

CENTRE DE DÉVELOPPEMENT DE L'OCDE

CAHIER DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE N° 23

LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE dans les pays en développement, en transition et les économies émergentes

par

Charles Oman, Steven Fries et Willem Buiter

- Des systèmes sains de gouvernance des entreprises sont d'une importance cruciale dans tous les pays, y compris les plus pauvres, pour pouvoir tirer parti de la mondialisation.
- La « gouvernance d'entreprise » englobe les institutions qui régissent les relations entre ceux qui dirigent les entreprises et tous ceux qui y investissent des ressources.
- La qualité de la gouvernance d'entreprise détermine fortement la capacité d'un pays à accroître durablement sa productivité réelle, ainsi que le succès de ses efforts de développement à long terme.
- Les dirigeants des entreprises dans les pays en développement font un large usage de structures pyramidales du capital, de participations croisées et de catégories d'actions multiples pour tirer des rentes du contrôle des entreprises, exploiter les autres investisseurs et résister aux efforts d'amélioration de la gouvernance des entreprises.
- Du fait des relations étroites qu'entretiennent les dirigeants des entreprises avec ceux qui exercent le pouvoir politique, une saine gouvernance d'entreprise requiert une saine gouvernance politique et inversement.

CAHIER DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE N° 23

LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE dans les pays en développement, en transition et les économies émergentes

par

Charles Oman, Steven Fries et Willem Buiter*

** Willem Buiter est économiste en chef et Steven Fries est économiste en chef adjoint à la Banque européenne pour la reconstruction et le développement (BERD), Charles Oman est chargé de la recherche sur la gouvernance d'entreprise et la gouvernance publique au Centre de développement de l'OCDE.*



LES IDÉES EXPRIMÉES ET LES ARGUMENTS AVANCÉS DANS CETTE PUBLICATION SONT CEUX DE L'AUTEUR ET NE REFLÈTENT PAS NÉCESSAIREMENT CEUX DE L'OCDE, DE SON CENTRE DE DÉVELOPPEMENT OU DES GOUVERNEMENTS DE LEURS PAYS MEMBRES.

CAHIERS DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE DU CENTRE DE DÉVELOPPEMENT

Le Centre de Développement s'efforce, dans ses activités de recherche, d'identifier et d'analyser les problèmes qui vont se poser à moyen terme, dont les implications concernent aussi bien les pays Membres de l'OCDE que les pays non membres, et d'en dégager des lignes d'action pour faciliter l'élaboration de politiques adéquates.

Les *Cahiers de politique économique* présentent sous une forme concise, facile à lire et à assimiler, les résultats des travaux de recherche du Centre. De par sa diffusion rapide, large et ciblée, cette série est destinée plus particulièrement aux responsables politiques et aux décideurs concernés par les recommandations qui y sont faites.

La gouvernance des entreprises est l'une des clés du développement à long terme des pays en développement, en transition et des économies de marché émergentes. La qualité des institutions de gouvernance d'un pays - dont la gouvernance d'entreprise est désormais partie intégrante - est fondamentale pour le développement dans son ensemble. Dans tous les pays, et pour tous les segments de la population, pauvres compris, il est fondamental que les entreprises comme le secteur public réussissent à passer d'institutions reposant largement sur des relations interpersonnelles à des institutions fondées essentiellement sur des règles.

CENTRE DE DÉVELOPPEMENT DE L'OCDE

Le Seine Saint-Germain

12, boulevard des Îles

92130 Issy-les-Moulineaux

France

Tel.: +33 (0) 1.45.24.82.00 Fax: +33 (0) 1.44.30.61.49

www.oecd.org/dev

Table des matières

Remerciements	4
Introduction	5
Qu'est-ce que la gouvernance d'entreprise ?	6
Pourquoi la gouvernance d'entreprise est-elle importante pour le développement d'un pays	7
Passer d'un mode de gouvernance fondé sur les relations interpersonnelles à un mode de gouvernance fondé sur les règles	8
Le problème de l'expropriation	10
L'enracinement de groupes d'intérêts particuliers	15
Les forces agissant <i>pour</i> et <i>contre</i> une amélioration de la gouvernance des entreprises	18
Les investisseurs institutionnels	18
La demande de fonds	20
Obstacles à l'amélioration de la gouvernance d'entreprise	22
Conclusions à en tirer sur le plan de l'action	25
Implications pour le secteur financier	26
Mise en application des règles	31
Implications pour le secteur réel	35
Gouvernance politique	37
Conclusion	40
Annexe 1	43
Annexe 2	49
Bibliographie	51
Autres titres dans la série	54

Remerciements

Les auteurs remercient John D. Sullivan, Directeur exécutif du Center for International Private Enterprise, William D. Crist, ex-Président de CalPERS, ainsi que Daniel Blume, Grant Kirkpatrick et David Robinett de la Division des affaires d'entreprise de l'OCDE pour leurs précieux commentaires. Les vues exprimées dans le présent document n'engagent que leurs auteurs.

Introduction

La gouvernance d'entreprise est longtemps restée ignorée en tant qu'élément important du processus de développement d'un pays. Elle est restée pratiquement invisible jusqu'à ce que les crises financières de 1997-98 en Asie de l'Est, puis en Russie et au Brésil, attirent l'attention des marchés financiers internationaux sur les problèmes apparemment graves de gouvernance d'entreprise liés au « capitalisme de copinage » dans plusieurs de ces pays. Mais, à mesure que s'éloigne la menace que faisaient planer ces crises sur les marchés financiers internationaux et que faiblissent les pressions exercées par la communauté internationale pour renforcer la gouvernance d'entreprise sur les marchés « émergents », il y a un risque réel que les efforts déployés au niveau local pour améliorer la gouvernance d'entreprise dans les pays en développement, en transition et dans les économies de marché émergentes se relâchent.

Or, il faudrait plutôt accroître ces efforts. L'expérience de la BERD dans les économies en transition et les recherches menées par le Centre de développement dans les pays en développement, ainsi que l'ensemble des travaux de l'OCDE sur la gouvernance d'entreprise montrent tous qu'une bonne gouvernance est vitale – plus qu'on ne le pense en général – pour le succès des efforts de développement à long terme de ces économies. La gouvernance d'entreprise est importante parce que pratiquement tous les pays en développement, en transition et les économies émergentes (dorénavant économies DTE) sont engagés dans un processus de transformation laborieux dans lequel la gouvernance d'entreprise joue un rôle déterminant.

Cette transformation implique de profonds changements tant dans la sphère économique que politique de la gouvernance nationale. Du point de vue économique, il faut passer de systèmes relativement fermés ou introvertis à des systèmes plus ouverts et faisant une plus grande place aux mécanismes de marché. Au plan politique, il faut passer de systèmes plutôt non démocratiques à des systèmes plus démocratiques. Dans les deux cas, l'évolution va de systèmes opaques souvent largement fondés sur des *relations interpersonnelles* vers des systèmes de gouvernance plus fonctionnels, plus transparents, essentiellement fondés sur des *règles* et dans lesquels ceux qui exercent le pouvoir économique et politique doivent davantage répondre de leurs actes (*accountability*).

Qu'est-ce que la gouvernance d'entreprise ?

La « gouvernance d'entreprise » englobe les institutions formelles et informelles, publiques et privées d'un pays qui, ensemble, régissent les relations entre ceux qui dirigent les entreprises (*insiders*) et tous ceux qui investissent des ressources dans les entreprises opérant dans le pays¹. Ces institutions incluent en particulier le droit des sociétés, le droit boursier, les règles comptables, les pratiques et l'éthique des affaires en vigueur dans un pays. A titre d'illustration, l'annexe I fournit une liste indicative générale des institutions clés liées à la gouvernance d'entreprise ainsi que de ses principaux acteurs, que l'on retrouve dans de nombreux pays.

Mais, plus qu'une liste d'acteurs et d'institutions, ce qui importe pour comprendre la notion de gouvernance d'entreprise, est d'en comprendre la finalité. Cette finalité repose sur trois axes, peu importe le pays :

- Faciliter et stimuler la *performance* des entreprises en instaurant et maintenant un système d'incitations qui encourage les dirigeants à maximiser l'efficacité opérationnelle de l'entreprise, le rendement de ses actifs et les gains de productivité à long terme ;
- Restreindre les *abus de pouvoir* des dirigeants sur les ressources de l'entreprise – que ces abus prennent la forme d'abus de biens sociaux (vol ou détournement de ressources de l'entreprise au bénéfice d'intérêts particuliers), ou de *gaspillage* significatif des ressources appartenant à l'entreprise (ce qu'on appelle les « problèmes d'agence ») – qui, d'une façon générale, résultent de la tendance des dirigeants à se servir eux-mêmes ;
- Fournir *les moyens de surveiller* le comportement des dirigeants afin de pouvoir garantir la responsabilité de l'entreprise et protéger au meilleur coût les intérêts des investisseurs et de la société contre les abus des dirigeants d'entreprises.

En bref, les institutions de gouvernance d'entreprise servent à la fois à déterminer ce que la société considère comme étant des normes acceptables de comportement au niveau de l'entreprise, et à s'assurer que les entreprises se conforment à ces normes.

1. Les investisseurs peuvent inclure les fournisseurs de capitaux propres (actionnaires), les prêteurs de capitaux (créanciers), les fournisseurs de capital humain relativement spécifique à l'entreprise (salariés) et les fournisseurs d'autres actifs corporels et incorporels, que les entreprises utilisent pour fonctionner et se développer.

Pourquoi la gouvernance d'entreprise est-elle importante pour le développement d'un pays ?

La gouvernance d'entreprise est souvent considérée comme importante principalement pour les sociétés cotées en bourse qui cherchent à lever des capitaux auprès d'investisseurs extérieurs. L'idée (d'ailleurs confortée par l'observation des faits²), est que des entreprises bien gouvernées doivent pouvoir lever ces capitaux à un coût nettement moindre que celles qui sont mal gouvernées puisque les investisseurs exigeront vraisemblablement une prime de risque plus élevée pour investir dans ces dernières – si tant est qu'ils se décident à y investir.

Dans les pays en développement, la prépondérance de petites et moyennes entreprises non cotées et de grandes sociétés dont le capital est détenu par des familles, par l'État ou des sociétés étrangères et dont les actions circulent peu sur le marché local explique donc en partie pourquoi l'importance potentielle de la gouvernance d'entreprise est longtemps restée ignorée.

Pourtant, croire que la gouvernance d'entreprise n'a pas grande importance dans les pays où très peu d'actions de grandes entreprises sont régulièrement négociées serait une erreur parce que les institutions de gouvernance d'entreprise se situent au cœur d'un des défis majeurs auxquels sont aujourd'hui confrontées quasiment toutes les économies DTE : comment réussir le passage d'institutions de gouvernance économiques et politiques largement fondées sur des relations interpersonnelles à des institutions davantage fondées sur des règles ?

Cette transition est particulièrement importante et difficile pour deux raisons : *i*) la possibilité qu'ont très souvent les dirigeants d'entreprises dans les économies DTE d'exploiter d'autres investisseurs et de générer des rentes liées au contrôle de l'entreprise (le « problème de l'expropriation ») ; *ii*) les effets généralement préjudiciables liés dans ces pays à la rivalité (jeu à somme négative) entre de puissants groupes d'intérêts prédateurs enracinés dans les structures locales du pouvoir économique et politique – groupes qui comptent fréquemment parmi leurs membres des dirigeants de grandes entreprises publiques ou privées. Les effets conjugués du problème de l'expropriation et des groupes d'intérêts (jeu à somme négative) limitent grandement les gains de productivité et freinent le développement à long terme d'un grand nombre d'économies DTE.

