

Ghita HARTI-SAINCTAVIT
CREPA
Université Paris IX - Dauphine
Place du Maréchal de Lattre de Tassigny
75775 Paris Cedex 16

domicile:
50, rue Rambuteau
75003 Paris

**Doctorante au CREPA, Université Paris IX - Dauphine
(Centre de Recherche en Economie Pure et Appliquée)
sous la direction de B. de Montmorillon.**

**Communication pour la Vème Conférence Internationale de Management
Stratégique - recherche en démarrage:**

**LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE
DANS LES GRANDS GROUPES EUROPÉENS:
ÉTUDE COMPARÉE ALLEMAGNE, FRANCE, GRANDE-BRETAGNE**

**LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE
DANS LES GRANDS GROUPES EUROPÉENS:
ÉTUDE COMPARÉE ALLEMAGNE, FRANCE, GRANDE-BRETAGNE**

INTRODUCTION

La notion de "gouvernement d'entreprise" ("corporate governance") concerne l'organisation formelle du pouvoir dans les grandes sociétés anonymes entre actionnaires, dirigeants et conseil d'administration.

Ce thème, qui remonte aux années soixante-dix, a fait l'objet, aux États-Unis et en Grande-Bretagne d'un nombre impressionnant de publications universitaires et de codes de bonnes pratiques, dont le désormais célèbre "Rapport Cadbury".

En France, la réflexion sur cette question ne s'est engagée que tardivement mais elle s'impose désormais du fait de différentes évolutions du capitalisme français: privatisations passées et à venir, décroisement de participations, poids croissant des investisseurs anglo-saxons...

En dehors des travaux universitaires consacrés à la question, des travaux plus normatifs, s'inspirant largement du courant anglo-saxon du "corporate governance", s'interrogent sur la nécessité de réformer certaines institutions du capitalisme français: "Rapport Viénot"¹, projet de réforme de la loi de 1966 sur les sociétés commerciales...

En effet, diverses réflexions sur le capitalisme - ou plutôt les différents capitalismes - attribuent la performance des économies, et plus spécifiquement des entreprises, au mode de gouvernement de ces entreprises, c'est à dire à la manière dont sont institutionnellement organisés les pouvoirs en leur sein.

C'est pourquoi il importe de savoir quelles sont les spécificités des modèles nationaux de gouvernement des entreprises et dans quelle mesure il est possible de les généraliser. Dans un contexte de difficile harmonisation européenne (le projet de Société Anonyme Européenne, notamment, semble ne pas pouvoir aboutir), nous avons donc cherché ici à déterminer les spécificités du gouvernement d'entreprise en Allemagne, en Grande-Bretagne et en France.

Ce travail comparatif est, en effet, un préalable important à toute approche normative: les analyses restent, pour l'instant, très liées au contexte anglo-saxon et leurs conclusions trouvent peu d'écho en Allemagne ou en France.

Il s'agit donc de repérer les enjeux du gouvernement d'entreprise dans les trois pays étudiés avant de poser la question d'une éventuelle réforme ou harmonisation.

Pour ce faire, on identifiera, d'abord, par le biais d'une revue de la littérature, les questions posées par le courant du gouvernement d'entreprise.

¹ *Le conseil d'administration des sociétés cotées*, Rapport du groupe de travail CNPF/AFEP, juillet 1995, 24 pages.

D'autre part, l'organisation formelle du pouvoir au sein des sociétés anonymes étant d'abord instituée par les textes de Droit, on comparera les règles régissant les relations entre actionnaires, dirigeants et conseil d'administration dans les trois pays. Enfin, on étudiera la forme du gouvernement d'entreprise d'un échantillon de grands groupes allemands, français et anglais.

Précisons, pour finir, que les travaux présentés ici s'insèrent dans un cadre plus large qui concerne la relation entre gouvernement et stratégie des entreprises. En effet, l'étude de l'organisation du pouvoir central de l'entreprise nous conduit à nous intéresser à l'enjeu même de ce pouvoir: la capacité d'influencer le devenir de l'entreprise par le biais des décisions stratégiques et à nous interroger sur l'influence du mode de gouvernement des entreprises sur la nature de leurs choix stratégiques (travaux en cours qui ne sont pas présentés ici).

I. ANALYSES THÉORIQUES DU GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

Le courant du gouvernement d'entreprise est l'héritier de nombreux travaux qui, depuis l'apparition de la Société Anonyme, s'interrogent sur la répartition des pouvoirs en son sein.

Les théories managériales et de l'agence, notamment, analysent la répartition du pouvoir entre dirigeants et actionnaires dans la grande société par action, les théories du contrôle, s'interrogeant sur la nature même de ces actionnaires.

Ces travaux trouvent des échos dans les différents courants qui analysent le rôle du conseil d'administration, organe "relais" entre les actionnaires et les dirigeants.

1. Actionnaires et dirigeants

La question du gouvernement d'entreprise naît avec la société par actions et l'apparition concomitante de dirigeants professionnels: les propriétaires allaient-ils devenir, comme le suggère Adam Smith, de simples spectateurs de ces "régisseurs de l'argent d'autrui"?

L'ère des managers:

C'est le point développé par les auteurs "managérialistes", comme Galbraith, Burnham ou Marris, qui accréditent cette vision d'actionnaires fournisseurs de capital, spoliés de leur pouvoir par les dirigeants salariés.

Ces auteurs se réfèrent au travail fondateur de Berle et Means¹, qui montrent, en 1932, que le capitalisme américain devient de moins en moins efficace du fait de l'émergence de sociétés au capital très dispersé séparant les organes chargés des fonctions de propriété et de direction. Dans ce type de société, les dirigeants détiennent leur pouvoir d'un mandat dont l'origine n'est pas nécessairement la propriété d'un grand nombre d'actions ce qui prive une partie, voire l'ensemble des actionnaires de leur pouvoir de contrôle.

Les auteurs managérialistes, partant de ce constat de l'émergence d'un pouvoir des dirigeants, ont émis un certain nombre d'hypothèses sur l'usage discrétionnaire que ces derniers étaient susceptibles d'en faire.

¹ Adolf BERLE et Gardiner MEANS, *The modern corporation and private property*, Mac Millan, New York, 1932, réimpression de 1982.

Pour eux, les dirigeants, qui ne sont pas propriétaires des profits engendrés par l'entreprise retirent de leur situation deux types d'avantages qui sont la rémunération (monétaire ou non) et le prestige personnel. En l'absence de contrôle des actionnaires, ils consacreront les ressources de l'entreprise à la satisfaction de ces objectifs.

Selon Marris¹, par exemple, ils s'octroieraient divers avantages en nature et "construiraient des empires", en recherchant la croissance de leur entreprise à tout prix.

Au delà de ces hypothèses traditionnelles du "prélèvement" ou de la "construction d'empire", certains auteurs émettent des hypothèses plus précises dans le contexte de grands groupes contemporains: c'est le cas d'Amihud et Lev², par exemple, pour lesquels le comportement discrétionnaire des dirigeants se traduirait par un choix stratégique bien précis: celui de la diversification non reliée.

En effet, alors que les actionnaires peuvent diversifier leur risque par le biais d'un portefeuille de titres, les dirigeants voient une part importante de leur revenu liée aux performances de la firme et ne peuvent diversifier leur "risque managérial" en gérant plusieurs firmes simultanément. Ils sont donc tentés de diversifier ce risque par d'autres moyens, comme celui qui consiste à engager leur firme dans une diversification susceptible de stabiliser le flux de revenus générés.

Pour Hill et Snell³, également, les dirigeants choisiraient de consacrer les ressources de l'entreprise à la diversification conglomérale et la croissance externe, préférant limiter l'investissement en R&D, pour des raisons de réduction du risque managérial et de différence d'horizon temporel avec les actionnaires.

La relation d'agence entre actionnaires et dirigeants

Contrairement aux managérialistes, les théoriciens de l'agence prendront la défense de la société par actions en s'intéressant au contrat qui lie actionnaires et dirigeants, défini comme une relation d'agence où le mandant (principal) a recours à un mandataire (agent) pour accomplir en son nom "une tâche impliquant une délégation de nature décisionnelle"⁴.

La relation entre actionnaires et dirigeants pose ainsi un problème d'agence dans la mesure où l'incertitude liée à l'environnement et la complexité des tâches managériales interdit toute spécification par voie contractuelle des obligations des dirigeants et rend difficile l'évaluation de leurs performances. Ces derniers peuvent donc adopter un comportement opportuniste préjudiciable aux intérêts des actionnaires, ce qui entraîne des coûts d'agence: coûts de surveillance consentis par le principal, coûts de "mise en confiance" consentis par l'agent et enfin, perte d'utilité subie par le principal.

