règles peuvent être sensiblement tournées *a posteriori*. C'est pourquoi, en dépit de la bonne protection juridique et institutionnelle dont bénéficient les actionnaires au Royaume-Uni, on considère que les dirigeants disposent malgré tout d'une large indépendance.

De surcroît, l'hypothèse de base des travaux sur la gouvernance d'entreprise est que « l'entreprise moderne » est prisonnière d'une séparation entre dirigeants et actionnaires, parce que l'importance des capitaux nécessaires implique une dispersion du capital. Or, nous avons vu que c'était loin d'être le cas en Europe continentale. D'ailleurs, dans la grande majorité des pays industrialisés, à l'exception des pays anglo-saxons, le capital des entreprises (on ne parle, en général, que des grandes entreprises, c'est encore plus vrai pour les petites) est fortement concentré. L'hypothèse cruciale de toute cette réflexion n'est donc pas vérifiée. Cela ne suffit pas à s'assurer du bon comportement des dirigeants, mais, du moins, cela fait disparaître le point essentiel du débat, c'est-à-dire le manque d'incitation et la dilution du pouvoir de contrôle, du

petit actionnariat dispersé. Dans ces conditions, le problème posé serait plutôt celui de la protection des actionnaires minoritaires. Si l'on veut offrir aux sociétés un recours facile aux émissions d'actions, il faut au moins garantir à tous les investisseurs un traitement équitable. Mais même cet argument n'est pas très convaincant, car l'apport des marchés d'actions au financement de l'investissement est relativement faible. En fait, si l'on se place du point de vue de l'efficacité économique, le risque que comporte la concentration de l'actionnariat concerne l'insuffisante mobilité du capital entre firmes, activités ou secteurs : dirigeants et actionnaires complices peuvent être tentés par un excessif immobilisme dans l'orientation des investissements. Cela n'a pas grand-chose à voir avec la question ordinairement traitée par la littérature sur la gouvernance d'entreprise.

Mais plus profondément, il faut se demander pourquoi cette littérature s'intéresse exclusivement aux intérêts des actionnaires. Pourquoi négliger les autres acteurs de l'entreprise, sans parler de son environnement dont la situation est naturellement affectée par ses décisions ? La question peut paraître naïve, mais la réponse qu'on y apporte fait appel à des raisonnements assez sophistiqués, parce qu'il faut démontrer que les gains en termes d'efficacité économique permettent de dépasser l'objection de nature purement éthique. Si la maximisation de l'intérêt des actionnaires autorise un accroissement de la richesse globale, le bien-être général en sera augmenté. Il sera alors possible de redistribuer le surplus ainsi créé.

C'est précisément cet argument que

conforte la théorie des droits de propriété. Le principe consiste à dire que dans un monde de contrats incomplets (où il n'est pas possible d'écrire les droits et les devoirs de tous les agents économiques dans tous les états de la nature envisageables), les droits sur le surplus créé par l'entreprise devraient être affectés aux détenteurs d'actifs stratégiques. Ceux-ci n'accepteront de spécialiser leurs actifs, donc de les rendre plus productifs mais moins disponibles (moins facilement négociables), que s'ils ont l'assurance de ne pas être expropriés, c'est-à-dire de ne pas se voir confisquer leur part du produit. Les apporteurs de capitaux sont d'autant plus vulnérables (leur rapport de force est d'autant plus faible) que leurs actifs sont spécifiques. En leur conférant les droits de propriété sur le surplus résiduel, on éliminera la menace de la confiscation, puisque le partage du produit ne peut plus juridiquement être contesté, et on les amènera à investir efficacement leur capital.

Cette analyse se conçoit bien dans le cas de la firme traditionnelle dont les frontières sont claires, et dont les actifs physiques constituent le facteur stratégique de production. Or, les évolutions économiques en cours remettent en cause ces conditions.