I. Voir OCDE (2003b) pour un examen des données d'observation dans les pays de l'OCDE. Voir également Fremond et Capaul (2002).

L'importance de la gouvernance d'entreprise déborde donc largement le cadre du secteur des entreprises dans les pays DTE. En effet, la santé du secteur des entreprises d'un pays pèse sur l'ensemble de son économie (y compris sur les secteurs autres que celui des grandes entreprises), mais aussi parce que la qualité des institutions de gouvernance d'un pays (celles de gouvernance d'entreprise en font désormais partie intégrante) est cruciale pour le développement national. L'aptitude des pays à progresser d'un système essentiellement fondé sur des *relations interpersonnelles* vers des institutions de gouvernance d'entreprise et de gouvernance publique davantage fondées sur des règles est fondamentale pour mener à bien leur processus de développement à long terme.

Passer d'un mode de gouvernance fondé sur les relations interpersonnelles à un mode de gouvernance fondé sur les règles

Parmi les économies en transition où opèrent la BERD³ et l'OCDE⁴, les révolutions démocratiques ont confié le pouvoir à de nouvelles élites réformatrices dans les pays d'Europe centrale et les États baltes. Dans certains pays d'Europe du Sud-Est et dans un grand nombre de pays membres de la Communauté des États indépendants (CEI), en revanche, les premiers gouvernements post-communistes étaient dirigés par les mêmes élites politiques qui gouvernaient déjà ces pays pendant la période communiste. Les réformes liées à la transition, tant dans la

-
3. La BERD évalue depuis 1989 les progrès réalisés par 27 économies en transition dans le domaine des réformes structurelles et institutionnelles, progrès qu'elle synthétise sous la forme « d'indicateurs de transition » ordinaux. Ces indicateurs ne couvrent toutefois pas certains aspects de la gouvernance tels que la réglementation commerciale, la corruption, la loi et l'ordre, la fiscalité et les relations à double sens entre les entreprises et l'État. Pour couvrir ces éléments, la BERD et la Banque mondiale ont lancé en 1999 un programme d'enquête sur le cadre de l'activité économique et la performance des entreprises *Business Environment and Enterprise Performance Survey* (BEEPS) qui a pour objet de demander aux dirigeants d'entreprise d'évaluer la gouvernance économique et les institutions publiques et de déterminer en quoi et dans quelle mesure le cadre de l'activité économique entrave le fonctionnement et le développement de leur entreprise. En 2002, la deuxième phase du programme BEEPS a permis d'effectuer une enquête auprès de plus de 6 000 entreprises dans 26 économies en transition. Les résultats de cette enquête sont reproduits dans *Transition Report*, publication annuelle de la BERD.
 4. Des tables rondes régionales sur la gouvernance d'entreprise ont été organisées par l'OCDE en coopération avec le Groupe de la Banque mondiale pour la Russie, l'Eurasie et l'Europe du Sud-Est ainsi que pour l'Asie et l'Amérique latine. À l'exception de l'Eurasie, les décideurs qui ont participé aux tables rondes ont élaboré des livres blancs et des documents consensuels qui contiennent des plans « d'action » régionaux pour la réforme de la gouvernance d'entreprise. Le document OCDE (2003a) présente le bilan des tables rondes. Voir aussi l'annexe 2.

sphère économique que politique, sont donc plus avancées dans les pays d'Europe centrale et les États baltes, où les nouveaux dirigeants politiques et les nouvelles élites qui les soutiennent ont été encouragés à introduire rapidement des réformes politiques démocratiques et des réformes économiques favorables aux mécanismes de marché (notamment la libéralisation des échanges et des prix et la privatisation rapide des petites entreprises) afin de limiter le pouvoir de la bureaucratie et des dirigeants d'entreprise, et d'empêcher la réapparition d'un monopole politique. Cette approche a créé une dynamique de réforme qui s'est étendue à diverses sphères institutionnelles, dont la gouvernance d'entreprise.

Depuis 1999, l'accélération des progrès dans les pays d'Europe du Sud-Est et les Républiques indépendantes de l'ex-Union soviétique leur a permis de rattraper en partie les pays d'Europe centrale et les États baltes. Pourtant, tous ces pays accusent toujours un certain retard, en particulier pour les réformes de la « deuxième phase », qui impliquent la création d'institutions solides. Si l'économie de marché et l'entreprise privée paraissent relativement bien établies maintenant dans la plupart des économies en transition⁵, les progrès sur le chemin de la démocratie et de la concurrence politique restent bien plus inégaux ; il en va de même pour le processus d'intégration internationale et, notamment dans le Caucase et en Asie centrale, pour le développement des échanges et du transit avec les voisins immédiats⁶.

De même, dans les pays en développement, la rapidité et la chronologie des réformes engagées pour transformer les systèmes nationaux de gouvernance économique et politique varient d'un pays à l'autre, ainsi que le degré de résistance interne, visible ou non, à ces réformes ; certains pays sont donc relativement plus avancés que d'autres dans ces deux domaines. De telles différences sont visibles dans les pays dont le Centre de développement de l'OCDE a étudié la gouvernance d'entreprise⁷. Mais le point clé est que, malgré les différences manifestes – qu'il s'agisse de la culture et de l'histoire (et notamment de leur héritage juridique) ou des institutions économiques et politiques –, pratiquement toutes les économies DTE sont engagées dans un double processus de transition, souvent laborieux, pour instaurer des systèmes

5. Le Bélarus et le Turkménistan font exception à la règle, ainsi que l'Ouzbékistan dans une moindre mesure.

6. Voir aussi Pomfret (2003).

7. Il s'agit notamment du Brésil, du Chili, de la Chine, de l'Inde, de la Malaisie et de l'Afrique du Sud. Voir Oman (2003), Thillainathan *et al.* (2003) et Lin (2001).

de gouvernance économique et politique plus transparents, davantage fondés sur des règles, le jeu du marché et la responsabilité des acteurs que sur les systèmes de relations interpersonnelles très peu transparents.

Dans le cadre du système précédent, les grandes entreprises privées aussi bien que les entreprises publiques de nombreux pays obtenaient les capitaux longs dont elles avaient besoin pour financer leurs investissements auprès de sources qui étaient administrées ou contrôlées par l'État, comme les banques de développement nationales. Certains de ces pays ont pu augmenter de façon notable leur production grâce à une *mobilisation* massive des facteurs (impliquant dans bien des cas le recours à l'épargne forcée et des investissements importants en capital humain), mais rares sont ceux qui ont obtenu des gains de *productivité* soutenus dans le secteur des grandes entreprises – élément déterminant du développement national à long terme⁸.

L'affaiblissement ou l'effondrement de ces anciens systèmes – qu'on les ait appelés industrialisation par substitution aux importations, économie centralement planifiée ou apartheid – et les changements engagés pour mettre en place des systèmes à la fois plus transparents et plus responsables de coopération et de concurrence entre les principaux acteurs économiques et politiques semblent irréversibles. Qu'ils le soient ou non, ils représentent en tout cas une véritable occasion d'introduire les changements nécessaires dans les structures de gouvernance.

Le problème de l'expropriation

Les débats récents sur la gouvernance d'entreprise se sont surtout focalisés sur le « problème d'agence » (« *principal-agent* »), qui tend à empoisonner la relation entre les actionnaires (les principaux) et les dirigeants d'entreprises (leurs agents) du fait de la séparation qui existe entre la propriété de l'entreprise et sa direction dans les sociétés dont aucun actionnaire individuel ne détient plus qu'une petite fraction du capital, ce qui a généralement été le cas aux États-Unis et au Royaume-Uni pendant la majeure partie du vingtième siècle. S'inspirant largement de l'expérience de ces deux pays, de nombreux auteurs en sont venus à affirmer que la finalité de la gouvernance d'entreprise est de protéger les intérêts des actionnaires, parce que les intérêts des autres investisseurs peuvent être

8. Voir le chapitre I dans Oman (2003) pour une analyse plus détaillée de l'importance des gains de productivité pour un développement durable.

protégés par des relations contractuelles avec l'entreprise, ce qui fait des actionnaires des créanciers « résiduels », dont les intérêts ne peuvent être correctement protégés que par les institutions de gouvernance d'entreprise⁹.

Mais dans de nombreuses économies DTE, le clientélisme (« copinage ») généralisé ou les déficiences des systèmes judiciaires, ainsi que la définition souvent imprécise des droits de propriété tendent à affaiblir considérablement l'exécution des contrats. Quand l'exécution des contrats n'est pas garantie, il devient difficile de distinguer en pratique les créanciers « résiduels » des créanciers non résiduels. Même les auteurs fermement convaincus de la logique de cette distinction tendent par exemple à affirmer que les faiblesses des procédures de faillite amènent à incorporer dans la gouvernance d'entreprise la protection des intérêts des créanciers dans la plupart de ces pays¹⁰.

En somme, l'existence d'une infrastructure institutionnelle, qui est d'une importance cruciale pour tout système de gouvernance d'entreprise et que l'on peut en général considérer comme allant de soi dans les pays de l'OCDE (par exemple, des droits de propriété largement admis et respectés, des systèmes juridique, judiciaire et réglementaire qui fonctionnent correctement), ne peut être considérée comme un fait acquis dans un grand nombre d'économies DTE.

Tout aussi important est le fait que, mis à part aux États-Unis et au Royaume-Uni, la dilution du capital des entreprises n'est pas la règle, mais l'exception. Dans la plupart des économies DTE (comme dans de nombreux pays de l'OCDE), ce qui domine, ce sont les entreprises dont la *structure du capital est concentrée*, avec autrement dit des actionnaires dominants (les détenteurs de « blocs d'actions ») qui contrôlent directement les dirigeants de l'entreprise¹¹.

9. Voir par exemple Schleifer et Vishny (1997).

10. Ces problèmes sont également traités dans les Livres blancs régionaux (cf. annexe 2).

11. Voir par exemple La Porta *et al.* (1998a) pour les données sur la structure du capital des entreprises dans le monde. Il convient de noter que, même si l'absence ou le sous-développement de l'infrastructure institutionnelle nécessaire à l'amélioration de la gouvernance d'entreprise pourrait très largement expliquer pourquoi beaucoup d'actionnaires majoritaires ne diversifient pas leurs détention d'actions (et augmentent donc au total leur exposition au risque) et ainsi jouent un rôle important dans la concentration de la propriété des entreprises dans un grand nombre de ces pays (voir par exemple Shleifer et Vishny, 1997), il ne faudrait pas sous-estimer la possibilité qu'une puissante relation de cause à effet inverse entre aussi en jeu.

Peut-être plus importante encore (bien que moins étudiée) que la concentration du capital des entreprises en soi, est la prédominance dans un grand nombre de pays DTE de pratiques telles que les *participations croisées* entre entreprises, l'émission de *catégories d'actions multiples* assorties de droits de vote différents par une même entreprise, et les *structures pyramidales de propriété des entreprises*¹², autant de moyens utilisés par les dirigeants-propriétaires pour contrôler des actifs bien plus importants encore que ne le justifieraient leurs droits de propriété directs sur l'entreprise¹³.