¹ Robin MARRIS, *L'entreprise capitaliste moderne*, Dunod, Paris, 1971, 345 pages traduit de *The economic theory of managerial capitalism*, MacMillan, Londres 1964.

² Yakov AMIHUUD et Baruch LEV, "Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers", *The Bell Journal of Economics*, Automne 1981.

³ Charles W.L. HILL et Scott A. SNELL, "Effects of ownership structure and control on corporate productivity", *Academy of Management Journal*, vol. 32, n°1, mars 1989.

⁴ Michael C. JENSEN et William H. MECKLING, "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, octobre 1976, vol. 3.

Pour Fama et Jensen¹ la forme de la société anonyme réduit toutefois ces coûts d'agence en déléguant la fonction de contrôle des dirigeants à des agents spécialisés: les membres du conseil d'administration.

Ultérieurement, Jensen² élargira ce propos à différents mécanismes permettant de résoudre le problème d'agence. Pour lui, deux types de mécanismes sont susceptibles d'inciter les dirigeants à agir conformément aux intérêts des actionnaires:

- les mécanismes externes de contrôle: le marché financier, les pouvoirs publics, le marché des biens et services...

- les mécanismes internes de contrôle, reposant sur les actionnaires et le conseil d'administration.

Pour ce qui est du marché financier, Jensen estime que les prises de contrôle hostiles ont constitué une source de discipline dans les années quatre vingt mais que ce mécanisme est aujourd'hui moins actif et moins efficace. Le rôle des pouvoirs publics, par le biais du système juridique et réglementaire est jugé, par Jensen, comme un "instrument trop grossier pour traiter efficacement les questions de comportement managérial".

La sanction du marché des biens et services, enfin, serait trop tardive et fatale aux entreprises.

Ce sont donc les mécanismes internes de contrôle qui devront assurer la discipline des dirigeants, moyennant toutefois certains aménagements du conseil d'administration et "la résurrection d'actionnaires actifs", qui possèdent une large part du capital des entreprises et participent activement à la définition de leur stratégie.

La théorie de l'agence, d'abord plaidoyer pour la grande société anonyme au capital largement diffusé, aboutit ainsi à souligner l'intérêt pour cette grande société anonyme, d'actionnaires importants...

Le rôle des gros actionnaires

Schleifer et Vishny³, également, considèrent que la présence d'un actionnaire important garantit la discipline des dirigeants.

Pour eux, la diffusion du capital des entreprises rend difficile le contrôle des dirigeants, devenu trop coûteux pour le petit actionnaire (coûts d'accès à l'information notamment). De plus, le petit actionnaire qui subirait seul le coût du contrôle n'en profiterait qu'à hauteur de sa participation au capital mais en ferait bénéficier gratuitement l'ensemble des actionnaires.

Pour Shleifer et Vishny la manière optimale d'assurer ce contrôle dont le résultat est un bien collectif consiste à en faire assumer le coût par les gros actionnaires.

¹ Eugene F. FAMA et Michael C. JENSEN, "Organizational forms and investment decisions", *Journal of Financial Economics*, n°14, 1985.

² Michael C. JENSEN, "The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control system", *Journal of Finance*, vol. XLVIII, n°3, juillet 1993.

³ Andrei SHLEIFER et Robert VISHNY, "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy*, vol. 94, n°3, 1986.

Ces derniers, importants consommateurs de ce bien collectif, ont tout intérêt à exercer un contrôle direct sur les dirigeants. De plus, leur seule présence permet de discipliner les dirigeants en rendant plus crédible la menace d'une prise de contrôle de l'entreprise par un éventuel acquéreur susceptible d'accéder d'emblée à une large fraction du capital.

Pour Jensen qui appelle à la résurrection de tels "actionnaires actifs", les institutions financières (banques, compagnies d'assurance, fonds de pension et gestionnaires de fonds) de plus en plus présents dans le capital des grands groupes américains sont tout désignés, malgré leur attitude relativement réservée jusque là.

Il n'en a pas été ainsi de l'autre côté de l'Atlantique où les théoriciens du contrôle, soulignent, depuis longtemps, le pouvoir des institutions financières dans la vie des entreprises.

Le contrôle financier

En effet, dès 1910, Hilferding¹ note que les grandes sociétés par actions se trouvent sous le contrôle "d'un cercle de personnes qui, grâce à leur propre puissance de capital ou en tant que représentants de la puissance concentrée de capitaux étrangers", sont susceptibles d'exercer une influence importante sur la gestion de ces sociétés.

Ces "représentants de la puissance concentrée de capitaux étrangers" sont les banques qui utiliseraient le pouvoir conféré par la représentation des actionnaires afin d'influencer durablement les entreprises. Les banques chercheraient ainsi à "s'assurer du bon emploi de leur crédit" et à "dominer le plus possible en vue de s'assurer les transactions financières qui rapportent des bénéfices". Au delà de cette influence sur une entreprise donnée, elles organiseraient même le jeu concurrentiel de pans entiers de l'industrie.

Cette analyse trouvera des échos dans les travaux réalisés depuis les années soixante-dix sur le "contrôle financier", qui soulignent l'émergence d'acteurs centraux d'un nouveau capitalisme: les investisseurs institutionnels.

A l'instar d'Olivier Pastré², on définira les investisseurs institutionnels comme des "organismes dont la mission est de gérer des fonds qui leur sont confiés, généralement à long terme, en procédant à divers investissements notamment sur les marchés financiers". Au sens strict, il s'agit des compagnies d'assurance, les fonds de pension, les sociétés d'investissement... par extension, on y ajoute les grandes banques qui détiennent, de plus en plus, d'importantes participations dans le capital des groupes industriels.

L'émergence des institutionnels

¹ Rudolf HILFERDING, *Le Capital Financier*, Editions de Minuit, Paris, 1970, 498 pages traduit de *Das Finanz Kapital*, Vienne, 1910.

² Olivier PASTRÉ, *Les nouveaux piliers de la finance*, Editions La Découverte, Paris, 1992, 189 pages.

En France, c'est d'abord François Morin¹ qui, dans une étude sur le capital des grands groupes français réalisée en 1974, suivant une méthodologie inspirée de Berle et Means, conclut à la polarisation des plus grandes firmes françaises autour de centres financiers.

Il est suivi en cela par Olivier Pastré², notamment, qui signale l'émergence, "d'une nouvelle oligarchie, à la fois privée et publique", d'investisseurs institutionnels qui jouent désormais un rôle d'actionnaires "pivots" dans les grandes entreprises françaises, du fait de la concentration croissante de leurs investissements. Ces institutionnels, d'abord passifs pour la plupart, devraient peser de plus en plus sur le cours des affaires industrielles.

En Grande-Bretagne, Nyman et Silberston³ soulignent également la montée des institutions financières comme nouveaux organes de contrôle de l'industrie anglaise: les fonds de pension et compagnies d'assurance, actionnaires traditionnellement passifs des entreprises anglaises, possèdent désormais des participations suffisamment importantes pour que soit posée la question de l'exercice effectif du pouvoir y afférent.

Les travaux de François Morin et du LEREP (Laboratoire d'Études et de Recherches sur l'Économie de la Production) étendront cette analyse à la plupart des pays européens.

Pour François Morin et Claude Dupuy⁴, quelques groupes financiers contrôlent des pans entiers des systèmes productifs nationaux, non seulement par le biais de prises de participation mais également par la représentation aux conseils d'administration ou encore, l'exercice du droit de vote pour le compte d'actionnaires.

Ceci créerait des "coeurs financiers", galaxies constituées par les pôles financiers et l'ensemble des groupes industriels sur lesquels ils exercent leur influence.

Quelques banques, omniprésentes dans le capital et les conseils de surveillance, relient ainsi les grands groupes industriels allemands tandis que l'actionnariat des groupes français se concentre de manière de plus en plus significative autour "des banques, des compagnies d'assurance, et des organismes de gestion de fonds publics, dénommés les zinzins", qui participeraient à la restructuration de certains secteurs industriels...

La notion de "contrôle financier" recouvre, on le voit, des réalités nationales diverses: le terme même d'institutionnel désigne tantôt des banques et compagnies d'assurance, tantôt des fonds de pensions et sociétés d'investissement ...

Cette diversité des institutionnels pose la question de leur comportement: les fonds de pension, banques, compagnies d'assurance... sont-ils des actionnaires passifs "à la Berle et Means" ou bien jouent-ils un rôle actif dans le gouvernement des groupes industriels, comme le souhaite Jensen?

¹ François MORIN, *La structure financière du capitalisme français*, Calmann-Lévy, Paris, 1974, 311 pages.

² Olivier PASTRÉ, op. cit.

³ Steve NYMAN et Aubrey SILBERSTON, "The ownership and control of industry", *Oxford Economic Papers*, vol. 30, n°1, mars 1978.

⁴ c.f. notamment Clause DUPUY et François MORIN, *Le coeur financier européen*, Economica, Paris, 1993, 93 pages.