D'abord parce qu'elles rendent plus incertaines les frontières de l'entreprise. De plus en plus, les quasi-rentes et survaleurs sont créées dans des structures hybrides, entre firmes et marchés, qui organisent la coopération entre unités de production juridiquement distinctes. Les limites de la société de capitaux ne coïncident plus avec celles de l'organisation économique, créatrice

de surplus. La meilleure illustration de ce propos se trouve dans l'exemple des entreprises en réseaux, dont la production de valeurs résulte de la mise en relation d'un ensemble de producteurs et/ou de distributeurs. Elle met en jeu la construction de marques communes, l'élaboration d'une gamme de produits, l'application de normes de qualité... Autant d'opérations qui visent à constituer et à gérer des interdépendances. Le surplus économique est le produit des connections ainsi établies, sans que l'on puisse dire exactement qui le génère et où il se concrétise. Sa pérennité dépend de la stabilité de l'organisation.

Dans ces conditions le pilotage de l'entreprise ne peut plus se limiter à la maîtrise de son organisation interne. Elle doit aussi s'efforcer de valoriser et de stabiliser ses relations avec le réseau dans lequel elle s'insère. Lorsque les unités d'une telle organisation acceptent d'entrer dans des complémentarités stratégiques, elles se spécialisent, réduisent leur pouvoir de négociation et s'exposent donc à un risque d'expropriation (au même sens que celui que nous avons utilisé à propos des apporteurs de capitaux). Plus généralement, pour que les fournisseurs et les clients d'une entreprise acceptent d'entrer avec elle dans des relations de long terme, il faut leur offrir des garanties crédibles. Pour reprendre le raisonnement précédent, il faut logiquement leur consentir des droits de propriété et donc les associer au partage du surplus résiduel. Concrètement, cela signifie que la firme doit se doter d'objectifs et de formes de gouvernance qui préservent des relations durables avec ces « parties prenantes ». C'est un gage



d'efficacité productive, et c'est la première justification d'un modèle de *stakeholders*.

D'autre part, à l'intérieur même de la firme, la structure du pouvoir a changé, car les actifs physiques ne sont plus la seule ressource stratégique. Dans l'entreprise traditionnelle, les ressources humaines étaient étroitement liées aux équipements, parce que la forme prise par le capital déterminait les conditions d'utilisation de la main-d'œuvre, sa productivité, la structure des qualifications... Dans le cas extrême de l'entreprise taylorienne, ce sont les caractéristiques des actifs physiques qui définissent l'organisation du travail. Les salariés sont aisément interchangeable à leur poste de travail, ce qui revient à dire que leur capital humain est peu spécifique.

Or, ce schéma est remis en cause par le passage à une économie de la connaissance. La montée de l'immatériel signifie que la création de valeur dépend plus largement de l'utilisation de compétences particulières, qu'il s'agisse de capacités d'innovations ou de qualités managériales. Parallèlement, l'accès plus facile aux financements, du fait de la déréglementation financière, rend la détention de capital moins stratégique. Ainsi, le pouvoir se déplace vers les propriétaires de capital humain spécifique, qui sont en mesure de s'approprier une partie du surplus économique créé par la firme. Les quasi-rentes ou les survaleurs ne sont donc plus liées directement aux actifs réels ou financiers.

Ce constat se justifie du point de vue de l'efficacité économique, car les salariés à forte compétence seront d'autant plus incités à s'investir dans l'entre-

prise et à y développer des savoir-faire spécifiques qu'ils auront la possibilité de capter une plus grande part du surplus. Ce faisant, ils contribueront à accroître la productivité et la valeur de la firme. Dans le cas contraire, c'est-à-dire si les actionnaires confisquent une part excessive du surplus, les salariés refuseront de s'engager dans une relation qui risque de les rendre trop dépendants de l'entreprise, sans contrepartie suffisante. Ou encore, ils choisiront d'aller valoriser leur compétence dans une autre firme, emportant avec eux des compétences et des savoir-faire difficilement remplaçables. Il existe, en ce sens, de nombreuses expériences d'entreprises qui se sont trouvées fortement dévalorisées par le départ d'un dirigeant ou d'une équipe d'ingénieurs disposant d'une position et de qualifications stratégiques. Sans doute, l'entreprise économe en capital, mais exigeante en capital humain, ne constitue pas une généralité. Mais, c'est elle évidemment qui intéresse l'avenir, et c'est elle aussi qui a été au cœur des difficultés récentes de valorisation.