Dans les économies DTE, le principal conflit d'intérêt surgit en général, non pas entre les dirigeants et les actionnaires en tant que tels (comme aux États-Unis et au Royaume-Uni), mais entre les actionnaires *majoritaires* d'une part, et les actionnaires *minoritaires* (locaux et étrangers) et d'autres investisseurs, de l'autre.

Ce conflit d'intérêt est habituellement appelé problème de *l'expropriation*, parce que les dirigeants-actionnaires majoritaires de l'entreprise ont tendance à tirer parti de leur contrôle effectif sur les ressources de l'entreprise pour accaparer ou détourner des ressources de l'entreprise de façon à priver les actionnaires minoritaires, ainsi que d'autres investisseurs bien souvent, de ce qui serait autrement considéré comme leur juste part des revenus générés grâce à ces ressources. Le problème de l'expropriation, qui est distinct du problème « principal-agent », tend à prévaloir à travers le monde dans les pays où la structure du capital des entreprises est très concentrée. Il est en général amplifié et aggravé par les pratiques largement répandues des actionnaires majoritaires,

-
12. Une « pyramide » existe quand une entreprise (au premier niveau, c'est-à-dire au sommet de la pyramide) détient une participation majoritaire (disons 51 pour cent, mais un pourcentage inférieur peut suffire) dans une ou plusieurs autres sociétés et donc les contrôle (au deuxième niveau de la pyramide), chacune de ces entités pouvant à son tour détenir une participation dominante dans une ou plusieurs autres sociétés (le troisième niveau), et ainsi de suite. Les dirigeants d'entreprise qui dirigent effectivement la société qui se trouve au sommet de la pyramide – souvent une holding – peuvent ainsi exercer un pouvoir effectif sur des groupes entiers d'entreprises, et des actifs énormes, en ne détenant qu'une participation directe très minime dans les entreprises situées à la base de la pyramide.
 13. Dans la littérature, ce phénomène est décrit comme une situation où les droits de « contrôle » effectifs excèdent les « droits nominaux sur les flux de trésorerie ». Bebchuk *et al.* (1999) démontrent pourquoi, lorsque les pyramides, les participations croisées ou l'émission de catégories d'actions multiples sont utilisées par des dirigeants d'entreprise pour élargir leur contrôle au delà de leurs droits nominaux sur les flux de trésorerie, cela se traduit en général par des coûts d'expropriation « très importants... dont l'ordre de grandeur est [même] plus important que les coûts liés à la détention par les actionnaires majoritaires d'une majorité de droits sur les flux de trésorerie ».

qui consistent à émettre des catégories d'actions multiples, à prendre des participations croisées et à établir des structures de propriété pyramidales. Ces techniques permettent non seulement à un nombre relativement restreint d'actionnaires majoritaires de contrôler des actifs de l'entreprise qui valent beaucoup plus, et parfois considérablement plus que leurs actions en tant que telles (leurs « droits sur les flux de trésorerie ») ne le justifieraient, mais elles servent aussi dans bien des cas à ouvrir aux dirigeants des entreprises l'accès à des ressources financières importantes, notamment celles dont ils exproprient les autres investisseurs.

La généralisation des structures pyramidales de capital, des participations croisées et des catégories d'actions multiples a donc aussi pour conséquence d'atténuer ou de supprimer les pressions financières exercées sur les dirigeants des entreprises (*insiders*) pour les amener à améliorer la gouvernance d'entreprise¹⁴. Qu'ils reconnaissent ou non du bout des lèvres la nécessité de telles améliorations, le fait que les dirigeants d'entreprises bénéficient dans une large mesure de rentes de contrôle sur les entreprises aide à comprendre pourquoi dans la pratique ils y opposent souvent une forte résistance.

Le tableau I donne une indication de l'importance de ces rentes en chiffrant les montants officiellement versés aux vendeurs de blocs de contrôle de sociétés dans 15 pays DTE et dans 14 pays de l'OCDE au cours de la période 1990-2000.

14. En d'autres termes, les actionnaires majoritaires-dirigeants d'entreprise peuvent utiliser (séparément ou conjointement, avec alors des effets cumulatifs) différentes catégories d'actions, des participations croisées et surtout des structures de capital pyramidales comme substituts fonctionnels au développement d'un marché financier national davantage fondé sur des règles – substituts qui ont l'avantage supplémentaire, pour les actionnaires majoritaires-dirigeants, d'éviter la dilution de leur contrôle effectif sur l'entreprise (qui se produirait en cas de vente d'actions pour lever des fonds auprès de sources externes), et ont même pour effet d'augmenter ce degré de contrôle, parfois de façon très importante, au-delà de ce que justifierait leur part nominale dans le capital de l'entreprise. Voir aussi Oman (2003) et OCDE (2003a).

Tableau I. Valeur du contrôle des entreprises
(primes payées pour les blocs de contrôle des sociétés en pourcentage de la valeur de marché de leur capital social)

Pays en développement, pays en transition et pays à économie de marché émergente

Amérique latine	moyenne	(nb obs.)	Asie	moyenne	(nb obs.)	Transition	moyenne	(nb obs.)	Afrique	moyenne	(nb obs.)
Argentine	27	(5)	Hong Kong, Chine	1	(9)	Pologne	11	(5)	Afrique du Sud	2	(4)
Bésil	65	(11)	Corée (Rép.)	16	(6)	Rép. tchèque	58	(6)			
Chili	15	(9)	Malaisie	7	(41)						
Colombie	27	(5)	Philippines	13	(15)						
Mexique	34	(5)	Singapour	3	(4)						
Venezuela	27	(4)	Thaïlande	12	(12)						
Total (Amérique latine)	33*	(39)	Total (Asie)	9*	(87)	Total (Transition)	35*	(11)			

Total (pays en développement, en transition et économies de marché émergentes)

21* (141)

Pays de l'OCDE (autres que ceux énumérés ci-dessus)

Europe continentale	moyenne	(nb obs.)	Autres OCDE	moyenne	(nb obs.)
Danemark	8	(5)	Australie	2	(13)
Espagne	4	(5)	Canada	1	(4)
Italie	2	(14)	États-Unis	2	(47)
Finlande	37	(8)	Nouvelle-Zélande	3	(19)
Norvège	1	(14)	Royaume-Uni	2	(43)
Pays-Bas	2	(5)			
Suède	6	(13)			
Suisse	6	(8)			
Total (Europe continentale)	8*	(77)	Total (autres OCDE)	2*	(126)
Total pour les pays de l'OCDE	6*	(203)			
Total pour tous les pays	14*	(344)			

Moyenne = moyenne arithmétique des primes payées pour les blocs de contrôle calculées par pays.

Nb. Obs. = nombre de transactions liées au contrôle des entreprises pour lesquelles les primes ont été calculées.

* = moyenne non pondérée des valeurs nationales.

Note : On détermine la valeur d'une prime versée pour un bloc de contrôle pour une société déterminée (au moment de la transaction) en calculant la différence entre le prix payé par action du bloc de contrôle, et le cours de l'action deux jours après l'annonce de l'opération de prise de contrôle (en divisant cette différence par le cours et en multipliant le ratio par la proportion de droits sur les dividendes détenue par le bloc de contrôle). Toutes les transactions ont été effectuées entre 1990 et 2000.

Source : d'après le tableau II dans Dyck et Zingales (2002).

L'enracinement de groupes d'intérêts particuliers

Dans beaucoup d'économies DTE, les effets du problème de l'expropriation sont grandement accentués par le jeu destructeur, souvent à somme très négative, de puissants groupes d'intérêt enracinés dans les structures oligopolistiques concentrées du pouvoir *politique* et économique local¹⁵. Ce qui est particulièrement préjudiciable, c'est l'ampleur, souvent considérable, avec laquelle les agissements de ces puissants groupes locaux (étroitement liés à des investisseurs privés dans certains pays) servent à entraver une saine concurrence par les prix ainsi que le bon fonctionnement des marchés – deux éléments indispensables pour permettre à un pays d'atteindre une croissance relativement soutenue de sa productivité – et à saper le développement et la consolidation d'institutions démocratiques.

Les initiatives importantes lancées par de nombreux pays DTE pour libéraliser leurs économies et attirer les investisseurs étrangers ont dans leur ensemble un impact positif. Mais ces initiatives ne sont pas toujours suffisantes pour enclencher à elles seules le type de processus dynamique et interactif qui génère des gains de productivité à long terme et facilite les réformes de politique économique dont ces pays ont besoin pour mener à bien leur lutte contre la pauvreté et la corruption, renforcer la démocratie politique et moderniser leur appareil d'État. Pour ces pays, plus encore que pour les pays de l'OCDE, des institutions de gouvernance d'entreprise qui contribuent effectivement à renforcer les mécanismes de marché concurrentiels (encore faibles) et les institutions politiques démocratiques (embryonnaires) sont absolument nécessaires.

Ces institutions sont d'une importance cruciale, notamment parce que, dans toutes les économies de marché, l'entreprise est devenue depuis un siècle le principal agent de l'activité économique et du développement. Les institutions de gouvernance d'entreprise – combinées avec celles de la concurrence sur les marchés et celles de régulation publique sectorielle – sont les principaux moyens dont dispose la société pour inciter les entreprises à se comporter collectivement d'une manière qui soit bénéfique pour la société dans son ensemble. Ces institutions matérialisent une relation principal-agent entre la société (le principal) et les entreprises en tant que groupe (les agents) : la société fournit aux entreprises l'incitation à entreprendre (en particulier le droit de faire des profits)

15. Ces structures de pouvoir transparaissent largement dans les structures de capital des entreprises, souvent à travers l'importance des entreprises publiques et des grands groupes d'affaires familiaux.

et les moyens d'entreprendre (notamment le droit d'exister, d'agir en tant que « personnes morales » distinctes de leurs actionnaires et de bénéficier de la responsabilité limitée de ces derniers), et elle cherche, en retour, à travers les institutions de gouvernance d'entreprise (avec celles de régulation de la concurrence et de régulation sectorielle), à s'assurer que les entreprises dans leur ensemble servent ses intérêts au mieux¹⁶.

