

## 4

GOUVERNANCE  
ET ENTREPRISES COTÉES

Depuis deux décennies, les codes et les lois se sont multipliés pour normaliser le gouvernement des entreprises, obliger les dirigeants à se comporter selon des règles communes. Des progrès ont certes été réalisés, mais au final, cette vague réglementaire s'est concentrée sur un nombre limité de questions. Et surtout, elle ne prend pas en compte la diversité des situations, notamment celle des entreprises moyennes et petites, qui constituent l'essentiel du tissu entrepreneurial.

“ L'effort de normalisation de la gouvernance pose aujourd'hui nombre d'interrogations et des remises en question du pouvoir dans l'entreprise ”

L'analyse de Pierre-Yves Gomez, professeur à l'EM Lyon, et de Caroline Weber, directrice générale de Middlenext

L'objet de ce bref article est de proposer quelques réflexions sur l'évolution du gouvernement des sociétés à partir de la situation des entreprises petites et moyennes. L'effort considérable fait depuis vingt ans pour améliorer les pratiques de gouvernance s'est présenté comme un moyen de sécuriser le gouvernement des entreprises. Mais la crise économique a démontré de manière cruelle que cet effort ne conduisait pas nécessairement à assurer aux parties prenantes que l'entreprise était sous contrôle. La période historique actuelle est paradoxale : alors que jamais dans l'histoire du capi-

talisme autant de normes et de règles n'ont été édictées pour limiter le pouvoir des dirigeants, ce pouvoir semble à la fois plus grand que jadis et moins contrôlé. Nous montrons qu'il serait erroné d'en déduire que la question du gouvernement raisonnable des entreprises est sans objet. Au contraire, dans un contexte économique et sociétal devenu très complexe, elle se pose et se posera avec acuité. En revanche, nous défendons l'idée que cette question a été mal évaluée et qu'elle a donné lieu à un corpus réglementaire pesant ne tenant pas compte de la diversité des situa-

tions, notamment des entreprises moyennes et petites, qui constituent l'essentiel du tissu entrepreneurial. Nous appelons donc à l'élaboration de règles à partir de la situation de ce type d'entreprises et non à des représentations théoriques ou idéologiques qui surévaluent le rôle des marchés financiers.

### UN EFFORT DE NORMALISATION SANS PRÉCÉDENT

Premier constat : depuis les années 1990, les codes et les lois se sont multipliés pour normaliser le gouvernement des entreprises. Jamais sans doute dans



**PIERRE-YVES GOMEZ, PROFESSEUR DE MANAGEMENT STRATÉGIQUE À L'EM LYON**

et directeur de l'Institut français de gouvernement des entreprises (IFGE). Ses travaux en gouvernance font référence en France comme à l'étranger. Son dernier ouvrage (avec Harry Korine) sur le sujet s'intitule *Entrepreneurs and Democracy: A Political Theory of Corporate Governance*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008.

En savoir plus : <http://www.em-lyon.com/france/professeurs/gomez/index.aspx> et <http://www.ifge-online.org>



**CAROLINE WEBER, DIRECTRICE GÉNÉRALE DE MIDDLENEXT**

et présidente de l'association équivalente européenne pour la défense des intérêts des petites et moyennes sociétés cotées. Cofondatrice d'APIA, association française pour les administrateurs indépendants, elle défend le développement d'une « gouvernance raisonnable » pour les valeurs moyennes. Elle a été directrice générale de diverses sociétés, cotées ou non, qu'elle a contribué à redresser, et assume divers mandats d'administrateur.

L'histoire du capitalisme autant de règles n'ont été édictées pour contraindre les dirigeants des entreprises à se comporter selon des normes communes (normes de place ou normes globales). Pas moins de six textes de référence relevant de la *soft law* se sont succédés entre 1995 et 2010 (rapport Viénot I et II, Bouton, Afep Medef I et II, Middlenext), trois lois fondamentales et de nombreux textes de loi complémentaires ou recommandations particulières émanant des associations professionnelles ou d'acteurs de place (APIA, IFA, Proinvest, AFG, IFGE, etc.). La réglementation sur l'art de gouverner a atteint un niveau jamais égalé depuis l'origine du capitalisme.