Institutionnels et gouvernement d'entreprise

Pour Chaganti et Damanpour¹, l'actionnariat des institutionnels ne peut s'appréhender par le biais de catégories imposées par la théorie managériale qui distinguent société contrôlée par les actionnaires, dans le cas où l'actionnariat est concentré et société managériale, dans le cas où il est diffus.

Pour eux, l'actionnariat des institutionnels est un nouveau cas de figure, que l'on peut caractériser à l'aide d'une typologie proposée par Mintzberg².

Les types d'actionnariat se définiraient ainsi selon deux dimensions: l'implication des actionnaires (et, par opposition, le détachement) et leur concentration (et, par opposition, la dispersion), qui font référence à l'influence des actionnaires sur les choix de la firme, et à la diffusion du capital.

Les courants managérial et de l'agence, ne prennent en compte que les types "concentré-impliqué" et "dispersé-détaché" puisqu'ils distinguent, d'une part, les sociétés dominées par un actionnaire nécessairement impliqué dans le processus décisionnel, et, d'autre part, les sociétés dont le capital est dispersé et où les dirigeants seraient seuls décideurs, à l'exclusion des actionnaires, peu soucieux d'influencer les choix de la firme.

Pour Chaganti et Damanpour, la diffusion du capital ne doit pas systématiquement être interprétée comme une décline de l'influence des actionnaires.

Certains actionnaires seraient ainsi à classer dans la catégorie "dispersé-impliqué": les institutionnels présents dans le capital de nombre de firmes américaines. En effet, la petite taille de leurs participations les place dans la catégorie "dispersé" mais leur récent activisme montre qu'ils sont toutefois "impliqués".

Les institutionnels, d'abord logés à la même enseigne que les petits actionnaires individuels qui ne s'expriment qu'en vendant leurs titres, apparaissent ici comme les acteurs d'un gouvernement d'entreprise plus interventionniste: même s'ils ne possèdent qu'une fraction du capital, ils sont susceptibles d'influencer les décisions soit indirectement, par la menace de cession des titres soit, surtout, directement, en votant lors des assemblées générales ou en siégeant au conseil d'administration de la firme.

Brickley, Lease et Smith³, par exemple, montrent que les institutionnels américains exercent leurs droits de vote en assemblée générale, beaucoup plus fréquemment que les actionnaires individuels et qu'ils n'hésitent pas, le cas échéant, à s'opposer à certaines décisions des dirigeants.

Les institutionnels les plus actifs seraient cependant les fonds de pension et sociétés d'investissement tandis que les banques et compagnies d'assurance, également fournisseurs de services éviteraient toute confrontation avec les dirigeants.

¹ Rajeswararao CHAGANTI et Fariborz DAMANPOUR, "Institutional ownership, capital structure and firm performance", *Strategic Management Journal*, vol. 12, n°7, octobre 1991.

² Henry MINTZBERG, *Le pouvoir dans les organisations*, Editions d'Organisation, Paris, 1986 traduit de *Power in and around organizations*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, 1983.

³ James A. BRICKLEY, Ronald C. LEASE et Clifford W. SMITH Jr., "Ownership structure and voting on antitakeover amendments", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, n° 1/2, janvier-mars 1988.

Cela nous conduit à distinguer différents type d'institutionnels dont le comportement varierait selon leur relation avec les entreprises dont ils sont actionnaires.

Les institutionnels, actionnaires "actifs"

Pour Jonathan Charkham¹, par exemple, il existe deux modèles types d'actionnaires institutionnels en matière de gouvernement d'entreprise.

Certains concentrent leur portefeuille sur quelques titres, prennent des intérêts importants dans les sociétés concernées, communiquent directement avec elles et étudient leur stratégie. Ce sont des actionnaires relativement fidèles, intéressés à la valeur à long terme des firmes que l'importance de leurs participations empêche de quitter brutalement.

Ces institutionnels "actifs", sont parties prenantes du gouvernement des entreprises.

D'autres, à l'inverse, disposent d'un portefeuille diversifié de petites participations et ne consacrent pas de ressources au gouvernement de sociétés dont les actions sont, en principe, détenues pour le court terme. Ils estiment que leur devoir, vis à vis de leurs propres clients, est de vendre les actions d'une société en difficulté plutôt que de favoriser la réorganisation de celle-ci. Ils se contentent donc de surveiller les marchés "utilisant leurs compétences de négoce, qu'ils appliquent aux actions comme au cacao".

Pour Charkham, les institutionnels anglais (essentiellement des fonds de pension et des sociétés d'investissement) se comportent conformément à ce second modèle ce qui explique qu'on ait pu les assimiler aux petits actionnaires individuels.

En effet, la dispersion et la petite taille des participations de ces institutionnels (liées à des raisons prudentielles) font que l'exercice d'une influence directe est pour eux l'option la plus coûteuse.

De nombreux auteurs anglo-saxons considèrent, en revanche, que les banques allemandes sont typiquement des institutionnels de la première catégorie et jouent un rôle actif dans le gouvernement des entreprises. Cette vision, très largement partagée, veut que les banques allemandes, du fait de la combinaison des intérêts du banquier et de l'actionnaire, aient une connaissance intime des entreprises et s'y impliquent bien plus qu'un fonds de pension anglo-saxon, dont les participations ne s'accompagnent pas d'une relation commerciale.

Certains travaux critiquent toutefois ce consensus autour du "modèle rhénan" et s'interrogent sur les conditions de participations des banques au gouvernement des entreprises.

Pour Ellen Schneider-Lenné², notamment, les liens banque/industrie en Allemagne sont largement surestimés, le modèle de la "banque maison" - banque universelle, principal

¹ Jonathan P. CHARKHAM, *Keeping good company, a study of corporate governance in five countries*, Clarendon Press, Oxford, 1994, 379 pages.

fournisseur de services bancaires, connaissant intimement l'entreprise et susceptible de s'y impliquer - ayant vécu.

En effet, si les banques allemandes recherchent une relation durable avec les entreprises clientes, il est rare, désormais qu'un grand groupe n'ait qu'une banque maison. Les grands groupes industriels entretiendraient ainsi, selon Edwards et Fisher¹, des relations continues avec plus d'une dizaine de banques

De plus, les participations directes des banques ne leur permettraient guère de peser lors des assemblées générales, et iraient, de surcroît, en s'amenuisant.

Les grandes banques allemandes, qui ne sont pas les gros actionnaires que l'on dit, n'en sont pas moins en position de jouer un rôle important dans le gouvernement des entreprises: elles exercent un nombre important de droits de vote et siègent (voire président) de nombreux conseils de surveillance.

Theodor Baums² montre ainsi que le nombre de droits de vote exercés par les banques dans les plus grands groupes allemands dépasse de loin leur participation, ce qui est dû à la spécificité allemande du "depotstimmrecht" qui fait que les actionnaires peuvent donner pouvoir à leur banquier pour voter aux assemblées. Les banques allemandes ont ainsi exercé en 1988 45% des droits de vote aux assemblées des cent plus importants groupes allemands³...

Pour Baums, les banques allemandes exercent un rôle actif dans le gouvernement des entreprises en votant pour leur compte et celui des actionnaires qu'elles représentent, en siégeant souvent aux conseils de surveillance... mais la question se pose de savoir si elles défendent les intérêts de l'actionnaire ou du banquier.

Baums considère, en effet, qu'il est probable que les banques cherchent plus à capter des flux d'affaires, à pérenniser une relation commerciale et à protéger leur intérêt de prêteur qu'à défendre l'intérêt des actionnaires.

Il serait possible alors que banques et dirigeants s'allient pour privilégier des objectifs peu conformes à l'intérêt des actionnaires comme la "construction d'empire" évoquée précédemment, et ce, d'autant plus que, selon Baums, il existerait une coalition managériale implicite entre les dirigeants des banques dont le capital est également très diffusé et les dirigeants des grands groupes industriels.

Institutionnels et stratégie

² Ellen R. SCHNEIDER-LENNÉ, "The role of the German capital markets and the universal banks, supervisory boards, and interlocking directorships" dans *Capital markets and corporate governance*, sous la direction de Nicholas DIMSDALE et Martha PREVEZER, Clarendon Press, Oxford, 1994.

¹ Jeremy EDWARDS et Klaus FISCHER, "An overview of the German financial system", dans *Capital markets and corporate governance*, sous la direction de Nicholas DIMSDALE et Martha PREVEZER, Clarendon Press, Oxford, 1994.

² Theodor BAUMS, "Takeovers versus institutions in corporate governance in Germany", dans *Contemporary issues in corporate governance*, The Oxford Law Colloquium, sous la direction de D.D. PRENTICE et P.R.J. HOLLAND, Clarendon Press, Oxford, 1993.