Ces considérations soulignent bien la relativité, pour ne pas dire la pauvreté, de la littérature traditionnelle sur la gouvernance d'entreprise. Elles devraient nous convaincre de passer moins de temps à disserter sur le renforcement du pouvoir de l'actionariat dispersé, et de nous attacher plutôt à étudier les méthodes visant à mieux contrôler et préserver le capital humain de l'entreprise⁶, car il existe bien sûr des répliques au risque de fuite des compétences. L'organisation de la firme peut chercher à accroître l'interdépendance entre les salariés, donc à minimiser l'incidence des individualités sur le

résultat et la valeur de l'entreprise. Mais, une stratégie complémentaire consiste à reconnaître le pouvoir (donc les droits de propriété) dont dispose le capital humain en le valorisant correctement, en l'associant aux décisions et aux résultats... C'est la seconde justification d'un modèle de *stakeholders*.

DEUX PROPOSITIONS EN FORME D'INTERROGATIONS

Au total, il nous semble que ces transformations économiques, sociales et techniques, qui affectent l'entreprise, renouvellent profondément l'analyse et la définition de sa gouvernance. Et s'il s'agit d'esquisser un modèle européen, il serait très insuffisant (pour ne pas dire dérisoire) de ramener le problème à une affaire de normes comptables ou de composition des conseils d'administration. De surcroît, il serait faux de ne voir dans la crise financière actuelle que la conséquence de pratiques comptables frauduleuses ou de stratégies incontrôlées. D'abord parce que la bulle boursière s'est formée et a éclaté avant que ne soient révélés les graves problèmes de gouvernance (au sens étroit du terme) dans certaines entreprises ; ensuite, parce que ces errements sont pour partie le résultat du jeu irrationnel des marchés. La rentabilité exigée dans un mouvement de surenchère (les fameux 15 %, dont on cherche toujours l'origine) a créé, dans un premier temps, des illusions qui ont engendré artificiellement des survaleurs ; elle a incité à un surendettement dont on commence à réaliser la

démésure ; pour finir, elle a poussé à la faute des dirigeants dont la position et la rémunération étaient trop dépendantes des valorisations boursières. Bien sûr, il serait souhaitable de s'entendre sur un ensemble de règles communes et d'unifier le système de régulation des institutions et des marchés financiers. Mais, on conviendra que les défis que l'on vient d'évoquer (l'éclatement des frontières de l'entreprise et le déplacement des droits de propriété) appellent des réponses d'une autre ampleur. L'amélioration des mécanismes de gouvernance ne mettra pas fin à l'instabilité intrinsèque des marchés financiers. De surcroît, les solutions à envisager ne doivent pas seulement prendre en compte des considérations d'efficacité économique ; elles doivent aussi correspondre à des choix de société. Il nous semble que ces choix renvoient à deux questions très générales.

Un système respectueux du long terme ?

L'insertion de l'entreprise dans des relations durables avec ses clients, fournisseurs ou partenaires dans un réseau, suppose un système de financement et de gouvernance respectueux du long terme. Pour nombre d'entreprises ou de secteurs d'activité, la dictature de la performance à court terme est sans doute contre-productive. Les vertus que l'on prêtait, il n'y a pas si longtemps, au « capitalisme rhénan » relevaient précisément de cette idée. On stigmatisait à l'époque (c'est-à-dire dans les années 1970-1980) la myopie et la volatilité des marchés, et l'on montrait qu'en termes de croissance, ou de taux d'in-



vestissement, les pays à systèmes intermédiés s'étaient mieux comportés. Depuis lors, il est apparu que des connivences trop étroites entre banques et entreprises, un actionnariat trop concentré et trop stable pouvait être facteur d'immobilisme. Et sans le moindre état d'âme, on dénigre aujourd'hui ce qui était considéré hier comme le modèle à suivre.