Aujourd'hui, alors que la mondialisation accroît la vigueur des forces du marché face au pouvoir de régulation des administrations nationales ou infranationales, la gouvernance d'entreprise devient encore plus importante qu'elle ne l'était dans l'après-guerre. Dans de nombreux pays DTE, deux autres phénomènes ajoutent encore à l'importance de la gouvernance d'entreprise : le premier (positif) est lié aux réformes majeures engagées par ces pays au cours des dernières années pour adopter des politiques plus favorables aux marchés. Le second (négatif) est la présence généralisée de *structures de pouvoir local concentrées de type oligopolistique*¹⁷, structures particulièrement propices à la réalisation de transactions au profit d'intérêts particuliers et au détriment de l'intérêt social

16. Aux États-Unis, où le droit pour une entreprise de se constituer une société est accordé par les différents États et non par l'administration fédérale, les actes de constitution de sociétés anonymes, jusqu'à la fin du 19^e siècle, étaient soumis à des conditions bien plus drastiques qu'aujourd'hui – il fallait en général que les activités des entreprises présentent un intérêt public démontrable. Mais comme les entreprises ont de moins en moins été considérées comme des agents de l'intérêt public et que les États en sont venus à simplement présumer que l'activité de l'entreprise était d'intérêt public (au lieu d'en exiger la preuve), et comme le nombre des entreprises de dimension suffisamment nationale pour pouvoir choisir leur État de domiciliation ne cessait de croître, les conditions spécifiques à la rédaction des statuts (définies par chaque État) ont pesé de plus en plus lourd dans leur choix. En 1896, le New Jersey a ainsi adopté des règles particulièrement libérales d'incorporation des sociétés, ce qui en a fait un État de prédilection pour les grandes entreprises. Néanmoins, après avoir quelque peu durci sa législation en 1913, il a rapidement perdu son hégémonie au profit du Delaware, qui avait entre temps modifié ses propres dispositions légales relatives à la constitution des sociétés anonymes pour les calquer sur celles du New Jersey. Le Delaware a toujours obstinément défendu sa place dominante en matière d'immatriculation des sociétés depuis lors.

17. Pour une analyse du coût potentiellement important que peut impliquer pour un pays une structure de pouvoir local *oligopolistique* par opposition à une structure fonctionnellement *monopolistique* au plan de la performance de son système de gouvernance d'entreprise, voir Meisel (2003).

(c'est-à-dire celui de l'entreprise dans son ensemble)¹⁸ ainsi qu'à d'autres comportements de recherche de rente par les dirigeants d'entreprise disposant de pouvoirs étendus tant dans le secteur privé que dans le secteur public.

Ces comportements (qui seront analysés plus bas, dans la section relative aux obstacles aux réformes nécessaires) se traduisent par un gaspillage énorme des ressources contrôlées par les entreprises et une utilisation du capital totalement inefficace à l'échelle de l'économie (c'est-à-dire des inefficacités dynamiques majeures, notamment sous forme de perte d'innovations et d'investissements en capacités nouvelles de production, en plus d'une allocation statique déficiente des ressources) et tend à perpétuer ou accentuer les inégalités locales. Ils se traduisent aussi généralement par une *résistance* excessive aux changements nécessaires, qui se manifeste en même temps par une *rigidité* excessive, et, aussi paradoxal que cela puisse paraître, par une *volatilité* excessive, dans les sphères de pouvoir tant économiques que politiques. Au final, ces différents effets combinés dans un pays peuvent constituer un sérieux obstacle à son développement à long terme¹⁹.

Si l'amélioration de la gouvernance d'entreprise peut produire des avantages importants en augmentant le flux et réduisant le coût des ressources *financières* nationales et étrangères qui s'orientent vers les entreprises, tout aussi importante, voire plus, est la contribution qu'elle peut apporter en réduisant le gaspillage énorme et la mauvaise allocation des ressources d'investissement *réelles* – humaines et matérielles – et en mettant un terme aux jeux à somme souvent très négative qu'impliquent les rivalités stratégiques entre les groupes d'intérêts prédateurs. Ce gaspillage et cette mauvaise allocation des ressources, et le maintien du statu quo, peuvent représenter une contrainte majeure à l'augmentation durable de la productivité et donc au développement à long terme d'un pays.

18. De telles transactions (qualifiées de *self-dealing* en anglais, notion très proche de celle d'abus de biens sociaux) recouvrent des actes de vol ou de détournement par les dirigeants d'une entreprise, de ses actifs (*asset stripping*), ou de ses revenus, ou même de ses possibilités de revenus. Les formes ou les supports courants de ces transactions consistent à : faire acheter par la société des intrants auprès d'une ou plusieurs autres entreprises (probablement contrôlées par les dirigeants de l'entreprise, leurs parents ou proches amis) à des prix excessivement élevés, ou vendre la production à des prix excessivement bas ; contracter des emprunts à des taux d'intérêt excessivement élevés ou à prêter de l'argent à des taux excessivement bas ; louer des actifs à des prix qui ne correspondent pas davantage à ceux du marché ; garantir les emprunts d'autres sociétés (ou d'autres individus) ; voire même s'approprier carrément les actifs corporels ou incorporels de l'entreprise sans contrepartie.

19. Voir Oman (2003), OCDE (2003a) et CIPE (2002).

Les forces agissant pour et contre une amélioration de la gouvernance des entreprises

Depuis quelques années, des forces puissantes se sont constituées, dont certaines vont dans le sens d'une amélioration notable de la gouvernance d'entreprise dans les économies DTE, et d'autres dans le sens contraire. Les forces qui militent en faveur de l'amélioration sont notamment le développement rapide des investisseurs institutionnels dans les pays de l'OCDE et dans un nombre croissant de pays DTE, ainsi qu'une combinaison de facteurs qui, dans ces derniers, ont fortement accru la demande de financements externes des entreprises. Les groupes d'intérêt solidement ancrés dans leurs positions, qui bénéficient des rentes générées par le contrôle des entreprises, sont parmi les forces les plus importantes qui s'opposent à l'amélioration de la gouvernance d'entreprise.

Les investisseurs institutionnels

Les pays de l'OCDE ont été amenés à s'intéresser de plus en plus à la question de la gouvernance d'entreprise, et ce avant les scandales récents provoqués par des entreprises telles que Enron, WorldCom, Tyco, Vivendi, Marconi, Ahold et Arthur Andersen (quoique ces scandales aient certainement accru leur intérêt pour cette question²⁰). Une raison importante expliquant cet intérêt est la croissance spectaculaire des prises de participation dans des entreprises locales et étrangères par des fonds de pension et d'autres gros investisseurs institutionnels en développement rapide.

La forte progression des investissements internationaux de portefeuille par des investisseurs institutionnels basés dans la zone de l'OCDE (particulièrement aux États-Unis et au Royaume-Uni) se reflète dans la croissance importante des investissements internationaux de portefeuille au cours des années 90, qu'elle a

20. Voir par exemple l'enquête sur « le capitalisme et la démocratie » dans *The Economist*, 28 Juin 2003.

fortement alimentée. Les flux d'investissements de portefeuille en actions vers les pays non membres de l'OCDE, sont passés de niveaux insignifiants avant la fin des années 80 à une moyenne annuelle de 2.7 milliards de dollars en 1989-90, suivie d'un bond véritable durant la période 1993-96, avec un montant annuel de près de 40 milliards de dollars (pratiquement l'équivalent de l'aide publique au développement). La « crise financière des marchés émergents », qui a frappé l'Asie, le Brésil et la Russie en 1998, les a fait chuter à environ 17 milliards de dollars, mais ils ont grimpé de nouveau pour atteindre quelque 40 milliards de dollars en 2000 avant de refluer encore, essentiellement en raison de la forte chute des marchés boursiers de l'OCDE et de la fuite générale des investisseurs des marchés d'actions²¹.

Les investisseurs de portefeuille basés dans la zone de l'OCDE, en particulier les grands investisseurs institutionnels, sont donc une force déterminante de l'amélioration de la gouvernance d'entreprise dans les économies de marché émergentes pendant les années 90, et ils ont de grandes chances de le rester à l'avenir.

Un autre phénomène aussi important, mais peut-être moins bien perçu, a été la création et le développement de fonds de pension *nationaux* dans les pays DTE. La création par le Chili, en 1981, d'un fonds de pension financé par capitalisation (fondée sur l'épargne forcée) et géré par le secteur privé a été suivie dans les années 90 par la mise en place ou le développement significatif de caisses de retraite par capitalisation (par opposition aux régimes dits « par répartition ») dans près d'une trentaine de pays non membres de l'OCDE²². Si ces fonds restent d'une taille modeste par rapport aux plus gros investisseurs institutionnels basés dans la zone de l'OCDE, beaucoup sont d'importants acheteurs (avec les investisseurs étrangers dans certains pays) d'actions émises par les entreprises sur les marchés boursiers locaux, notamment dans le cadre des privatisations d'entreprises publiques. Ces fonds d'origine nationale constituent un élément moteur, réel ou potentiel, de l'amélioration de la gouvernance d'entreprise dans les économies DTE, dont on peut sans doute penser qu'il sera le plus décisif à terme²³.

21. Voir Reisen (2003).

22. Voir aussi Queisser (1999).

23. Malherbe (2003) avance cet argument. Il présente aussi une typologie utile des capacités des fonds de pension nationaux en matière de gouvernance d'entreprise dans 29 pays : Argentine, Bolivie, Brésil, Brunei, Chili, Colombie, Croatie, Chypre, El Salvador, Hong Kong, Inde, Indonésie, Kazakhstan, Kenya, Malaisie, Mexique, Népal, Papouasie-Nouvelle-Guinée, Pérou, Pologne, Singapour, Afrique du Sud, Sri Lanka, Swaziland, Tanzanie, Ouganda, Uruguay, Zambie et Zimbabwe.

La demande de fonds

Si les investisseurs institutionnels étrangers et, dans un nombre croissant de pays, les investisseurs institutionnels nationaux (fonds de pension en particulier) sont devenus déterminants pour l'amélioration de la gouvernance d'entreprise en leur qualité de fournisseurs potentiels de fonds, tout aussi importante est l'augmentation des demandes de financements de la part de nombreuses entreprises dans les pays DTE au cours des dernières années.

L'une des raisons qui expliquent cette augmentation de la demande de fonds – malgré l'omniprésence des structures pyramidales, des participations croisées et des catégories d'actions multiples dont on a fait état plus haut – tient au fait que, dans tous les pays, les entreprises ont de plus en plus besoin de solliciter des sources de financements externes pour faire face aux pressions croissantes de la concurrence générées par la mondialisation. L'accélération du changement (en matière technologique, mais aussi en termes de modèle d'entreprise dominant²⁴) a contraint la plupart des entreprises, dans tous les pays du monde, à effectuer d'importants investissements – dont beaucoup sont encore à réaliser – dans les actifs corporels et incorporels (en particulier le capital humain et la technologie) ; il leur faut donc trouver des financements pour rester compétitives ou le devenir. Dans beaucoup de pays, ce besoin de fonds a également joué un rôle important comme incitation à privatiser les entreprises publiques peu performantes.

Les initiatives importantes prises en vue de libéraliser les politiques en matière d'échanges et d'investissement et de déréglementer les marchés – une réforme radicale pour de nombreux pays DTE – ont largement contribué à accroître les pressions de la concurrence, de même d'ailleurs que les programmes massifs de privatisation d'entreprises publiques dans certains pays. L'intégration internationale plus poussée (deux fois plus intense pour les candidats à l'accession à l'Union européenne parmi les pays en transition) a encore accru les pressions concurrentielles sur les entreprises et, partant, leur demande de financements externes.

24. Pour l'analyse du rôle central d'un nouveau modèle d'entreprise dans la vague actuelle de mondialisation et de régionalisation, voir Oman (1996a, 2000).

Une autre raison, cruciale, qui explique pourquoi les entreprises des économies DTE ont des besoins financiers accrus, tient au fait que la plupart de ces besoins étaient habituellement couverts (surtout pour les *grandes* entreprises privées et les entreprises publiques) par les banques nationales de développement et d'autres sources de financement d'investissement largement contrôlées par l'État (souvent grâce à diverses formes d'épargne forcée). Dans beaucoup de ces pays, les systèmes financiers fondés sur des relations interpersonnelles ou administrés par le pouvoir politique ont été plus ou moins démantelés ou ont même disparu, ce qui a réduit d'autant la possibilité de fournir des financements longs aux entreprises locales comme c'était le cas précédemment (souvent au nom de la « politique industrielle »)²⁵.