### UNE NORMALISATION APPARENTE

Cette accumulation, à laquelle s'ajoutent les textes internationaux et l'influence de la globalisation des investisseurs, a conduit à une normalisation apparente des pratiques avec partout les mêmes résultats. Si l'on s'en tient au rapport de 2009 sur l'application du code AFEP Medef, les administrateurs indépendants représentent 40 % des postes dans les conseils des grandes entreprises : 100 % de ces sociétés ont mis en place des comités de rémunération et de nominations pour contrôler le dirigeant ; la transparence vis-à-vis des actionnaires s'est fortement développée grâce à la publication obligatoire du rapport financier annuel, du rapport du président

du conseil sur le contrôle interne et d'un rapport sur la politique de l'entreprise en matière de responsabilité sociale. À partir de 2010, la loi impose même la quasi-parité des sexes d'ici à 2016 dans les conseils des entreprises cotées. Depuis le premier rapport Viénot, le chemin parcouru est impressionnant pour contraindre les pratiques de gouvernance et les aligner sur ce qui est considéré comme le standard international.

Nous avons assisté, y compris et peut-être surtout dans les pays réputés les plus libéraux, à une prise en charge par la *soft* ou la *hard law* de l'organisation du pouvoir dans l'entreprise. D'une certaine façon, la période récente peut être comparée avec le début du XX<sup>e</sup> siècle, quand le droit du travail s'est imposé massivement.

Nous avons pourtant connu une crise parmi les plus graves de l'histoire économique occidentale. Par effet boomerang, le gouvernement des entreprises est davantage encore un objet de la critique publique : la responsabilité des conseils d'administration est invoquée, la rémunération de certains dirigeants et son influence sur leurs choix stratégiques est mise en cause, l'absence de représentation réelle des différentes catégories d'actionnaires ou de parties prenantes est réinterrogée, etc. L'effort de normalisation du gouvernement des entreprises pose aujourd'hui davantage d'interrogations et des remises en question du pouvoir dans l'en-

treprise. S'il est légitime de tenir compte de cette critique sociale, il est tout aussi important de s'interroger : pourquoi subsiste-t-il encore tant de questions sur le gouvernement des entreprises ?

### UNE VISION DISCIPLINAIRE DE LA GOUVERNANCE

Si les textes ont été nombreux depuis deux décennies, il faut aussi admettre qu'ils ont porté sur un nombre relativement limité de questions. Comme la plupart des codes internationaux, les trois rapports de référence – Viénot I et II et Bouton – s'intéressent essentiellement au conseil d'administration. Tout se passe comme si la question de la « bonne gouvernance » était perçue comme une défaillance des administrateurs. Longtemps considérés comme passifs ou comme des chambres d'enregistrement, les conseils se sont soudain vu investis d'une mission extraordinairement importante dans l'équilibre du pouvoir de l'entreprise. Il leur incombe de contrôler étroitement le dirigeant afin que les intérêts des actionnaires (pour les codes émanant du monde anglo-saxon) et ceux de l'entreprise tout entière (pour les codes émanant du monde européen continental) ne soient pas trahis par les stratégies mises en œuvre.