³ Arno GOTTSCHALK, "Der stimrechtseinfluss der banken in den aktionarsversammlungen der grossunternehmen", 5 *WSI-Mitteilungen* 5 1988, cité dans: Jonathan P. CHARKHAM, *Keeping good company, a study of corporate governance in five countries*, Clarendon Press, Oxford, 1994, 379 pages.

Au delà de l'exercice du pouvoir conféré par leurs participations, la question se pose donc de savoir quel type d'influence les institutionnels peuvent avoir sur la stratégie des groupes.

A cet égard, le poids de plus en plus important des fonds de pensions et sociétés d'investissement (notamment dans les pays anglo-saxons) a suscité de nombreuses critiques: ces derniers, uniquement intéressés par les résultats financiers à court terme, et par nature, infidèles, inciteraient les entreprises à adopter des stratégies obérant leur développement à long terme alors que les banques privilégieraient, au contraire, les choix portant sur le long terme.

Les premiers inciteraient sans cesse les dirigeants à restructurer leurs actifs par des acquisitions et cessions, les seconds, privilégiant la croissance interne.

Cette thèse, largement diffusée, du "court-termisme" des institutionnels a également suscité nombre de travaux empiriques. On peut citer, par exemple, Graves¹, qui montre que l'investissement en Recherche et Développement est significativement inférieur dans les sociétés où l'actionnariat institutionnel est important.

Le contrôle familial

En dehors de ce nouveau capitalisme institutionnel, un autre type de propriété, trop vite condamné par les théories managériale et de l'agence est toujours la source d'un actionnariat "actif": le capitalisme familial.

En France, par exemple, Olivier Pastré² montre que des entrepreneurs ont investi des secteurs entiers comme la distribution, l'agro-alimentaire ou l'habillement.

Holderness et Sheehan³, à travers une études des firmes américaines cotées, soulignent que nombre d'entre elles ont un actionnariat concentré entre les mains d'individus cumulant propriété et direction et que, contrairement à ce qui était prédit par les théoriciens de l'agence, elles ne semblent pas moins performantes que celles au capital diffus, l'investissement n'y est pas inférieur... ni les salaires des dirigeants significativement supérieurs.

Pour François Morin⁴, la société anonyme n'a pas spolié les propriétaires du contrôle qu'ils exerçaient, elle a surtout dissocié deux types d'actionnaires:

- les petits actionnaires qui remplissent surtout une fonction de financement et sont effectivement exclus de l'exercice du pouvoir,
- les gros porteurs d'actions, institutionnels, individus ou familles, qui gardent "un pouvoir d'affectation des moyens de production à des utilisations données".

¹ Samuel B. GRAVES, "Institutional ownership and corporate R&D in the computer industry", *Academy of Management Journal*, vol. 31, n°2, juin 1988.

² Olivier PASTRÉ, op. cit.

³ Clifford G. HOLDERNESS et Dennis P. SHEEHAN, "The role of majority shareholders in publicly held corporation", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, n°1/2, janvier-mars 1988.

⁴ François MORIN, *La structure financière du capitalisme français*, Calmann-Lévy, Paris, 1974, 311 pages.

Ces derniers continuent de jouer un rôle important dans le contrôle des grands groupes même si leur pouvoir ne découle plus, comme autrefois, de la détention de la majeure partie du capital.

D'autres auteurs rechercheront ainsi les indices d'un contrôle familial en dehors de la détention d'une part importante du capital. Pour Burch¹, par exemple, "la présomption de contrôle familial" se fonde sur deux indicateurs: la possession de 4 à 5% du capital par une famille ou un individu et la représentation de ceux-ci au conseil d'administration.

Il en va de même pour Nyman et Silberston qui déduisent le contrôle familial d'indices comme la présence au conseil d'administration du fondateur de l'entreprise ou de ses descendants ou encore, l'attribution de la présidence du conseil à un membre de la famille fondatrice et ce, même si l'actionnariat familial est peu important.

Nyman et Silberston concluent ainsi, en 1975, que 35% des premières firmes anglaises sont sous contrôle familial.

Ces travaux nous conduisent donc à nous intéresser à cet autre lieu du contrôle qu'est le conseil d'administration. Au delà de la propriété, c'est également en son sein que se joue le gouvernement des entreprises.

2. Le conseil d'administration

Comme on l'a vu plus haut, Jensen distingue des mécanismes de contrôle externes (essentiellement les marchés) et des systèmes de contrôle internes qui lui semblent plus à même d'assurer la surveillance des dirigeants.

Au coeur de ces mécanismes internes, se trouve le conseil d'administration, "responsable ultime du fonctionnement de la firme", qui peut exercer un contrôle direct sur les décisions des dirigeants. C'est la raison pour laquelle le débat sur le gouvernement d'entreprise s'est focalisé sur le conseil d'administration: une abondante littérature normative et positive étudie son fonctionnement, sa composition, son influence, et propose des solutions pour accroître son efficacité.

En effet, le conseil d'administration est le lieu par excellence de la confrontation entre actionnaires et dirigeants et on va étudier ici de quelle façon il s'insère dans les courants évoqués précédemment.

Conseil d'administration et théorie managériale

Les auteurs du courant managérial ne voient dans le conseil d'administration qu'une "chambre d'enregistrement des décisions de la technostructure"², une "fiction juridique"³, institution dominée par les dirigeants.

¹ Philip H. BURCH, *The managerial revolution reassessed*, Lexington, 1972.

² John Kenneth GALBRAITH, *Le nouvel état industriel*, Gallimard, 1989, 473 pages, 4ème édition traduit de *The new industrial state*, 1967.

³ KOSNIK, "A study of board performance in corporate governance", *Administrative Science Quarterly*, n°32, 1987.

Cette passivité du conseil s'explique par un certain nombre de raisons évoquées par différents auteurs:

- les informations dont dispose le conseil d'administration proviennent des dirigeants eux-mêmes. Ces derniers peuvent donc sélectionner l'information dispensée.
- le temps consacré par les membres du conseil d'administration à leur mission ne leur permettrait pas de juger de la qualité de la gestion des dirigeants.
- ces administrateurs seraient, de plus, sélectionnés sur des critères autres que leur expertise, en fonction de leurs affinités avec les dirigeants ou du prestige qu'ils apportent.

La passivité du conseil serait renforcée par le fait que le principal dirigeant de la firme est souvent également président de son conseil:

- il peut orienter l'ordre du jour et les discussions dans le sens qui lui convient.
- les administrateurs qui sont également dirigeants salariés de la firme n'ont aucun intérêt à aller à l'encontre du supérieur hiérarchique dont dépend leur carrière.
- les autres administrateurs sont redevables de leur siège et de leur rémunération à ce président du conseil et sont d'autant plus indulgents que le président du conseil peut également être membre de leur propre conseil.

Le conseil d'administration, réponse au problème d'agence

Les théoriciens de l'agence reconnaissent également les manques du conseil d'administration mais considèrent toutefois qu'il joue un rôle central dans la gestion de la relation entre dirigeants et actionnaires, surtout en l'absence "d'actionnaires actifs", et se proposent d'amender son fonctionnement.

Fama¹, notamment, réfléchit à la composition optimale du conseil d'administration dans le cadre de la firme à l'actionnariat diffus. Pour lui, les actionnaires, trop peu impliqués, n'ont pas individuellement intérêt à y siéger. En revanche, les dirigeants, plus informés en matière de gestion de l'entreprise, y ont leur place.

Les questions soulevées par la présence des dirigeants, juges et partis, au conseil d'administration sont résolues selon Fama, par l'existence d'un marché des dirigeants qui évalue leurs compétences managériales et les incite à se surveiller mutuellement.

De plus, Fama propose d'introduire au sein du conseil des membres "externes", c'est à dire, des professionnels qui ne soient ni actionnaires, ni dirigeants de la firme; éventuellement des dirigeants d'autres firmes, et qui pourraient remplir une fonction de conseil auprès des dirigeants, tout en évitant la collusion de ces derniers.

Ils seraient, à leur tour, incités à agir dans l'intérêt des actionnaires du fait de l'existence d'un marché des administrateurs.

Jensen², dans une synthèse de différents travaux, préconise alors les réformes suivantes:

- actionnariat des administrateurs: les membres du conseil seraient plus concernés par les intérêts des actionnaires s'ils étaient eux-mêmes actionnaires à hauteur d'une part importante de leur patrimoine personnel. Il faudrait donc les contraindre à investir une somme minimum dans l'achat d'actions ou les rémunérer en actions.

¹ Eugene F. FAMA, "Agency problem and the theory of the firm", *Journal of Political Economy*, vol. 88, n°2, 1980.

² Michael C. JENSEN, op. cit.