Ces différents éléments ont conjugué leurs effets pour provoquer, dans les années 90, une diminution sensible de l'offre de fonds provenant des sources nationales traditionnelles externes aux entreprises pour financer l'investissement, précisément à une époque où la nécessité de recourir à des sources de financement externes augmentait de manière substantielle dans ces pays. Cette situation a aussi eu pour résultat d'accroître les pressions intérieures, tant au sein des équipes gouvernementales que parmi les dirigeants d'entreprise, qui poussaient à l'amélioration de la gouvernance d'entreprise afin de faciliter les apports de fonds d'investissement aux entreprises locales.

C'est dans ce contexte, et aussi dans le but de promouvoir l'amélioration de la gouvernance d'entreprise, que la BERD a élaboré en 1997 des principes directeurs sur les normes commerciales et les pratiques des entreprises, et que l'OCDE a arrêté les Principes de la gouvernance d'entreprise, et lancé en collaboration avec la Banque mondiale les premières tables rondes régionales, présentées brièvement dans l'annexe 2.

25. Voir aussi Loriaux (1997).

26. Une bonne illustration est le cas du Brésil, où le niveau moyen des rentes liées au contrôle des entreprises a récemment été estimé à 65 % de la valeur de l'entreprise. Voir le chapitre sur le Brésil dans Oman (2003). Voir également OCDE (2003a).

Obstacles à l'amélioration de la gouvernance d'entreprise

Une forte résistance aux changements requis pour améliorer notablement la gouvernance se manifeste toutefois un peu partout. Les groupes d'intérêts qui profitent des rentes liées au contrôle des entreprises – aux dépens des actionnaires minoritaires et d'autres parties prenantes de l'entreprise, qu'elles soient locales ou étrangères²⁶ – sont une source de résistance considérable aux changements qui s'imposent.

En cherchant à conserver ou à augmenter leur part de la richesse du pays, ces groupes d'intérêts prédateurs – « cartels de distribution » comme les appelle Mancur Olson²⁷ – investissent souvent un volume important de ressources contrôlées par l'entreprise ou de ressources contrôlées par l'État, non pas dans la création de nouvelles richesses ou la fourniture de biens publics nécessaires à la création de nouvelles richesses, mais dans des actions motivées par la rivalité stratégique au sein même du cartel. Ces actions – qui visent à la fois à manipuler l'action de l'État dans le sens de leur avantage économique privé et à utiliser les ressources des entreprises pour accroître leur part de pouvoir politique et économique – ne tendent pas seulement à étouffer une saine concurrence par les prix entre les entreprises, mais aussi à détourner des ressources importantes pour le bénéfice privé des acteurs engagés dans le jeu de rivalité oligopolistique. Elles tendent aussi à *détruire* des ressources significatives. Elles peuvent se traduire par d'énormes gaspillages et une mauvaise allocation des ressources du pays – qu'il s'agisse de ressources réelles (matérielles et humaines) ou de ressources financières – avec pour effet de réduire la richesse globale et de constituer, pour l'économie dans son ensemble, une dynamique en forme de jeu à somme très négative qui hypothèque sérieusement la croissance de la productivité à long terme.

26. Une bonne illustration est le cas du Brésil, où le niveau moyen des rentes liées au contrôle des entreprises a récemment été estimé à 65 % de la valeur de l'entreprise. Voir le chapitre sur le Brésil dans Oman (2003). Voir également OCDE (2003a).

27. Olson (1982) présente une analyse détaillée du comportement des « groupes d'intérêts prédateurs », circonscrite toutefois aux pays de l'OCDE. Il explique pourquoi un tel groupe aura tendance à s'engager dans des actions (pour obtenir disons 2 milliards de dollars de gains supplémentaires ou de richesse pour le groupe) qui coûtent souvent à la société dans son ensemble bien plus que le groupe lui-même ne peut gagner (il en coûte à la société l'équivalent de, disons, 10 milliards de dollars en termes de ressources gaspillées, de baisse de revenus et d'opportunités de croissance perdues).

En d'autres termes, ce qui est plus préjudiciable encore que les pouvoirs de *monopole* de ces groupes, qui se traduisent la plupart du temps par des pertes d'investissement et d'innovation par rapport à ce qu'on obtiendrait dans un contexte de plus grande concurrence par les prix²⁸, c'est souvent le comportement stratégique destructeur de groupes d'intérêts prédateurs rivaux, qui opèrent simultanément à travers les sphères économiques, particulièrement à la tête des grandes entreprises, et politiques, dans un contexte caractérisé par la concentration *oligopolistique* des structures de pouvoir locales.

Deux « paradoxes » que l'on retrouve dans un grand nombre d'économies DTE illustrent bien le type d'effets que produit en général cette rivalité oligopolistique. L'un est la propension des grandes entreprises privées et publiques à entreprendre des investissements de grande ampleur, souvent à forte intensité capitaliste, dans des capacités de production qui restent largement sous-utilisées ; c'est-à-dire une propension à effectuer des investissements coûteux en surcapacités dans des pays qui, presque par définition, souffrent d'une véritable pénurie de capital. L'autre « paradoxe » est la tendance des grandes entreprises opérant dans les structures oligopolistiques des marchés locaux à résister aux *changements nécessaires* (en particulier quand il s'agit de s'adapter aux conditions nouvelles créées par l'apparition d'une nouvelle technologie, par un changement des préférences des consommateurs ou l'arrivée d'un nouveau modèle d'entreprise plus compétitif), et en même temps à *créer une volatilité excessive* sur les marchés, et souvent également dans la sphère politique – volatilité qui peut susciter, dans les cas extrêmes, une violence armée.

Ce qui explique ce comportement, en termes simples, c'est que les groupes d'intérêts prédateurs, dans leurs jeux de rivalité stratégique oligopolistique, tendent d'une part à *résister* à une concurrence interentreprises par les prix ainsi qu'à tout changement (nécessaire) qui risquerait de remettre en cause l'équilibre des pouvoirs au sein de leur oligopole. Mais, d'un autre côté, ils sont prêts à *provoquer* un changement (inutile) dès lors qu'un membre de l'oligopole ou une coalition de membres au sein du groupe d'intérêts estime qu'il peut accroître sa part de pouvoir (par exemple une part de marché, une part des rentes liées au contrôle des entreprises, etc.) par rapport aux autres membres du groupe d'intérêts.

28. De même, la transformation à forte intensité de capital des ressources naturelles est souvent effectuée dans les pays de l'OCDE dotés d'institutions solides, plutôt que dans les pays où se trouvent les ressources naturelles. On peut citer à titre d'exemple la transformation de grandes quantités du bois d'œuvre russe dans les usines finlandaises, dont une partie des produits finaux est réexportée vers la Russie.

Au final, le résultat pour un pays se traduit par :

- un gaspillage très important des ressources en capital, tant physique qu'humain,
- une perte d'investissement en capacités de production pourtant nécessaires pour faire face à la concurrence sur les marchés mondiaux,
- un gonflement de la bureaucratie au fil du temps et une résistance croissante au changement, tant au sein des entreprises que du gouvernement, et
- l'instabilité ou la volatilité et donc une fragilité à la fois de l'économie et des institutions politiques locales.

Un autre résultat dans de nombreux pays est la tendance à reproduire un mode de gouvernance de l'entreprise et de l'appareil d'État fondé sur des relations clientélistes, mode de gouvernance qui se caractérise par une transparence et une responsabilité des acteurs insuffisantes²⁹. Et les systèmes de gouvernance fondés sur des relations interpersonnelles clientélistes sont des terrains particulièrement propices pour les groupes d'intérêts prédateurs. Cette situation aboutit souvent à un cercle vicieux, très difficile à briser, où les systèmes de gouvernance essentiellement fondés sur des relations interpersonnelles clientélistes donnent naissance à des formes préjudiciables de rivalité oligopolistique entre groupes d'intérêts prédateurs, dont les effets constituent un véritable boulet pour la croissance économique et le développement national.

Ce comportement freine aussi énormément les transformations nécessaires pour améliorer la gouvernance d'entreprise et la gouvernance publique, et donc le passage d'un système de gouvernance fondamentalement articulé autour de relations interpersonnelles à des systèmes de gouvernance plus efficaces s'appuyant sur des règles. Et pourtant, ce passage est d'une importance cruciale pour réduire les rentes liées au contrôle des entreprises et limiter ou supprimer les effets les plus préjudiciables de la rivalité stratégique entre groupes d'intérêts prédateurs, effets qui constituent une véritable entrave à une croissance et un développement durables.

Il existe bien évidemment des groupes d'intérêts prédateurs puissants dans tous les pays, y compris dans les pays de l'OCDE. Mais on peut penser que leurs comportements de recherche de rentes (dans des jeux à somme négative) sont encore plus généralisés dans de nombreux pays DTE, au point que cela peut

29. Voir Oman (2003) et OCDE (2003a).

facilement anéantir les avantages d'une saine concurrence par les prix dans l'ensemble de l'économie. Cela constitue le plus grand obstacle à la croissance de la productivité à long terme dans ces pays.

Conclusions à en tirer sur le plan de l'action

Le principal défi, pour les autorités est, en un mot, de briser le cercle vicieux que l'on vient de décrire. Pour cela, il faut que les décideurs et les régulateurs accordent la plus grande attention au rôle de la gouvernance d'entreprise tant dans le secteur financier que dans le secteur « réel » (non financier) de l'économie. Dans ces deux secteurs, ils doivent être attentifs non seulement aux institutions de gouvernance d'entreprise mais aussi à la dynamique de l'interaction entre ces institutions et d'autres institutions ou politiques clés. D'une façon plus générale, il faut surtout faire attention à la dynamique de l'interaction entre institutions de gouvernance des entreprises et institutions de gouvernance politique, ou publique.

Nous examinons dans un premier temps les conséquences à tirer, en termes de politiques concernant le secteur financier, du potentiel de la gouvernance d'entreprise comme facteur d'amélioration de la performance des entreprises (c'est la raison d'être généralement admise de la gouvernance d'entreprise). Ce débat fera apparaître que la contribution potentielle d'une meilleure gouvernance d'entreprise à l'augmentation de l'offre de capitaux à long terme pour l'investissement est souvent moins importante qu'on ne le pense, tandis que sa contribution potentielle à la liquidité globale de l'économie tend à être plus importante qu'on ne le pense.

Nous portons ensuite notre attention sur deux questions clés concernant la mise en application des règles de gouvernance d'entreprise, à savoir le choix d'une part entre des mécanismes d'application librement consentie des règles et des mécanismes obligatoires, et d'autre part entre mécanismes judiciaires et mécanismes réglementaires.

Puis nous étudions plus spécifiquement les leçons à tirer pour le secteur réel en tant que tel, c'est-à-dire comment les pouvoirs publics peuvent tirer profit de l'amélioration de la gouvernance d'entreprise pour accroître les gains de productivité à long terme dans l'économie réelle. Nous examinons enfin brièvement la relation entre gouvernance d'entreprise et gouvernance politique.