Cette surestimation du rôle du conseil d'administration vient de l'influence de la théorie néolibérale dominante à partir des années 1980 (Gomez, 2009 a) selon laquelle les acteurs en charge de gouverner les entre-

prises sont motivés par leurs intérêts personnels et leur opportunisme. En conséquence, ils possèdent les moyens de léser les actionnaires en s'attribuant une partie de la rente entrepreneuriale qui devrait revenir soit à l'entreprise soit à ses propriétaires. Cette approche, que Gérard Charreaux a justement qualifiée de « disciplinaire » (Charreaux et Wirtz, 2006), nécessite que la *corporate governance* soit organisée comme un système de contrôle suspicieux pour éviter les dérives des dirigeants. C'est pourquoi le conseil d'administration joue un rôle éminent, comme ultime organe institutionnel permettant d'assurer aux marchés la qualité de la gestion et des informations émises par les dirigeants. Il a résulté de cette approche une définition nouvelle et de plus en plus sophistiquée de la fonction d'administrateur. Dès 1992, à la suite du scandale Maxwell, le rapport Cadbury avait établi la nécessité d'introduire systématiquement des administrateurs extérieurs. Depuis, l'essentiel de l'activité créatrice des régulateurs a consisté à définir les missions de ces administrateurs. On a considéré alors « l'indépendance » des membres du conseil comme une condition *sine qua non* du bon fonctionnement de la gouvernance. La définition de cette indépendance et du nombre d'indépendants a donné lieu à des débats passionnés, sinon passionnants, et a fait naître le sentiment que cette question allait régler l'équation posée par

► la vision disciplinaire de la gouvernance : des administrateurs vraiment indépendants peuvent contrôler efficacement le pouvoir des dirigeants tendanciellement opportunistes, au bénéfice des intérêts des actionnaires.

La naïveté d'une telle démarche focalisée sur une dimension relativement étroite des systèmes de gouvernance ne doit pas conduire à sous-estimer les progrès réalisés. La pression pour ouvrir les conseils a permis à nombre d'entreprises d'acquérir de nouvelles compétences ou de nouveaux réseaux. Mais il est évident que les réseaux sociaux des administrateurs ont aussi participé, notamment dans les très grandes entreprises, à verrouiller les postes et à entretenir des cultures et des comportements plutôt qu'à les remettre en question.

La place tout aussi disproportionnée prise par la question de la rémunération des dirigeants est encore symptomatique de l'absence d'une vision large des problèmes posés par la gouvernance d'entreprise. Sous l'effet de l'opinion publique, les textes se sont succédés pour rendre toujours plus transparentes les rémunérations et imposer des normes de publication drastiques. Pour autant, on a assisté dans le même temps à une envolée des rémunérations, le système de contrôle jouant davantage comme un mécanisme de confirmation que comme un moyen de limitation. Ainsi, les entreprises qui se sont dotées d'un comité de rémunérations ont vu celles-ci augmenter

plus rapidement que celles qui ne s'en étaient pas dotées... (Eminet et Guedri, 2007).

### RIEN SUR LE RÔLE ET LA RESPONSABILITÉ DES ACTIONNAIRES

Ces éléments factuels ne cherchent pas à minimiser les efforts et les progrès effectués mais à relativiser leur étendue : la large production réglementaire s'est concentrée sur peu de sujets. Par exemple, aucun texte réglementaire ou législatif (à l'exception du code Middlenext) n'a cherché à définir le rôle et la responsabilité des actionnaires. Or, la situation économique issue de la financiarisation et de la globalisation des marchés a entraîné l'émergence de nouvelles catégories d'actionnaires : investisseurs individuels, fonds souverains ou fonds de pension. Le rôle de ces nouveaux propriétaires dans le fonctionnement de l'entreprise et, en particulier, de son gouvernement, n'a jamais été clairement précisé ; seule la défense de leurs intérêts financiers a été promue en encourageant la transparence et en normalisant la publication d'informations communiquées au marché. Pourtant, face à ce nouveau capitalisme, on devrait s'intéresser davantage aux pouvoirs réels que procure la propriété privée du capital lorsqu'elle est détenue par des acteurs qui ne sont plus liés par un *affectio societatis*.

Cette situation nouvelle dans l'histoire contredit l'esprit du capitalisme fondé sur la res-

ponsabilité de l'entrepreneur propriétaire. Curieusement donc, les conséquences de cette situation sur le gouvernement d'entreprise ont seulement été abordées du point de vue de la défense des investisseurs face aux excès potentiels du dirigeant, mais jamais sous l'angle de la responsabilité de ces investisseurs à l'égard de l'entreprise incarnée par le dirigeant.