- limitation de la dimension des conseils: les conseils trop importants s'avèrent incapables de se coordonner, ce qui accroît le pouvoir du président.
- interdiction de cumul des fonctions de président du conseil et de directeur général: afin d'éviter que ce président empêche le conseil de le surveiller voire de le sanctionner.
- interdiction du cumul des fonctions d'administrateur et de dirigeant: également afin de préserver l'impartialité du conseil. Les dirigeants salariés seraient toutefois invités à certaines réunions en vertu de leur expertise et afin de permettre au conseil de les évaluer.
- représentation des actionnaires importants, gages d'un gouvernement d'entreprise efficace. La présence au conseil est ici la preuve de "l'implication" d'un actionnaire.

Parmi les recommandations qui font florès dans la littérature sur le gouvernement d'entreprise, les débats portent essentiellement sur la question des administrateurs externes et le cumul des fonction de président et de directeur général.

Administrateurs internes, administrateurs externes

La plupart des auteurs s'accordent sur le fait qu'un conseil est plus efficace si une majorité de ses membres sont "externes", c'est à dire, indépendants du directeur général, par opposition aux membres "internes" que sont les dirigeants salariés.

Weisbach¹, par exemple, considérant que la compétence disciplinaire d'un conseil réside notamment dans sa capacité à révoquer un directeur général en cas d'insatisfaction, montre que les conseils dominés par les administrateurs externes en arrivent plus facilement que les autres à cette extrémité.

Boyd² montre qu'un conseil "fort" (constitué essentiellement d'administrateurs externes et d'actionnaires) empêche les dirigeants de se verser des rémunérations excessives.

D'autres auteurs montrent que la présence d'administrateurs externes évite que les dirigeants, dans leur course à la "construction d'empires" ne fassent des acquisitions trop coûteuses, ou encore, que les firmes survivent plus longtemps...

Pour Baysinger et Hoskisson³, toutefois, les administrateurs externes n'ont qu'une connaissance partielle de la firme et de son environnement et ne peuvent juger celle-ci que sur ses performances financières alors que les administrateurs internes, en tant que participants au processus décisionnel, sont plus à même d'évaluer sa qualité ainsi que "l'intérêt stratégique" des décisions. Pour éviter que les dirigeants ne s'orientent vers des performances à court terme, il faudrait donc que la majorité des sièges leur soit réservée.

Administrateurs externes et stratégie

Pour Baysinger et Hoskisson⁴, les administrateurs internes, plus sensibles à la qualité intrinsèque des décisions valoriseraient ainsi les diversifications reliées et

¹ Michael S. WEISBACH, "Outside directors and CEO turnover", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, n°1/2, janvier-mars 1988.

² Brian K. BOYD, "Board control and CEO compensation", *Strategic Management Journal*, vol. 15, n°5, juin 1994.

³ Barry BAYSINGER et Robert E. HOSKISSON, "The composition of boards of directors and strategic control: effects on corporate strategy", *Academy of Management Review*, vol. 15, n°1, 1990.

⁴ Barry BAYSINGER et Robert E. HOSKISSON, op. cit.

l'investissement dans une activité dominante alors que les administrateurs externes seraient bienveillants face à la diversification non reliée qui permet de stabiliser les performances de la firme et décourageraient l'investissement en R&D qui vise des performances à long terme.

A l'appui de cette étude, Baysinger, Kosnik et Turk¹ montrent que les dépenses de R&D sont positivement liées à la présence d'administrateurs internes.

Cumul des fonctions de président du conseil et de directeur général

L'autre débat concernant le conseil d'administration est celui du cumul des fonctions de président du conseil et de directeur général.

Ici encore, l'opinion la plus répandue est celle qui s'oppose au cumul, au motif qu'il revient à faire jouer à une même personne les rôles de surveillant et de surveillé: les études empiriques montrent ainsi que les faillites seraient plus fréquentes et les performances moindres dans les firmes "à cumul".

Quelques auteurs, qui empruntent plus leurs concepts aux théories des organisations pensent, au contraire, que le cumul permet d'identifier clairement l'unique détenteur de l'autorité formelle, le leadership participant également au succès d'une firme.

Par ailleurs, l'unité de commande permettrait une réponse plus rapide aux évolutions de l'environnement et une meilleure réactivité de l'entreprise.

Boyd² réconcilie les deux points de vue dans une approche contingente: l'intérêt du cumul dépendrait de l'incertitude environnementale: plus celle-ci est importante, plus la firme doit être réactive et en conséquent, plus le cumul est intéressant. La réactivité que le cumul permet en cas de turbulence contrebalancerait ainsi les coûts d'agence.

Substituabilité des mécanismes de contrôle:

La masse des études empiriques sur le conseil d'administration s'avère finalement peu concluante et plutôt contradictoire.

Pour Rediker et Seth³, cela s'explique par le fait que le conseil d'administration n'est qu'un mécanisme de contrôle parmi d'autres et que son effet ne saurait être isolé dans le gouvernement des entreprises: si le contrôle est assuré par un actionnaire important, par exemple, il est inutile de recourir, en plus, à des administrateurs externes.

C'est également le point de vue de Charreaux et Pitol-Belin⁴ qui estiment que l'on ne peut établir de lien direct entre performance de la firme et nature de son conseil d'administration, le conseil ne pouvant être considéré isolément, en dehors de toute référence à la structure de détention du capital.

¹ Barry BAYSINGER, Rita KOSNIK et Thomas TURK, "Effects of board and ownership structure on corporate R&D strategy", *Academy of Management Journal*, vol. 34, n°1, 1991.

² Brian K. BOYD, "CEO duality and firm performance: a contingency model", *Strategic Management Journal*, vol. 16, 1995.

³ Kenneth REDIKER et Anju SETH, "Boards of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms", *Strategic Management Journal*, vol. 16, n°2, février 1995.

⁴ Gérard CHARREAUX et Jean-Pierre PITOL-BELIN, "Le conseil d'administration, lieu de confrontation entre dirigeants et actionnaires", *Revue Française de Gestion*, janvier-février 1992.

Les deux mécanismes internes de contrôle ne peuvent donc être considérés isolément et nous étudierons donc à la fois, la structure de l'actionnariat et la composition du conseil d'administration afin de caractériser les spécificités du gouvernement d'entreprise dans chacun des pays étudiés.

Ces spécificités sont d'abord institutionnelles: c'est notamment le droit qui détermine les relations entre actionnaires, dirigeants et conseil d'administration.

II. ASPECTS JURIDIQUES DU GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

En effet, le thème même du gouvernement d'entreprise est directement lié à la forme juridique de la Société Anonyme qui pose la question de la répartition des pouvoirs au sein de l'entreprise, dans un contexte de dilution de la propriété.

C'est dans le droit de la Société Anonyme qu'apparaissent d'abord les "choix de société" concernant relations entre actionnaires, conseil d'administration et direction.

On présentera donc ici, très brièvement, les particularités du droit de la Société Anonyme en Allemagne, en France et en Grande-Bretagne ainsi que la philosophie juridique sous-jacente.

1. L'Aktien Gesellschaft en Allemagne (AG):

La philosophie juridique allemande fait de la société anonyme une "société institution", c'est à dire "un acte collectif par lequel les partenaires sociaux adhèrent individuellement à un corps social s'organisant dans l'intérêt de tous"¹.

Elle est une institution dont la finalité est d'intérêt général et ne se réduit pas à l'intérêt des actionnaires, ce qui implique un rôle des actionnaires inférieur à ce qu'il peut être dans une "société contrat" anglo-saxonne.

Ceci explique que les grands groupes allemands aient la possibilité de limiter statutairement les droits de vote des actionnaires: dans de nombreux grands groupes allemands, les droits de vote des actionnaires sont ainsi limités à 5%, quelle que soit leur part dans le capital.

Ceci explique également que les pouvoirs de l'assemblée des actionnaires soient réduits: elle n'a pas à juger de la gestion de la société ou à approuver les comptes et n'a pas autorité pour révoquer les membres du directoire (dirigeants salariés).

Ces derniers, difficilement révocables, peuvent ainsi agir pour l'intérêt général, à l'abri de toute pression des actionnaires, alors que les dirigeants français, par exemple, sont révocables "ad nutum" par les actionnaires qui les ont mandatés.

La discrétion managériale est toutefois limitée par la séparation explicite entre la fonction de surveillance et la fonction de direction: l'organisation "dualiste" de l'AG distingue un conseil de surveillance où aucun dirigeant salarié ne siège et un directoire, organe collégial de direction.

Le conseil de surveillance allemand n'est pas la "chambre d'enregistrement" de la théorie managériale; il semble même être l'organe clé de l'AG puisque c'est en son sein que sont discutées les grandes orientations stratégiques.

Sa composition traduit le choix de la "société institution" dans la mesure où, dans les grandes sociétés, la moitié des sièges est réservée aux représentants des salariés et des syndicats.