Implications pour le secteur financier

Pour clarifier le rôle souhaitable des politiques (eu égard au potentiel d'une meilleure gouvernance des entreprises susceptible de faciliter leur financement), il est important de clarifier d'abord l'importance réelle des capitaux propres et de l'émission d'actions comme source de financement pour les entreprises, afin d'éviter les suppositions fréquemment erronées à ce sujet. Pour faciliter l'analyse, on peut considérer la question sous deux aspects.

Premièrement, quelle est l'importance des financements obtenus *via* l'émission de nouvelles actions, par rapport aux financements émanant de sources internes à l'entreprise (les bénéfices non distribués) et à l'endettement (qu'il s'agisse de fonds « intermédiés » comme les crédits bancaires, ou de fonds non intermédiés, comme ceux obtenus par émission d'obligations ou d'autres titres de créance) ? Deuxièmement, les dirigeants veulent-ils en général émettre plus d'actions qu'ils ne peuvent en placer (peut-être parce que l'entreprise souffre d'une mauvaise gouvernance), ou *choisissent-ils* en fait de ne pas vendre plus d'actions qu'ils ne le font ?

Une autre question tout aussi cruciale en matière de politiques, est de savoir comment les entreprises *utilisent* habituellement les fonds qu'elles lèvent *via* l'émission d'actions (sur le marché primaire) ? En particulier, les nouvelles émissions d'actions servent-elles pour l'essentiel à financer la création de nouvelles capacités de production – ce qui pourra avoir aussi pour effet de renforcer la concurrence sur les marchés locaux – ou sont-elles utilisées plutôt par les émetteurs pour absorber des concurrents sans créer de nouvelles capacités de production – ce qui conduira éventuellement à réduire du même coup la concurrence sur les marchés locaux ?

L'observation des faits tend à montrer que, globalement, l'émission d'actions n'est *pas* une source majeure de financement pour la création de nouvelles capacités de production. Cette structure de financement (où les sources internes occupent de loin la première place, suivies par l'endettement), qui était largement caractéristique de ce qui s'est passé dans les périodes antérieures dans les pays de l'OCDE, se retrouve un peu partout aujourd'hui dans les pays en développement ou en transition et les économies de marché émergentes³⁰. Elle s'inscrit à la fois dans la logique de la théorie bien connue dite du *pecking order* (théorie des choix de financement des entreprises)³¹ et dans la logique des

30. Voir Oman (2003). L'Afrique du Sud fait, dans une certaine mesure, exception à la règle.

31. Voir Myers et Majluf (1984).

pratiques très répandues de structuration pyramidale du capital, de prises de participations croisées et d'émission de catégories d'actions multiples, autant de substituts fonctionnels à des marchés financiers davantage fondés sur des règles que l'on retrouve dans de nombreuses économies DTE – ainsi que l'a souligné notre analyse du problème de l'expropriation.

La concentration du capital des entreprises peut évidemment être comprise, ainsi que de nombreux auteurs le soulignent, comme une mesure d'adaptation appropriée pour faire face aux sérieux problèmes d'agence potentiels dans les pays où la gouvernance d'entreprise, et surtout la protection des droits des actionnaires (minoritaires), laissent à désirer³². La pratique largement répandue, qui consiste à dissocier les droits de propriété des capacités de contrôle réel (ces dernières excédant les premiers) sur les ressources de l'entreprise par les actionnaires dominants signifie toutefois, et cela mérite d'être souligné, que la concentration de la propriété du capital n'empêche pas forcément les dirigeants des entreprises d'avoir accès à des financements externes significatifs. Les structures pyramidales, les participations croisées et les actions sans droit de vote qu'ils utilisent pour accroître leur contrôle sur les ressources de l'entreprise permettent non seulement aux actionnaires majoritaires de conserver un contrôle total sur l'entreprise, mais elles constituent également un puissant levier financier – ainsi qu'une alternative fonctionnelle à l'amélioration de la gouvernance d'entreprise et de la protection des droits des actionnaires minoritaires – en permettant aux dirigeants d'entreprise d'avoir accès à des sources extérieures (actionnaires minoritaires et autres investisseurs) pour financer leurs investissements tout en conservant le plein contrôle sur l'entreprise.

Contrairement aux croyances communes quant à l'importance des émissions d'actions sur le marché primaire en tant que source de financement des entreprises – croyances qui ont aussi d'importants prolongements pour déterminer dans quelle mesure les dirigeants d'entreprise seront finalement enclins ou non à améliorer de leur propre chef la gouvernance d'entreprise – il se pourrait bien que le problème le plus grave qui finisse par inciter de nombreux pays DTE à améliorer la gouvernance de leurs entreprises ne soit pas la pénurie de financements pour les entreprises en tant que telle.

32. Voir aussi Shleifer et Vishny (1997), et Rajan et Zingales (1998a).

Du point de vue de l'élaboration des politiques, l'urgence réside plutôt dans l'utilisation, par les dirigeants d'entreprises, d'outils permettant de séparer les droits de propriété du contrôle effectif des ressources sociales, dans l'intention de faciliter et de camoufler des *opérations réalisées dans leur intérêt particulier* et les comportements de recherche de rente qui y sont liés – ainsi que la dynamique en forme de jeu à somme négative à la source de tels agissements. Bien qu'il soit difficile à mesurer, le coût pour l'économie dans son ensemble, en termes de ressources gaspillées, de volatilité et de rigidité excessives, d'opportunités de croissance et de développement « perdues », dépasse sans aucun doute largement les pertes subies par les seuls actionnaires minoritaires expropriés.

Sur le plan de l'action des pouvoirs publics, les mesures visant à réduire puis finalement à supprimer l'utilisation d'actions assorties de droits de vote différents, des participations croisées et surtout des structures pyramidales de capital sont donc d'une importance capitale – plus qu'on ne le pense habituellement. Tout aussi importantes sont les mesures efficaces visant à lutter directement contre les opérations réalisées par les dirigeants d'entreprises *dans leur intérêt particulier*, notamment à travers un véritable renforcement des obligations de *publication d'informations* et de *transparence*³³. Les problèmes d'application de ces règles sont étroitement liés à cette question, et nous y reviendrons.

Liquidité

Lorsqu'on cherche à protéger les droits des actionnaires minoritaires (et par là à atténuer le problème de l'expropriation), il reste important de ne pas négliger les avantages économiques potentiels pouvant découler de la séparation entre propriétaires du capital et dirigeants de l'entreprise – à la condition expresse que les institutions de gouvernance d'entreprise du pays soient suffisamment solides et crédibles pour rendre cette séparation possible à grande échelle.

Un de ces avantages tient au fait que l'atomisation du capital en petites unités à un coût abordable ouvre aux entreprises la possibilité de mobiliser des quantités substantielles de capitaux auprès d'une multitude de petits actionnaires. Les sociétés ne sont plus toujours obligées de trouver un riche investisseur institutionnel ou un petit groupe de riches investisseurs pour financer chaque nouveau projet.

33. Voir aussi OCDE (2003a).

Tout aussi importante est la possibilité pour les actionnaires de diversifier leur portefeuille d'actions et de réduire ainsi leur exposition aux risques en répartissant leurs participations. Comme le montre l'expérience des États-Unis à la fin du 19^e et au début du 20^e siècle, lorsque la séparation effective entre propriétaires du capital et dirigeants dans la plupart des grandes entreprises a permis aux actionnaires (souvent à l'instigation des propriétaires-fondateurs de l'entreprise eux-mêmes ou de leurs héritiers) de répartir leurs risques d'investissement, un cercle vertueux peut s'enclencher permettant d'accroître dans de fortes proportions la *liquidité* du marché boursier local. Cette liquidité accrue permet à son tour au marché boursier d'améliorer l'efficacité du système financier national dans son ensemble, renforçant ainsi le processus plus large du développement national.

Des études récentes ont montré que c'est en fait bien plus le degré de liquidité des marchés boursiers que la taille de ces marchés (les volumes négociés plus que la capitalisation du marché) qui est positivement corrélée avec la vigueur de la croissance économique ultérieure du pays³⁴. Ainsi, par exemple, quels que soient les avantages potentiels à long terme d'un marché boursier actif pour le développement d'un pays – activité boursière à laquelle l'amélioration de la gouvernance d'entreprise pourrait contribuer – ces avantages sont sans doute plus une retombée de la contribution du marché en tant que fournisseur de liquidité au système financier du pays dans son ensemble, que de sa contribution en tant que pourvoyeur de capitaux aux entreprises. En d'autres termes, le marché secondaire pourrait fort bien être plus important que le marché primaire pour le développement à long terme d'un pays étant donnée l'importance d'une liquidité accrue de l'économie dans son ensemble pour le développement national.

Les banques et les marchés sont complémentaires

Une autre implication importante pour les pouvoirs publics est donc que les mesures prises pour renforcer le système de gouvernance d'entreprise d'un pays doivent être considérées comme un complément potentiellement important, mais non comme un substitut possible, aux mesures nécessaires pour renforcer son secteur bancaire. Un pays ne peut avoir un marché boursier robuste et actif s'il n'est pas doté de banques commerciales saines et solides. En effet, pour les

34. Pour une analyse de l'importance du développement des marchés financiers d'un pays pour son développement économique à long terme, voir par exemple Berthélemy (2002), Levine et Zervos (1998), et Rajan et Zingales (1998b).

petites et moyennes entreprises en particulier, et pour assurer la liquidité du système financier national, notamment dans les pays à faible revenu, un système bancaire robuste est une condition *sine qua non* du développement³⁵.

Une conséquence importante pour les décideurs et les régulateurs est donc la nécessité de prêter une attention soutenue à la qualité de la surveillance bancaire et des règles prudentielles, de même qu'à la qualité des règles et procédures en matière de faillites³⁶. Il est souvent tout aussi important de veiller à améliorer la gouvernance des institutions *financières* locales, et plus particulièrement celle des banques et des fonds de pensions locaux³⁷. Et pour cela, il faut veiller aux exigences de publication d'informations, à la qualité des audits, etc. dans le secteur financier (pour les banques et les organismes de crédit à long terme, publics ou privés) ainsi que dans le secteur réel.

L'expérience tend aussi à indiquer que les grands groupes d'entreprises actifs dans l'économie réelle ne devraient pas être autorisés à compter des banques en leur sein³⁸. Et il paraît souhaitable d'imposer une séparation effective entre les activités commerciales et les activités d'investissement des banques dans la plupart des pays DTE³⁹.

Professionnalisation des dirigeants d'entreprises

Un autre avantage potentiel de la séparation entre ceux qui dirigent les entreprises et ceux qui en détiennent le capital est la professionnalisation de la fonction de dirigeant. C'est un défi auquel sont confrontés de nombreux pays DTE, que ce soit dans le contexte de la privatisation des entreprises publiques (parfois qualifiées « d'agents sans principaux »⁴⁰) ou de la transmission d'une société patrimoniale d'une génération à l'autre. Le problème consiste à la fois à élargir le réservoir de dirigeants qualifiés et à créer un marché relativement concurrentiel des compétences managériales.

35. Le Livre blanc sur l'Asie souligne ce point.

36. Voir par exemple les chapitres sur le Brésil, le Chili et l'Inde dans Oman (2003).

37. Un nombre considérable de travaux récents se demandant si les pays doivent adopter un système de gouvernance d'entreprise piloté par les banques ou plutôt un système de type anglo-saxon axé sur les fonds propres pourraient en fait traiter d'une fausse dichotomie (voir par exemple Carlin et Mayer, 1999).