Ce renversement du discours est tout à fait excessif, car même si l'on considère que la nouvelle économie est une révolution profonde et durable, il n'est pas établi qu'elle ne s'accorde qu'avec un système à l'anglo-saxonne « orienté par les marchés ». Certes, il est vrai que certaines activités nouvelles méritent des financements particuliers, que le système bancaire et les instruments bancaires traditionnels ne peuvent satisfaire. Mais cela ne signifie pas pour autant que ces entreprises innovantes (en création ou en développement) relèvent d'un contrôle et d'un financement direct par les marchés. Les organismes de capital-risque sont bel et bien des intermédiaires financiers. Les marchés n'interviennent qu'en relais pour assurer la liquidité et l'évolution des investissements effectués. C'est sans doute important, mais ce n'est pas une question essentielle de gouvernance.

Il est vrai, aussi, que certaines activités, soumises à des incertitudes technologiques et commerciales importantes, requièrent des systèmes de contrôle qui imposent des contraintes financières fortes de court terme, pour éviter de laisser perdurer des gaspillages inutiles. Mais il serait faux d'assimiler ces activités à tous les secteurs des nouvelles technologies. Dans les biotechnologies,

par exemple, les processus d'innovation et de production demandent souvent beaucoup de temps. Et l'on voit mal comment le financement de ce type d'activité est compatible avec les impatiences des marchés.

Enfin, il est vrai que la soumission au contrôle de marché peut aider à une meilleure allocation des *free cash-flows*. La discipline des marchés financiers peut inciter les grandes firmes à la flexibilité et au redéploiement de leurs activités. Reste à se demander quelle est la fiabilité des signaux envoyés par ces marchés qui multiplient la valorisation d'une entreprise par dix en quelques mois, pour la diviser par autant quelques semaines plus tard.

Au total, le problème se résume à savoir comment concilier contrôle et respect de relations stables avec les apporteurs de capitaux. L'interrogation n'est pas très originale, mais il est bien difficile d'y répondre. Disons au moins qu'avant de critiquer et de briser les blocs de contrôle, il faut se garantir contre les fantaisies des marchés. Avant de satisfaire aux demandes des fonds d'investissement étrangers, il serait utile de savoir comment ils joueront leur rôle d'actionnaires. Plaider pour un retour de l'intermédiation peut apparaître comme paradoxal ou rétrograde. Pourtant, l'essentiel de l'épargne est aujourd'hui intermédié, et l'on parle d'intermédiation de marché à propos de l'épargne collectée par des institutions financières et investie en titres négociables. Simplement, il existe des types bien différents d'intermédiaires financiers, qui n'ont pas les mêmes critères de gestion et qui n'entretiennent pas les mêmes relations avec les entreprises. Or, il existe ici un large

espace de régulation : en orientant l'épargne et en contraignant le comportement des intermédiaires financiers. La conception de l'épargne-retraite devrait jouer en ce sens un rôle crucial.

Un système respectueux du capital humain ?

D'un point de vue éthique, il peut être choquant de convenir que l'entreprise (et plus généralement le système économique) doit être dirigée en fonction des seuls intérêts des actionnaires. Tandis que du point de vue de l'efficacité économique, on a tenté de montrer qu'une telle conception était dangereuse, car elle fragilisait l'accès aux ressources stratégiques. Le souci du long terme rejoint ici le respect de toutes les parties prenantes de la firme.

Cela étant, la mise en œuvre de ce principe (la considération des intérêts de tous les *stakeholders*) ne concerne pas seulement les formes de gouvernance *stricto sensu*. La prise en compte de l'environnement (le développement durable) relève plus de la régulation publique (par le biais de normes, de taxes ou d'incitations en tous genres) que de la responsabilité des dirigeants d'entreprises. Et l'on ne voit pas bien comment, si ce n'est de façon démagogique, intégrer ces préoccupations dans un modèle de gouvernance.

Au demeurant, le respect de certaines parties prenantes peut s'inscrire dans des contrats formels ou informels qui leur garantissent des échanges équitables sans que l'on soit tenu de les associer aux structures de gouvernance, ou de leur reconnaître des droits de pro-

priété sur le surplus résiduel. C'est plutôt en ces termes qu'il faut envisager une grande part des relations avec les fournisseurs et les clients.