Enfin, une particularité de l'AG réside dans le fait que les actionnaires absents peuvent se faire représenter à l'assemblée par les banques. Celles-ci disposent ainsi d'une masse de droits de vote (qui ne peut être limitée) qu'elles exercent comme elles l'entendent, éventuellement contre les dirigeants, ce qui leur donne un pouvoir considérable.

¹ Claude DUCOULOUX-FAVARD, *Société Anonyme, Aktien Gesellschaft, Società per Azioni*, Vuibert, Paris, 1992, 231 pages.

2. La Société Anonyme en France (SA):

Les textes de droit de la SA restent attachés à la conception de la "société-contrat", qui pose les droits intangibles de la propriété et fait partir le pouvoir de l'assemblée des actionnaires, formellement du moins.

En ce qui concerne la répartition des fonctions de direction et de contrôle, le choix est laissé entre une forme "moniste" avec un conseil d'administration unique et une "forme dualiste", très peu utilisée, à conseil de surveillance et directoire.

Dans la forme moniste, les administrateurs sont révocables à tout moment par l'assemblée des actionnaires, sans qu'il y ait lieu de motiver la décision, ce qui est conforme à la vision de dirigeants mandatés par les actionnaires et agissant pour leur compte.

Les dirigeants salariés peuvent siéger au conseil dans la limite du tiers mais il est rare que cette limite soit atteinte.

En revanche, il est fait une place particulière au président du conseil, qui est, de par la loi, le directeur général, et dont le conseil entier ne semble être qu'une émanation.

Ajoutons à cela que les actionnaires absents peuvent donner un pouvoir en blanc qui sert nécessairement à voter dans le sens des résolutions proposées par le conseil d'administration, ce qui accroît la marge de manoeuvre de ce président-directeur général.

En ce qui concerne la forme dualiste, qui reste rare, rappelons simplement que, bien qu'inspirée du modèle allemand, elle en retient la séparation des fonctions, mais pas l'esprit de "société-institution" (indépendance vis à vis des actionnaires, représentation des salariés...).

3. La Public Limited Company en Grande-Bretagne (Plc):

Les textes de droits de cette "société-contrat" sont très peu directifs et laissent une place importante aux dispositions statutaires.

Gestion et contrôle sont attribués à un même organe: le conseil d'administration où siègent des dirigeants salariés et des administrateurs externes. La répartition des rôles de président du conseil et de directeur général est laissée à la discrétion des firmes.

La liberté laissée par les textes de droit a toutefois été réduite par le rapport Cadbury, "code de bonnes pratiques" en matière de gouvernement d'entreprise, commandé en 1991 à un comité d'experts par les autorités boursières. Il ne s'agit pas du premier document de ce type mais les sociétés cotées ont l'obligation de mentionner leur conformité ou leur non conformité aux règles qu'il édicte et il semble avoir réellement infléchi les pratiques des entreprises.

Le rapport Cadbury recommande notamment la séparation des rôles de président de conseil et de directeur général, la présence d'une majorité d'administrateurs externes aux pouvoirs accrus, l'élaboration de processus formalisés de nomination et de rémunération et enfin la création de comités d'audit, de rémunération et de nomination, toutes recommandations découlant directement des travaux théoriques cités précédemment.

Le seul examen du droit de la Société Anonyme nous montre à quel point les questions posées par les théoriciens du gouvernement d'entreprise sont liées à un contexte bien particulier. Des spécificités nationales apparaissent quant à la répartition du pouvoir formel au sein des sociétés anonymes, spécificités que l'on va chercher à préciser en étudiant maintenant les pratiques en la matière de grands groupes allemands, anglais et français.

III. ÉTUDE COMPARÉE

L'étude comparée repose sur les deux pôles du "système interne de contrôle" identifiés précédemment:

- existence d'actionnaires actifs
- composition du conseil d'administration favorisant l'exercice d'un contrôle.

Il s'agit d'identifier ici les spécificités nationales en la matière, compte tenu du cadre juridique évoqué précédemment.

1. Méthode:

Échantillon:

On a sélectionné un échantillon des plus grands groupes allemands, français et anglais (sur la base du chiffre d'affaires) dans 23 secteurs d'activité (en se limitant à 4 groupes par pays/secteur afin d'assurer une certaine diversité sectorielle).

L'échantillon, ainsi constitué, comporte 178 groupes industriels dont 45 allemands, 73 français et 60 anglais.

Données recueillies:

On cherche ici à identifier les principaux actionnaires des groupes industriels et à décrire la composition de leur conseil d'administration.

Actionnaires:

Une première information nous est donnée par la part du capital détenue par le premier actionnaire: en l'absence d'actionnaire significatif, on peut présumer un contrôle managérial. Dans le cas d'un actionnaire significatif, supposé "actif", on s'interrogera sur sa nature (actionnaire familial, institutionnel, étatique...).

On étudie ici la part du capital détenue mais également la répartition des droits de vote (lorsqu'elle est disponible) qui permet d'identifier des actionnaires dont l'influence est plus important (ou moins important) que ne le laisse penser la fraction du capital détenue.

Conseil d'administration et dirigeants:

L'autre pôle du "système interne de contrôle", le conseil d'administration ou de surveillance, révèle, par sa composition, l'implication des actionnaires ou l'étendue du contrôle managérial.

Les membres du conseil d'administration sont ainsi classés selon les catégories suivantes:

actionnaires ou représentants des actionnaires; dirigeants salariés; représentants des salariés et syndicats; dirigeants d'autres groupes industriels non actionnaires; dirigeants et représentants de groupes financiers non actionnaires; consultants, universitaires, juristes; représentant de l'État. On a préféré ces catégories à celle d'administrateurs internes ou externes car, au delà de la question de la relation entre actionnaires et dirigeants, elles permettent de tenir compte de l'intervention d'autres parties prenantes.

Enfin, on s'intéressera au principal dirigeant des groupes: cumule-t-il les fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration? Est-ce un dirigeant "professionnel", un membre de la famille fondatrice ou bien est-il issu de la fonction publique?

L'ensemble de ces données a été collecté par le biais des rapports annuels 1993 des groupes ainsi que sur différents annuaires (Who's who, annuaires financiers...) et presse

économique. Pour les groupes allemands, dont les actionnaires ne doivent déclarer leur participation qu'au delà de 25%, on a utilisé un annuaire des participations établi par la Commerzbank¹, qui identifie assez précisément (souvent en deça de 5%) les actionnaires des groupes.

2. Résultats:

Forme juridique:

Dans la partie juridique, on a étudié la Société Anonyme, forme pour laquelle se pose la question du gouvernement des entreprises, et forme par excellence des grands groupes.

Or il s'avère que, dans l'échantillon sélectionné, cette forme juridique concerne:

86% des groupes allemands

90% des groupes français

100% des groupes anglais.

En Allemagne, sept groupes de l'échantillon sont donc des sociétés de personnes, des commandites ou encore des GmbH (équivalent de la SARL), ce qui est le signe d'un pouvoir important des actionnaires, souvent personnes physiques.

En France, il s'agit des sociétés nationales et de deux commandites (Michelin et Casino) dont l'une (Casino) a changé de statut depuis. Remarquons ici que 15% seulement des groupes français sélectionnés sont des SA à conseil de surveillance et directoire.

Concentration de l'actionnariat:

Le premier actionnaire détient plus de 50% du capital ou des droits de vote dans:

45% des groupes allemands

56% des groupes français

aucun groupe anglais.

On voit ici que le contrôle d'actionnaires puissants est probable dans environ la moitié des groupes allemands et français. Ajoutons à cela que la part du capital ou des droits de vote détenus par le premier actionnaire est, en moyenne:

47% dans les groupes allemands

48% dans les français

11% dans les anglais.

Ceci vient corroborer l'idée que le contrôle des actionnaires reste très probable dans les groupes français et allemands, la discrétion des dirigeants étant réduite par la présence d'actionnaires suffisamment importants pour jouer un rôle actif en matière de gouvernement d'entreprise.

Contrôle managérial:

On a considéré ici qu'un contrôle managérial devenait probable en l'absence d'actionnaires détenant plus de 10% du capital ou des droits de vote (ce seuil a été fixé compte tenu du nombre d'actionnaires nécessaires à la convocation d'une assemblée générale dans les trois pays).

Les groupes dont aucun actionnaire ne possède une fraction supérieure à 10% du capital:

¹ *Wer gehört zu wem*, COMMERZBANK, 1994, 18ème édition.

7% des groupes allemands
21% des groupes français
74% des groupes anglais.

Ces chiffres sont ceux de la "présomption" de contrôle managérial: un grand nombre de groupes anglais sont ainsi potentiellement sous contrôle managérial. Ceci se vérifie par le fait que les actionnaires des groupes anglais, essentiellement des investisseurs institutionnels, siègent rarement au conseil d'administration.