### UNE APPROCHE INAPPROPRIÉE POUR LA MAJORITÉ DES SOCIÉTÉS

Enfin, l'effort de normalisation de la gouvernance s'est appliqué de manière indifférenciée à l'ensemble des entreprises. Ici encore, nous y voyons les conséquences d'une application trop idéologique de la théorie néolibérale en vogue. Pour cette der-

nière en effet, le marché financier est le meilleur régulateur de l'entreprise. Les investisseurs allouent l'épargne aux sociétés les plus performantes et, en conséquence, l'évaluation boursière est un indicateur infaillible de la qualité de la gestion et des profits futurs des entreprises. Cette règle théorique, qu'il n'y a pas lieu de discuter ici, suppose bien évidemment que le capital des entreprises soit fortement dilué dans le public. Or tel n'est pas le cas pour l'immense majorité des entreprises. Comme l'a montré récemment Clifford Holderness (2007), cela est vrai pour les entreprises européennes et françaises, mais aussi pour les entreprises américaines. Pour la plupart des entreprises du monde, petites, moyennes – mais aussi pour une bonne proportion de grandes –,

**Le comportements des actionnaires et celui des investisseurs vis-à-vis de l'entreprise sont très différents et, curieusement, ni le droit ni les codes n'ont pris en compte cette distinction nouvelle de la propriété. L'art de gouverner nécessite de discerner la part des uns et des autres et leur pouvoir d'influence ou de nuisance réelle.**

la propriété est concentrée, détenue par quelques propriétaires. Pour elles, il se pose aussi des questions cruciales de gouvernance, mais il est illusoire de compter sur le marché financier pour réguler ces entreprises.

Le schéma consistant à organiser la gouvernance à partir de relations conflictuelles entre actionnaires et dirigeants – à supposer que la communication d'informations diminue ces conflits, et à déduire que le conseil d'administration est l'ultime arbitre, comme le suppose la plupart des textes, codes et recommandations élaborés depuis une vingtaine d'années – n'est pas adapté au fonctionnement de la plus grande partie de nos sociétés.

Il ne s'agit pas d'en déduire que la gouvernance ne les concerne pas, mais que cette approche est inappropriée. La critique principale que l'on peut donc faire à la vague réglementaire qui a submergé le gouvernement des entreprises est donc d'avoir indistinctement proposé des règles de conduite à toutes les entreprises sur la base d'un modèle finalement très minoritaire, celui des sociétés dont le capital est dilué dans le public.

Ainsi, si la crise contemporaine n'a pas été évitée, malgré les efforts effectués pour mieux définir les règles de bon gouvernement des entreprises, il faut sans doute incriminer moins la nécessité de ces efforts que le décalage entre les textes produits et la réalité concrète du tissu entrepreneurial.

## REMETTRE LE QUESTIONNEMENT DANS LE BON SENS

Parce que la prise en compte du gouvernement des entreprises est devenue essentielle à la compréhension de leur pérennité, il s'agit de lui donner sa juste place (voir sur ces questions Gomez, 2009 b).

Or, le réalisme implique de considérer que l'essentiel de la population des entreprises dans les pays occidentaux, et en particulier en France, est composé d'entreprises moyennes et petites. Une part faible mais non négligeable économiquement de ces entreprises est cotée en bourse.

Les très grandes entreprises sont peu nombreuses, même s'il est indéniable que leur influence est considérable sur la richesse nationale.

Pour autant, quelques-unes d'entre elles seulement sont dans une situation telle que le capital est largement diffusé dans le public. Il nous semble donc raisonnable de considérer que le cas normal est celui de l'entreprise petite et moyenne au capital concentré et éventuellement cotée, et que le cas exceptionnel est celui de la très grande entreprise au capital totalement dilué.