38. Voir en particulier le chapitre sur le Chili dans Oman (2003). Voir aussi OCDE (2003a).

39. Voir par exemple Blommestein et Spencer (1993), et Glaeser *et al.* (2000).

40. Voir par exemple le chapitre sur l'Inde dans Oman (2003).

L'expérience de certains pays (comme la Chine) qui ont transformé leurs entreprises publiques en sociétés commerciales met en relief une autre dimension de ce défi, en ce sens que les dirigeants des entreprises publiques transformées en sociétés anonymes ont souvent profité de leur plus grande autonomie pour mal gérer leur entreprise, c'est-à-dire gaspiller ses ressources ou commettre des abus de biens sociaux⁴¹. Des préoccupations légitimes ont ainsi été exprimées dans certains pays quant à la motivation réelle des appels à une plus grande professionnalisation dans la direction des entreprises : ceux-ci pourraient être davantage mus par un désir des dirigeants de gagner en indépendance (et ainsi d'avoir encore moins de comptes à rendre), que par une réelle volonté d'améliorer leurs qualifications professionnelles.

Mise en application des règles

L'importance de l'application des règles soulève deux séries de problèmes cruciaux du point de vue de l'action publique, d'autant que de nombreux pays se sont dotés de lois et de règlements appropriés en matière de gouvernance d'entreprise, mais que ces textes sont malheureusement très peu appliqués⁴². En effet, le problème de l'application des règles est au cœur même de la distinction entre les systèmes de gouvernance fondés sur des règles et les systèmes fondés sur des relations interpersonnelles. Il est aussi au cœur même du concept de gouvernance d'entreprise.

Les deux séries de problèmes dont il faut tenir compte pour améliorer la contribution de la gouvernance d'entreprise à l'économie réelle (question examinée ci-après) et sa contribution au secteur financier, sont les suivants : *i)* comment combiner au mieux les mécanismes de mise en application librement consentie et les mécanismes obligatoires – et où tracer la ligne de démarcation entre ces deux types de mécanismes ; *ii)* comment combiner au mieux les mesures d'exécution judiciaires et les mesures d'exécution réglementaires.

Mécanismes librement consentis versus mécanismes obligatoires

Sur la question des mécanismes d'application librement consentie par opposition aux mécanismes obligatoires, certains pays de l'OCDE (et en particulier le Royaume-Uni) ont trouvé qu'une bonne approche générale est celle qui met l'accent sur la publication d'informations. En termes simples, c'est une approche

41. Voir Lin (2001).

42. Voir OCDE (2003a).

qui prend essentiellement appui sur des mécanismes d'application *librement* consentie et qui incorpore des règles *obligatoires* de publication d'informations clairement définies et assez exigeantes (incluant notamment des informations sur le degré de conformité de l'entreprise à certains codes ou normes spécifiés de publication d'informations financières et non financières, et les raisons pour lesquelles éventuellement elle ne s'y conforme pas : « pliez-vous aux règles ou sinon, expliquez pourquoi »). Cette méthode présente un avantage potentiel important en ce sens qu'elle encourage la transparence en matière de gestion, nécessaire pour garantir la responsabilité des acteurs (*accountability*), tout en permettant aux dirigeants de conserver un maximum de pouvoir discrétionnaire et de flexibilité. Avec la mondialisation et les bouleversements des politiques évoqués plus haut, la flexibilité est devenue aussi importante pour les entreprises des pays DTE que pour celles des pays de l'OCDE afin qu'elles puissent réagir rapidement aux transformations accélérées de leur environnement concurrentiel.

Il n'est pas certain que cette méthode fondée sur la publication d'informations, reposant largement sur l'application volontaire des règles, soit directement transférable dans des pays dont les institutions en général, et les capacités de surveillance par des tiers en particulier, sont relativement faibles. Car la distinction entre mécanismes librement consentis et mécanismes obligatoires n'est pas aussi claire dans la pratique qu'elle pourrait le paraître en théorie. Cela tient principalement au fait que le respect de règles juridiquement contraignantes dépend souvent, dans la pratique, d'importantes capacités du secteur privé en matière de surveillance et de mise en application des règles. Mais cette dépendance ne doit pas être interprétée comme une marque de faiblesse du secteur public, au contraire. En déléguant d'importantes responsabilités en matière de surveillance et de mise en application des règles à des individus et des organisations privés déterminés, puis en les surveillant à leur tour en les tenant pour responsables des résultats dans une mesure raisonnable, les gouvernements et les organes publics de réglementation peuvent souvent gagner en efficacité tout en abaissant sensiblement leurs coûts⁴³.

43. Les règles d'introduction en bourse fournissent un bon exemple : un grand nombre de marchés boursiers ont été créés par des groupes d'agents de change ou d'opérateurs, et restent dirigés et détenus par le secteur privé. Bien qu'on ne saurait nier l'importance pour un pays de disposer d'une autorité publique de régulation du marché boursier (une « commission des opérations de bourse ») en tant qu'organisme autonome de surveillance et d'exécution des règles, il n'en demeure pas moins qu'à elle seule, la menace de retrait de la cotation peut agir comme un puissant incitatif à l'application des règles. Un autre exemple nous est fourni par l'application collective de normes professionnelles, et parfois de codes de déontologie, par les membres de certaines professions clés telles que les comptables et les auditeurs, et dont l'application repose essentiellement sur l'importance des effets de réputation tant au sein de la profession que vis-à-vis de l'extérieur.

Mais s'ils peuvent être utiles, ces mécanismes de surveillance et de mise en application ne constituent pas une panacée. Compte tenu des asymétries d'information dont les dirigeants d'entreprises profitent inévitablement (*en particulier* dans les pays où les structures capitalistiques sont concentrées et les droits des actionnaires minoritaires mal protégés), et compte tenu des difficultés importantes et des coûts intrinsèques engendrés par la surveillance des agissements des dirigeants d'entreprise dans un tel contexte, il est manifeste que l'État a un rôle central à jouer.

Moyens judiciaires versus réglementaires

Pour les gouvernements et les autorités en charge de l'élaboration des politiques, la question fondamentale concerne à l'évidence le rôle des moyens *publics* de mise en application des règles de la gouvernance d'entreprise. Un autre point essentiel est donc la distinction entre les moyens d'exécution judiciaires et réglementaires. A cet égard, les données tirées d'une comparaison entre les expériences de la Pologne, de la Hongrie et de la République tchèque sont particulièrement significatives⁴⁴. L'observation des faits tend à indiquer qu'une approche *réglementaire* relativement centralisée pour l'application du droit boursier – par une commission des opérations boursières disposant d'un budget approprié, suffisamment motivée et indépendante (mais responsable) – est parfois plus efficace que l'utilisation de moyens d'exécution judiciaires.

L'expérience récente met donc en lumière l'utilité que pourrait avoir, pour les économies DTE, une commission des opérations boursières centralisée, indépendante, responsable, dotée d'un budget suffisant, bien motivée et disposant de pouvoirs réglementaires appropriés. Valable pour tous les pays, cette observation l'est particulièrement pour les pays dont les systèmes judiciaires sont déficients, surtout compte tenu du temps nécessaire pour renforcer le système judiciaire d'un pays.

44. Voir aussi Glaeser *et al.* (2000).

Les gouvernements ne doivent toutefois pas considérer le choix entre les moyens réglementaires et judiciaires comme les deux termes d'une alternative. Les deux séries d'institutions (réglementaires et judiciaires) ont l'une et l'autre des points forts potentiels et des points faibles intrinsèques. Les moyens d'exécution judiciaires et réglementaires doivent être considérés – et mis en place – de façon complémentaire.

En effet, dans une perspective de long terme, il y a peu d'institutions plus importantes pour une saine gouvernance fondée sur les règles qu'un système judiciaire qui fonctionne bien. Cela tient en partie au fait que les institutions de gouvernance d'entreprise d'un pays ne se limitent pas, loin de là, au droit boursier et à son application (il suffit de rappeler, par exemple, l'importance de l'exécution des contrats). Une autre raison d'importance capitale tient au risque de « capture » du système de régulation, qui se réalise lorsque des individus et des organisations (comme la commission des opérations de bourse ou d'autres organismes publics de régulation sectorielle) chargés de réguler les comportements des entreprises sur un marché donné sont corrompus ou, d'une façon générale, indûment influencés par un ou plusieurs intervenants sur ce marché⁴⁵. De plus, le risque de capture des organismes de régulation tend à être particulièrement grand précisément dans les pays où il existe de puissants groupes d'intérêts prédateurs – groupes dont les agissements se reflètent aussi souvent dans la faiblesse même du système judiciaire.

L'expérience montre que le renforcement d'un système judiciaire politiquement indépendant peut donc être l'un des problèmes de gouvernance d'entreprise les plus importants et les plus délicats que puissent avoir à traiter les pays DTE⁴⁶. Ce problème est d'autant plus crucial que, dans les pays qui ne sont pas dotés d'un pouvoir judiciaire relativement fort, indépendant et disposant d'un budget approprié, le risque global de capture du système de régulation à l'échelle de l'économie tend à être plus grand également.

Il est donc important pour un pays de mettre en place un système judiciaire fort, compétent, politiquement indépendant et doté d'un budget suffisant s'il veut accroître la contribution de la gouvernance des entreprises à la performance des entreprises.

45. Voir Hellman *et al.* (2000), Kaufmann et Kraay (2002), et Kaufmann (2003).

46. Voir par exemple les chapitres sur le Brésil et l'Inde dans Oman (2003).

Implications pour le secteur réel

Le gaspillage important et la mauvaise allocation des ressources en capital réel humain et physique dans les pays qui souffrent d'une pénurie aiguë de l'un et l'autre constituent un obstacle sérieux au développement ainsi qu'on l'a noté plus haut, de même que la rigidité, souvent combinée à la volatilité, qui résultent de la résistance excessive aux changements indispensables. Il y a aussi des problèmes que l'amélioration de la gouvernance d'entreprise peut grandement contribuer à résoudre, en ce sens qu'elle peut aider à faire régner parmi les dirigeants d'entreprise (qu'il s'agisse de groupes privés ou d'entreprises publiques) une certaine discipline dans la façon dont ils allouent la masse assez considérable de ressources réelles qu'ils contrôlent, et en particulier la façon dont ils les utilisent, les détournent ou les gaspillent.

Toutefois, dans le secteur réel comme dans le secteur financier, les institutions de gouvernance d'entreprise ne peuvent fonctionner seules. Dans le secteur financier les gouvernants doivent veiller à assurer la solidité du système bancaire (et notamment à instaurer de solides procédures de faillites, etc.) et à prendre des mesures pour renforcer la protection des droits des actionnaires minoritaires et autres parties prenantes afin de renforcer la gouvernance d'entreprise en tant que telle. Dans l'économie réelle, les décideurs doivent se préoccuper simultanément de trois séries d'institutions :

- celles de la gouvernance d'entreprise en tant que telle ;
- celles qui régulent la concurrence sur les marchés ;
- les institutions de régulation requises dans certains secteurs déterminés (tels que les télécommunications ou le transport aérien), où souvent de grandes entreprises publiques ont été récemment privatisées.