Très peu de groupes allemands sont sous contrôle managérial: parmi les trois groupes concernés (Mannesmann, Schering, Bayer), les banques et compagnies d'assurance jouent un rôle dominant dans au moins deux, notamment en présidant le conseil de surveillance. Seul Bayer présente les caractéristiques d'un groupe managérial "à l'allemande": son conseil est présidé par un ancien dirigeant et quatre anciens dirigeants siègent à ce conseil de surveillance, chose exceptionnelle pour un groupe allemand.

En France, il s'agit de groupes comme L'air Liquide, Danone, Havas, Alcatel ou le Club Méditerranée... groupes où le pouvoir managérial dépend toutefois de groupements d'actionnaires stables et de participations croisées dont la neutralité semble de moins en moins acquise.

Ces entreprises présentent toutefois des caractéristiques nettement managériales: Danone, par exemple, où les droits de vote des actionnaires ont été limités.

Dans deux groupes, le pouvoir managérial est même concrétisé par l'actionnariat des dirigeants: Essilor, dont les dirigeants détiennent 17% du capital (et 35% des droits de vote) et Eiffage dont le personnel et Paribas se partagent 56% du capital.

Nature de l'actionnaire principal (plus de 10% du capital):

Allemagne:

Répartition des groupes selon la nature de l'actionnaire principal:

47%	des groupes:	actionnaire individuel ou familial
41%		actionnaire institutionnel (banque, compagnie d'assurance ou groupement de banques et compagnies d'assurance)
11%		actionnaire "étatique" (État fédéral ou Land)
2%		actionnaire étranger

Les deux types d'actionnaires dominants sont donc, en Allemagne, les familles et les banques/compagnies d'assurance.

Remarquons toutefois que les entreprises, potentiellement sous contrôle familial sont des entreprises "d'héritiers" qui siègent peu aux conseils de surveillance et directoires. Les banques et compagnies d'assurance, ici encore, semblent jouer un rôle important aux côtés de l'actionnaire familial (chez Siemens, par exemple). Les fondateurs et leur famille président au total 11% des conseils de surveillance.

Les groupes dont le premier actionnaire est une banque, une compagnie d'assurance (ou une holding regroupant banques et compagnies d'assurance) voient, au contraire, une grande partie des sièges du conseil de surveillance occupés par ces actionnaires, qui exercent le pouvoir conféré par la propriété.

En ce qui concerne les groupes dont le premier actionnaire est l'État fédéral ou un Land, l'actionnaire est, ici encore, accompagné par les banques et compagnies d'assurance.

Il en va de même pour l'unique groupe dont le premier actionnaire est étranger: Hoechst, dont l'État koweïtien détient 25% du capital (et très probablement une fraction moindre des droits de vote) mais un seul siège au conseil de surveillance, au côté de représentants des banques et compagnies d'assurance.

France:

L'actionnaire principal, dans les groupes français de l'échantillon, est:

48%	des groupes:	actionnaire individuel ou familial
19%		État actionnaire
14%		actionnaire institutionnel (banque, compagnie d'assurance CDC...)
3%		actionnaire étranger.

Les groupes dont le premier actionnaire est un individu ou une famille sont prédominants en France. Il s'agit des PSA, Bouygues, Dassault, Carrefour, Sodexo...

Contrairement à ce que l'on constate en Allemagne, les actionnaires de ce type, qu'ils soient fondateurs ou héritiers participent presque toujours à la gestion de leur groupe, siègent au conseil d'administration et le président souvent.

Les fondateurs des entreprises président 37% des conseils d'administration, ce qui est considérable au regard des deux autres pays.

L'État est encore le principal actionnaire de 19% de l'échantillon français mais cela tend à se réduire avec les privatisations. Remarquons toutefois que l'État peut rester premier actionnaire (même minoritaire) après la privatisation, comme c'est le cas pour Elf.

En ce qui concerne les institutionnels premiers actionnaires, il s'agit essentiellement de banques comme le Crédit Agricole pour La Rochette ou encore Paribas pour Poliet, Lapeyre ou Sema Group.

Les premiers actionnaires étrangers sont italiens: il s'agit de De Benedetti pour Valéo et d'Italcementi pour Ciments Français, leur pouvoir ne semble pas limité, comme en Allemagne, par exemple, par une restriction des droits de vote.

Grande-Bretagne:

On a vu qu'en Grande-Bretagne, 74% des groupes étaient virtuellement sous contrôle managérial, les 26% restant se répartissant de la sorte:

13%	actionnaire étranger.
11%	actionnaire individuel ou familial
2%	actionnaire institutionnel (banque, compagnie d'assurance fonds de pension ou d'investissement...)

Les actionnaires étrangers, surtout des institutionnels américains, possèdent généralement moins de 25% du capital et ne sont pas représentés au conseil d'administration, où siègent en revanche de nombreux dirigeants.

Ceci laisse supposer que l'acteur dominant n'est pas nécessairement l'actionnaire.

Une seule exception à cette règle: Gestetner dont le japonais Ricoh détient 30% du capital.

L'actionnariat familial domine dans quelques groupes agro-alimentaire (Sainsbury) ou encore de l'hôtellerie-restauration (Whitbread, Greenall). Les familles détiennent en moyenne 4% du capital des groupes où elles sont présentes, ce qui est très peu comparé aux 28% allemands ou 19% français.

Ici, le principal actionnaire participe généralement à la gestion mais la présence des fondateurs semble parfois plutôt honorifique (ils président au total 15% des conseils).

Les entreprises dont le premier actionnaire est un institutionnel (anglais ou américain) semblent en fait sous contrôle managérial: la participation de ces derniers ne dépasse que de peu les 10% et se traduit rarement par un siège au conseil d'administration, largement constitué de dirigeants.

Composition du conseil d'administration:

Allemagne:

Les conseils de surveillance des groupes allemands se composent, en moyenne, de:

45% de représentants des salariés

19% de représentants des actionnaires

16% de représentants d'autres groupes

10% de représentants des banques et compagnies d'assurances

6% de consultants

3% d'anciens dirigeants

1% de représentants de l'État non actionnaire.

La représentation des salariés est une obligation légale: ils doivent représenter 50% des conseils des sociétés anonymes de plus de 2000 salariés. Ils représentent ici 45% du total car certaines entreprises, qui ne sont pas des sociétés anonymes ont des obligations moindres en matière de représentation des salariés.

Il faut tenir compte de cette obligation légale pour lire les autres chiffres, qui peuvent sembler modestes au regard des données françaises ou anglaises.

On constate ainsi que les actionnaires sont très représentés au conseil: il s'agit essentiellement des banques et compagnies d'assurances, qu'elles soient ou non le premier actionnaire. Si l'on ajoute à ce chiffre les 10% de sièges également détenus par ces banques et compagnies d'assurance dans les groupes dont elles ne sont pas actionnaires, on comprend le rôle déterminant de ces dernières.

De plus, les représentants des banques et compagnies d'assurance président 36% des conseils de surveillance, ce qui est considérable.

On peut remarquer ici que la Deutsche Bank siège au conseil de 57% des groupes et la Dresdner Bank de 34%.

D'autre part, un nombre non négligeable de membres du conseil sont des dirigeants d'autres groupes non actionnaires. On constate ici qu'il s'agit souvent de concurrents, ce qui est conforme à l'hypothèse d'Hilferding qui veut que les banques organisent la concurrence entre les groupes d'un même secteur.

Les 6% de sièges affectés à des consultants concernent essentiellement des juristes et universitaires. L'État est très rarement représenté en dehors des groupes dont il est actionnaire (même dans ce cas, il ne représente pas plus de 3% du total des sièges).

En ce qui concerne les dirigeants, les membres du directoire sont exclus du conseil de surveillance par la loi. Ce qui s'apparente le plus à une présence managériale au conseil est la nomination d'anciens membres du directoire. Cette pratique reste toutefois marginale et semble désigner les rares groupes "managériaux".

France:

Le conseil d'administration des groupes français étudiés se décompose comme suit :

- 54% de représentants des actionnaires
- 19% de dirigeants
- 10% de représentants d'autres groupes
- 8% de représentants des banques et compagnies d'assurances
- 4% de représentants de l'État
- 4% de représentants des salariés
- 1% de consultants

Les actionnaires dominent nettement les conseils français: ceci s'explique d'abord par le fait que les deux premiers actionnaires identifiés, les familles et l'État, détiennent de nombreux sièges au conseil. De plus, les banques et compagnies d'assurance, qu'elles soient ou non le principal actionnaire ont très souvent un siège au conseil.

Suivent les dirigeants qui peuvent légalement occuper un tiers du conseil d'administration mais se contentent de moins. Ceci ne traduit pas nécessairement la limitation du pouvoir managérial mais s'explique par le fait que le pouvoir est celui du principal dirigeant et non d'une équipe: celui-ci préside d'ailleurs le conseil, chaque fois que la forme juridique le permet...