Penser le gouvernement des entreprises suppose alors de partir du cas général – celui des entreprises moyennes et petites – et de considérer par exception les problèmes spécifiques posés par les grandes entreprises globales, comme le récent code Middelnext a invité à le

faire (Middelnext 2009). Trois caractéristiques fondamentales permettent de comprendre le gouvernement des entreprises à partir des entreprises moyennes et petites : la double nature de l'actionariat, le rôle du dirigeant et celui du conseil d'administration.

## DOUBLE NATURE DE L'ACTIONARIAT : ACTIONNAIRES ET INVESTISSEURS

L'évolution récente du capitalisme a fait apparaître deux catégories de propriétaires : d'une part les actionnaires au sens étroit du terme, d'autre part les investisseurs.

- L'actionnaire a misé une part significative de son patrimoine dans une entreprise. Il en partage le destin industriel soit parce qu'il est le fondateur, soit parce qu'il poursuit l'aventure entrepreneuriale du fondateur, et il ne peut sortir du capital sans que la perte éventuelle ait un impact décisif sur son niveau de richesse. Cet actionariat est compatible avec l'esprit du capitalisme, qui associe la propriété à une implication directe dans la direction de l'entreprise. Au sens où nous l'avons défini, l'actionnaire a donc intérêt à contrôler l'entreprise.

- L'investisseur constitue un nouveau type de propriétaire permis par la financiarisation de l'économie. Il ne possède qu'une petite fraction de capital d'une entreprise, qu'il gère comme un élément de son portefeuille. Sa relation avec le

projet de l'entreprise est donc limitée aux gains ou pertes qu'il peut en tirer. Si, comme l'actionnaire, il est rémunéré selon le profit, cette rémunération est pour lui le but de son investissement dans l'entreprise, alors que pour l'actionnaire le profit est la conséquence de son engagement.

Il est très dommageable pour la compréhension des entreprises et de leurs gouvernements de confondre ces deux types de propriétaires. En particulier, l'investisseur n'a pas intérêt à s'impliquer dans la gestion de l'entreprise.

Il se contente d'exiger un retour sur son investissement financier et il n'interviendra sur la gestion que si le retour promis est menacé.

Le comportement des actionnaires et celui des investisseurs vis-à-vis de l'entreprise sont donc très différents et, curieusement, ni le droit ni les codes n'ont pris en compte cette distinction nouvelle de la propriété.

L'art de gouverner nécessite de discerner la part des uns et des autres et leur pouvoir d'influence ou de nuisance réelle. Nombre de conflits entre actionnaires et dirigeants sont en fait des conflits avec des « investisseurs » (familiaux, privés ou publics), là où le dirigeant croyait avoir affaire à des attentes d'actionnaires impliqués. Cette dichotomie est bien sûr importante lorsque l'entreprise ouvre son capital et que le comportement d'investisseur peut

► prendre le pas sur le comportement d'actionnaire. L'enjeu sur les pratiques de gouvernance est de première importance et il nécessite une sérieuse prise en considération des rapports de force dans le temps, au cœur même des actionnaires. La manière dont les propriétaires sont formés, informés et intégrés aux réalités de l'entreprise est une dimension importante et leur préférence pour un comportement d'investisseur ou d'actionnaire.

Les entreprises petites et moyennes ont beaucoup à apprendre aux plus grandes sur ces questions.

### LE RÔLE DU DIRIGEANT : L'AUTORITÉ ET SES DÉRIVES

L'insistance récente sur la dimension « disciplinaire » du gouvernement a eu pour effet collatéral une remise en cause de l'autorité des dirigeants des entreprises.

Cette façon de comprendre la gouvernance a beaucoup insisté sur l'exercice du pouvoir et sur les possibles excès. Le dirigeant est vu soit comme celui qui cherche à tromper les actionnaires, soit comme celui qui est servilement à leurs ordres.