La prise en compte des intérêts des salariés requiert par contre des solutions d'une autre nature. Car la valorisation du capital humain ne peut être seulement une affaire de rémunération ; c'est plus généralement une question de condition de travail et de participation aux décisions. Ce n'est donc pas la distribution de *stock options*, ou l'intéressement aux résultats sous toutes ses formes, qui constitue la réponse à ce problème de partage des droits résiduels. D'ailleurs, on sait bien que les *stock options* sont le plus souvent comprises comme un mécanisme incitant leurs bénéficiaires à la maximisation de la valeur de la firme. Les dispositifs d'épargne salariale, tels qu'ils fonctionnent aujourd'hui, ne sont donc pas une réponse suffisante, parce qu'ils ne confèrent aucun pouvoir dans les instances de décision.

La meilleure solution est donc la généralisation de structures de gouvernance bipartites, assurant aux salariés une représentation significative au conseil de surveillance. Il est vrai que le système de cogestion à l'allemande a fait l'objet de bien des critiques. La critique usuelle que l'on adresse au modèle de *stakeholders* concerne sa difficulté à gérer en fonction d'objectifs contradictoires. Lorsque les attentes à l'égard de la firme se multiplient, il devient vite impossible de décider. Mais, il serait naïf de penser que le fait de se ramener à la maximisation du profit ou de la valeur de la firme fait disparaître toute forme de conflit. Car ce critère



peut faire l'objet d'interprétations très diverses, et l'on a bien vu dans certaines affaires récentes qu'il pouvait exister des affrontements extrêmement vifs entre groupes d'actionnaires, dont les appréciations et les intérêts étaient divergents. La participation des salariés complique sans doute le processus de décisions, mais il enrichit aussi les solutions retenues. D'ailleurs, on peut observer que la structure bipartite a tendance à gagner du terrain dans plusieurs pays et parmi les grandes entreprises.

Mais cette esquisse de convergence ne doit pas faire illusion. Un modèle européen de gouvernance d'entreprise ne va pas se construire spontanément,

par simple rapprochement ou hybridation des modèles nationaux. Personne n'imagine qu'un modèle social européen puisse émerger de la mise en concurrence des systèmes nationaux. Il en est de même pour la gouvernance d'entreprise. Le laisser-faire en ce domaine conduira au mieux à l'alignement sur le modèle dominant, au pire à l'incohérence. C'est sans doute la ligne de plus grande pente, mais c'est la voie de la démission. Seule, une démarche volontariste et concertée au niveau de l'Union européenne pourra établir l'empreinte d'un système de valeurs partagées sur la gouvernance de nos entreprises et la trajectoire de notre économie.

NOTES

1. Cf. Alphandery E., Bebear C., Bourdillon C., Cahen D., de Larosière J., Lebègue D., Renault M. et Théodore J.-F., *L'urgence d'un modèle financier européen*, *Le Monde*, 31 mai 2002.
2. Cf. Boutillier M., Labye A., Lagoutte C., Levy N. et Oheix V., *Financement et gouvernement des entreprises : exceptions et convergences européennes*, *Revue d'économie politique*, juillet-août 2002.
3. Cf. Barca M. et Becht M., *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press, 2001.
4. Cf. La Porta R., Lopes-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R., *Law and Finance*, *Journal of Political Economy*, 1998, pp. 1113-1155 et *Investor Protection and Corporate Governance*, *Journal of Financial Economics*, 2000, pp. 3-27.
5. Dans leur *survey* de référence, Shleifer A. et Vishny R. définissent le sujet de la façon suivante : « *Corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment* ». Cf. *A Survey of Corporate Governance*, *Journal of Finance*, juin 1997, pp. 737-783.
6. Cette idée est très bien présentée et développée par Rajan R. et Zingales L. dans *The Governance of the New-Enterprise in Corporate Governance*, X. Vives (ed), Cambridge University Press, 2000, et dans *The Influence of the Financial Revolution on the Nature of Firms*, *American Economic Review*, mai 2001, pp. 206-211.