Le faible nombre de banques et compagnies d'assurances s'explique par le fait que ces dernières siègent plutôt aux conseils en tant qu'actionnaires, le nombre de sièges concernés s'élèverait en fait à 24%. Contrairement à l'Allemagne, les banques et compagnies d'assurance ne semblent pas disposées à jouer un rôle dans le gouvernement des entreprises dont elles ne sont pas des actionnaires significatifs.

Il en va de même pour les représentants de l'État qui siègent surtout lorsque l'État est actionnaire.

Les salariés ne sont représentés que dans les sociétés nationales qui en ont l'obligation légale et dans quelques groupes privatisés, ils ne sont jamais spontanément représentés, bien que cela soit permis à hauteur du tiers du conseil d'administration.

Grande-Bretagne:

Le conseil d'administration des groupes anglais étudiés se décompose comme suit :

- 58% de dirigeants
- 24% de représentants d'autres groupes
- 6% de représentants de l'État
- 4% de représentants des actionnaires
- 4% d'institutionnels (banques, compagnies d'assurance, fonds de pensions...)
- 4% de consultants

Ici, les conseils d'administration sont dominés par les dirigeants, qui, malgré le rapport Cadbury, continuent d'occuper plus de 50% des sièges (la même étude réalisée avant le rapport Cadbury donne des chiffres supérieurs). Ceci confirme la présomption de contrôle managérial pour un grand nombre de ces groupes au capital dispersé.

Les dirigeants d'autres groupes occupent presque le quart des conseils. Ces administrateurs ne sont pas nécessairement "croisés", ni directement partenaires du groupe considéré, on peut donc penser qu'ils siègent en raison de leur compétence

managériale ou du prestige qu'ils apportent. Ces administrateurs étant eux mêmes essentiellement choisis par les dirigeants du groupe, certains s'interrogent sur le fait que 82% des sièges relèvent finalement de managers.

Il est remarquable de constater à quel point les actionnaires sont peu représentés aux conseils anglais: essentiellement des institutionnels du type fonds de pension ou d'investissement, ils participent rarement à la gestion des entreprises.

Prudential, par exemple, qui détient des participations dans plus de la moitié des groupes n'est présent que dans un conseil. Il en va de même pour Schroder ou la Barclays Bank.

Remarquons enfin que les petits actionnaires sont représentés dans 2% des groupes et que les salariés ne sont jamais représentés.

Cumul des fonctions de président du conseil et de directeur général:

Comme on l'a vu, le directoire allemand est totalement dissocié du conseil de surveillance. Seulement 9% des présidents de conseils de surveillance sont d'anciens présidents de directoires.

En France, au contraire, le Président-Directeur Général reste la règle (81% des groupes) alors qu'en Grande-Bretagne, les fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration sont séparées dans 67% des groupes, ce qui est récent, et directement lié au rapport Cadbury.

CONCLUSION:

Cette description des actionnariats et conseils d'administration de grands groupes nous permet de comprendre la nature des problèmes de gouvernement d'entreprise qui peuvent se poser dans les trois pays étudiés. Force est de constater, en effet, que la réflexion sur le gouvernement d'entreprise en France ou en Allemagne, ne peut s'appuyer sur les seuls courants normatifs ou positifs anglo-saxons.

C'est d'ailleurs l'orientation de la suite de la recherche qui vise à définir une typologie du gouvernement des entreprises, prenant plus en compte les spécificités allemandes ou françaises et surtout, comme cela a été fait pour les typologies anglo-saxonnes, à évaluer l'influence des différentes formes de gouvernement d'entreprise sur la stratégie et les performances des groupes.

BIBLIOGRAPHIE

- AMIHUD Yakov et LEV Baruch, "Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers", *The Bell Journal of Economics*, Automne 1981.
- BAYSINGER Barry et HOSKISSON Robert E., "The composition of boards of directors and strategic control: effects on corporate strategy", *Academy of Management Review*, vol. 15, n°1, 1990.
- BAYSINGER Barry, KOSNIK Rita et TURK Thomas, "Effects of board and ownership structure on corporate R&D strategy", *Academy of Management Journal*, vol. 34, n°1, 1991.
- BERLE Adolf et MEANS Gardiner, *The modern corporation and private property*, Mac Millan, New York, 1932, réimpression de 1982.
- BLACK Bernard S., "Agents watching agents", *UCLA Law Review*, n°39, 1992.
- BOYD Brian K., "Board control and CEO compensation", *Strategic Management Journal*, vol. 15, n°5, juin 1994.
- BOYD Brian K., "CEO duality and firm performance: a contingency model", *Strategic Management Journal*, vol. 16, 1995.
- BRICKLEY James A., LEASE Ronald C. et SMITH Clifford W. Jr., "Ownership structure and voting on antitakeover amendments", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, n°1/2, janvier-mars 1988.
- BURCH Philip H., *The managerial revolution reassessed*, Lexington, 1972.
- CHAGANTI Rajeswararao et DAMANPOUR Fariborz, "Institutional ownership, capital structure and firm performance", *Strategic Management Journal*, vol. 12, n°7, octobre 1991.
- CHARKHAM Jonathan P., *Keeping good company, a study of corporate governance in five countries*, Clarendon Press, Oxford, 1994, 379 pages.
- CHARREAUX Gérard et PITOL-BELIN Jean-Pierre, "Le conseil d'administration, lieu de confrontation entre dirigeants et actionnaires", *Revue Française de Gestion*, janvier-février 1992.
- DEMARIGNY Fabrice, "Les investisseurs institutionnels: des actionnaires neutres?", *Revue d'Economie Financière*, n°31, Hiver 1994
- DUCOULOUX-FAVARD Claude, *Société Anonyme, Aktien Gesellschaft, Società per Azioni*, Vuibert, Paris, 1992, 231 pages.
- DUPUY Claude et MORIN François, *Le coeur financier européen*, Economica, Paris, 1993, 93 pages.
- FAMA Eugene F., "Agency problem and the theory of the firm", *Journal of Political Economy*, vol. 88, n°2, 1980.
- FAMA Eugene F. et JENSEN Michael C., "Organizational forms and investment decisions", *Journal of Financial Economics*, n°14, 1985.
- GALBRAITH John Kenneth, *Le nouvel état industriel*, Gallimard, 1989, 473 pages, 4ème édition
traduit de *The new industrial state*, 1967.
- GRAVES Samuel B., "Institutional ownership and corporate R&D in the computer industry", *Academy of Management Journal*, vol. 31, n°2, juin 1988.
- HILFERDING Rudolf, *Le Capital Financier*, Editions de Minuit, Paris, 1970, 498 pages
traduit de *Das Finanz Kapital*, Vienne, 1910.
- HILL Charles W.L. et SNELL Scott A., "Effects of ownership structure and control on corporate productivity", *Academy of Management Journal*, vol. 32, n°1, mars 1989.

HOLDERNESS Clifford G. et SHEEHAN Dennis P., "The role of majority shareholders in publicly held corporation", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, n°1/2, janvier-mars 1988.

JENSEN Michael C. et MECKLING William H., "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, octobre 1976, vol. 3.

JENSEN Michael C., "The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control system", *Journal of Finance*, vol. XLVIII, n°3, juillet 1993.

KOSNIK Rita, "A study of board performance in corporate governance", *Administrative Science Quarterly*, n°32, 1987.

MARRIS Robin, *L'entreprise capitaliste moderne*, Dunod, Paris, 1971, 345 pages
traduit de *The economic theory of managerial capitalism*, MacMillan, Londres 1964.

MINTZBERG Henry, *Le pouvoir dans les organisations*, Editions d'Organisation, Paris, 1986
traduit de *Power in and around organizations*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, 1983.

NYMAN Steve et SILBERSTON Aubrey, "The ownership and control of industry", *Oxford Economic Papers*, vol. 30, n°1, mars 1978.

PASTRÉ Olivier, *Les nouveaux piliers de la finance*, Editions La Découverte, Paris, 1992, 189 pages.

PASTRÉ Olivier, "Le gouvernement d'entreprise; questions de méthodes et enjeux théoriques", *Revue d'Économie Financière*, n°31, hiver 1994.

REDIKER Kenneth et SETH Anju, "Boards of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms", *Strategic Management Journal*, vol. 16, n°2, février 1995.

ROSENSTEIN Stuart et WYATT Jeffrey G., "Outside directors, board independence and shareholders wealth", *Journal of Financial Economics*, vol. 26, n°2, août 1990.

SHLEIFER Andrei et VISHNY Robert, "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy*, vol. 94, n°3, 1986.

WEISBACH Michael S., "Outside directors and CEO turnover", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, n°1/2, janvier-mars 1988.