Ici encore, l'observation des entreprises petites et moyennes permet de dresser un portrait différent, car l'autorité du dirigeant – qui est souvent un actionnaire dominant – se fonde sur son implication, sa compétence et son désir de voir se

pérenniser l'entreprise. Les prises de risques personnels sont plus évidentes, et les enrichissements non moins spectaculaires que ceux du CAC 40 mais plus directement liés à l'activité immédiate du dirigeant.

Le fondement entrepreneurial de cette autorité dans les entreprises moyennes et petites pourrait aider à reformuler une théorie du dirigeant qui fait aujourd'hui cruellement défaut. Elle pourra tenir compte des avantages mais aussi des problèmes soulevés par cette forme d'autorité, et que la gouvernance peut aider à résoudre.

La première question est celle de la solitude du dirigeant, qui peut tourner à l'enfermement dans des recettes stratégiques ou des certitudes managériales incompatibles avec la complexité et la mutation de l'environnement économique.

Cette solitude est le corollaire de l'exercice d'une autorité large et légitime, mais elle constitue l'une des grandes faiblesses des entreprises moyennes et petites. Plutôt que de partir d'une hypothèse d'opportunisme du dirigeant, une amélioration des pratiques de gouvernance devrait davantage se fonder sur une hypothèse de solitude du dirigeant, afin d'en tirer des propositions de pratiques raisonnables.

La seconde question concerne les processus de succession. Le sujet est souvent tabou dans les entreprises, alors qu'il peut expliquer une large part de leurs défaillances : une succes-

sion non ou mal préparée, ou mal conduite, laisse au successeur peu de chances d'exercer l'autorité pourtant nécessaire. Or plus un dirigeant exerce pleinement son autorité, plus il a du mal à anticiper sa propre succession. L'amélioration des pratiques de gouvernance passera par une prise en compte plus sereine de cette contradiction.

### UN CA POUR ACCOMPAGNER LE DIRIGEANT

Il nous semble nécessaire de comprendre le rôle du conseil d'administration en réponse aux deux questions fondamentales (solitude et succession), elles-mêmes liées à l'exercice mieux défini de l'autorité du dirigeant. Il ne s'agit pas d'imaginer la forme « idéale » d'un conseil, mais de comprendre en quoi il peut permettre de diminuer la solitude du dirigeant et de préparer sa succession. Ici encore, l'accumulation de règles de bon comportement n'a pas de sens si on ne comprend préalablement quelles fonctions le conseil peut jouer dans l'équilibre des pouvoirs entre un actionnariat composite, voire divisé, et l'autorité entrepreneuriale. Davantage que les notions d'indépendance ou de compétences, c'est la capacité de l'administrateur à extraire le dirigeant de sa solitude et à l'accompagner, si nécessaire, dans la délégation et la transmission de son pouvoir qu'il faut repenser.

### POUR UN GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE FONDÉ SUR LE PRAGMATISME

Les évolutions de gouvernement d'entreprise n'ont pas été sans effets positifs. Néanmoins, l'inspiration excessivement idéologique qui a présidé à la création des règles et des codes a biaisé la compréhension des réalités entrepreneuriales en définissant ces règles à partir du cas limite des grandes entreprises cotées au capital dilué dans le public et en les généralisant à l'ensemble des sociétés. Or la population des entreprises est très majoritairement constituée d'entreprises moyennes et petites où il n'est pas raisonnable de penser la gouvernance à partir de la suspicion et de la discipline, comme le suggère la théorie néolibérale. Il existe en effet trop de confusion d'intérêts entre actionnaires, dirigeants et administrateurs pour que les règles équilibrant leur pouvoir ne se basent que sur la défiance réciproque. Ces entreprises invitent au contraire à penser leur gouvernement comme un espace créant de la confiance et limitant institutionnellement les dérives que la confiance peut générer (solitude du dirigeant, implication trop grande de certains actionnaires au détriment d'autres, fausse assurance quant aux attentes des actionnaires, etc.). On comprend alors que l'application de règles de gouvernance tirées des situations des très grandes entreprises à ce type de sociétés ait été