L'importance des institutions de régulation de la concurrence sur les marchés tient évidemment au fait qu'une concurrence par les prix raisonnablement vigoureuse entre les entreprises peut être un important instrument de discipline pour inciter les dirigeants d'entreprises à allouer et utiliser les ressources de manière efficiente. Le problème de nombreux pays DTE tient précisément à l'ampleur des agissements des groupes d'intérêts prédateurs conduisant à supprimer ou remplacer cette concurrence par les prix. Les initiatives importantes prises récemment pour libéraliser les régimes politiques en matière d'échanges et d'investissement et réduire les réglementations néfastes à la concurrence sont utiles. Mais beaucoup de pays ont sans doute besoin de renforcer ou créer une *agence nationale de la concurrence*, qui prenne des initiatives

et soit dotée d'une autonomie et de ressources suffisantes pour surveiller le bon respect des règles d'une concurrence saine par les prix et, le cas échéant, les faire appliquer. Comme pour la gouvernance d'entreprise, la politique de la concurrence est un élément auquel les décideurs de nombreux pays DTE doivent prêter une plus grande attention⁴⁷.

De même, on ne saurait trop souligner à quel point il est important pour les dirigeants du pays de prêter l'attention qu'il convient à la nécessité d'une *réforme du système de régulation* et à la mise en place d'organes de régulation compétents dans les secteurs qui en ont besoin (en plus du secteur des services financiers)⁴⁸. Le risque de « capture », en particulier en présence de puissants groupes d'intérêts prédateurs, rend l'action dans ces domaines encore plus importante⁴⁹.

Pour l'autorité chargée de la concurrence comme pour les instances de régulation sectorielles, un défi capital qui se pose consiste à établir un bon équilibre entre, d'une part, l'*indépendance* opérationnelle dont chacun a besoin (en particulier pour échapper aux pressions à court terme mais souvent intenses qu'exercent la puissance publique, mais aussi les producteurs, les consommateurs, les institutions financières, les salariés et d'autres acteurs potentiellement puissants intervenant sur le marché considéré), et, d'autre part, le degré élevé de *responsabilité* institutionnelle que chacun doit accepter. Les parties auxquelles il faut rendre des comptes peuvent inclure l'autorité publique qui a créé l'organisme, les membres du corps législatif qui élaborent les textes de loi régissant l'organisme, et le pouvoir judiciaire qui fait appliquer cette législation (et qui dans les pays de *common law* peut aussi collaborer à l'élaboration de la législation). Elles peuvent

47. Voir aussi Oman (1996b).

48. Confrontés aux déficiences ou au sous-développement de leurs capacités de régulation, beaucoup de gouvernements qui entreprennent de privatiser (en partie) les entreprises publiques, en particulier dans les secteurs considérés comme des monopoles naturels ou, de manière générale, comme ayant une importance « stratégique » nationale, conservent une « action privilégiée » dans ces entreprises pour permettre à l'État de conserver un droit de regard sur la gestion de ces entités. Mais, dans la pratique, cette approche a souvent permis à l'État ou aux dirigeants de ces entreprises de léser grandement les actionnaires minoritaires et d'autres investisseurs. C'est pourquoi l'OCDE (2003a) note que la définition du rôle de l'État dans la gouvernance des entreprises qualifiées de « stratégiques » (et l'on pourrait ajouter la définition de ce qui constitue une entreprise « stratégique ») demeure « un défi permanent » pour les gouvernants de nombreux pays DTE.

49. Voir aussi Kaufmann (2003), Kaufmann et Kraay (2002), et Helmann *et al.* (2000).

aussi inclure les consommateurs, l'industrie et d'autres contribuables ou citoyens intéressés – étant donné qu'ils constituent collectivement l'entité politique dans laquelle réside, en dernière instance, toute autorité de régulation publique.

Pour établir cet équilibre entre indépendance et responsabilité, un degré élevé de *transparence* opérationnelle est indispensable. Cette transparence permet à la fois à un pays d'attirer les investisseurs (en particulier les investisseurs « patients », qui ont en général besoin d'être assurés qu'un pays est déterminé à maintenir une relative *stabilité* réglementaire sur le long terme) et d'obtenir plus facilement le degré nécessaire de *flexibilité* réglementaire (flexibilité indispensable pour permettre à l'entreprise de s'adapter en cas de changement important du cadre technologique, par exemple) dans l'économie réelle⁵⁰. L'un et l'autre sont d'une importance cruciale pour dégager des gains de productivité durables dans l'économie réelle.

C'est de la dynamique de l'interaction entre ces trois séries d'institutions (celle de la gouvernance d'entreprise, de la concurrence sur les marchés, et de la régulation de secteurs spécifiques) que dépendra la réussite ou l'échec de nombreux pays à échapper au cercle vicieux évoqué plus haut – autrement dit, leur aptitude à échapper à une situation où les jeux à somme négative de rivalité stratégique au sein de puissants groupes d'intérêts prédateurs et entre eux, conduit trop souvent à supprimer toute saine concurrence par les prix entre les entreprises. Il faut que ces pays instaurent un environnement tel que, si les jeux à somme négative ne sont pas supprimés, ils ne soient plus en mesure de réduire à néant les avantages d'une saine concurrence par les prix. Ce n'est que de cette manière qu'ils peuvent espérer obtenir des gains de productivité raisonnablement durables, qui sont la clé du développement à long terme.

Gouvernance politique

La force de résistance aux nombreux changements nécessaires pour améliorer sensiblement la gouvernance d'entreprise s'exerce souvent avec le plus d'intensité (même lorsque les dirigeants d'entreprise reconnaissent du bout des lèvres la nécessité d'une meilleure gouvernance d'entreprise) à travers des systèmes de gouvernance *politique* fondés sur des relations interpersonnelles clientélistes. L'affaiblissement relatif ou l'effondrement de ces systèmes au cours des dernières années, notamment visible dans la capacité fortement réduite des sources de financement contrôlées par l'État (telles que les banques nationales

50. Voir Córdova-Novion et Hanlon (2002).

de développement) à financer l'investissement des entreprises, peut donc être considéré comme une « fenêtre d'opportunité » pour entreprendre les réformes nécessaires, tant pour les institutions de gouvernance politique que de gouvernance d'entreprise. En effet, dans tous les pays, il est rare que l'on puisse éliminer les jeux à somme négative sans s'intéresser de près aux institutions de gouvernance politique.

L'interaction étroite entre les institutions de gouvernance politique et de gouvernance d'entreprise transparaît clairement dans trois domaines :

- les rôles centraux que jouent les principaux organes législatifs, réglementaires et judiciaires dans la création et l'évolution d'un grand nombre d'institutions clés de gouvernance d'entreprise (cf. annexe 1) ;
- l'importance du pouvoir que les groupes d'intérêts prédateurs exercent à la fois dans la sphère économique et la sphère politique d'un pays ;
- l'importance du problème de l'application des lois et règlements.

Il est donc pratiquement impossible de passer à un système de gouvernance essentiellement fondé sur les règles dans l'une de ces séries d'institutions sans en faire autant dans les autres⁵¹. Elles sont finalement inséparables.

Les réflexions sur la nature d'une bonne gouvernance politique développées il y a quelque trois siècles, notamment par Locke et Montesquieu, paraissent donc retrouver une actualité particulière aujourd'hui. Ces réflexions mettent en relief l'importance qu'il y a d'établir une séparation claire et effective des pouvoirs et des responsabilités entre les *trois* branches de l'État – un parlement représentatif doté d'un pouvoir de surveillance, un pouvoir exécutif compétent et responsable (incluant son administration publique), et un système judiciaire équitable et indépendant – et font ressortir la nécessité de disposer d'un système efficace de poids et contrepoids entre ces différentes branches. Ces principes constituent le véritable fondement conceptuel d'un système de gouvernance politique fondé sur des règles.

51. Voir aussi Kuchta-Helbling (2003) et Sullivan (2002).

Tout aussi importante (mais souvent ignorée) est la nécessité fondamentale d'assurer une séparation effective entre intérêts privés et publics⁵². Dans le même ordre d'idées, il est également indispensable de séparer effectivement les pouvoirs et les responsabilités entre un secteur des entreprises puissant, capable de générer des gains de productivité soutenus d'un côté, et de l'autre côté, de solides institutions de gouvernance politique fondées sur des règles incluant des droits de propriété bien définis⁵³.

Comme le montre l'expérience récente des économies en transition où l'économie de marché et l'entreprise privée sont maintenant relativement bien établies, mais où les progrès accomplis au plan de la démocratie restent plus inégaux, la concurrence politique et la perspective d'une intégration institutionnelle internationale plus grande (notamment parmi les candidats à l'accession à l'Union européenne) sont importantes pour poursuivre le renforcement des institutions domestiques et les réformes de la transition dans leur ensemble.

En fin de compte, une bonne gouvernance d'entreprise nécessite une bonne gouvernance politique et *vice-versa*. Le développement à long terme exige l'un et l'autre. Les décideurs doivent prêter une grande attention aux incitations et aux moyens qu'il est possible de mobiliser pour assurer une saine gouvernance politique, faute de quoi les efforts déployés pour améliorer la gouvernance d'entreprise pourront se révéler vains.

52. Voir aussi CIPE (2002).

53. Les droits de propriété incluent bien sûr la propriété des actions, et les systèmes incertains d'enregistrement des actions qui se traduisent en fait par des vols d'actions (diffusées parmi les investisseurs étrangers et locaux) représentent un problème sérieux dans certaines économies en transition (voir aussi OCDE, 2003a). Les irrégularités dans l'enregistrement des actions peuvent aussi être utilisées par les dirigeants d'entreprise, dans les sociétés non cotées comme dans les sociétés cotées, pour pérenniser des structures de contrôle opaques qui facilitent les abus de biens sociaux et les transactions abusives avec des parties liées, qui ne peuvent être décelées (par les instances de régulation et par d'autres investisseurs) que si l'information sur les transactions de l'entreprise peut être rapprochée de l'information sur la propriété ultime des parties en cause. Pour ces deux raisons, les pays doivent tenir des registres des transactions sur titres indépendants et fiables (voir aussi CIPE, 2002).

Conclusion

La gouvernance d'entreprise a un rôle capital à jouer dans les pays aujourd'hui en développement ou en transition et les économies de marché émergentes (DTE) – rôle qui n'est souvent pas bien compris. Dans les pays pauvres comme dans les pays à revenu intermédiaire, dans les pays où seules les actions d'un très petit nombre d'entreprises sont largement négociées comme dans ceux aux marchés boursiers plus actifs, cette importance tient au rôle central que joue aujourd'hui la gouvernance d'entreprise dans la qualité de *l'ensemble* des institutions de gouvernance d'un pays. Et cela, parce qu'il est important pour leur développement à long terme de réussir à passer d'un système de gouvernance fondé pour l'essentiel sur des relations interpersonnelles à un système effectivement fondé sur des règles.

L'un des rôles fondamentaux de la gouvernance d'entreprise, qui lui est très largement compris, est d'aider à accroître, en en réduisant le coût, les flux de capitaux financiers dont les entreprises ont besoin pour financer leurs investissements dans des actifs réels, qu'il s'agisse d'actifs humains, technologiques ou matériels. Cette fonction de la gouvernance des entreprises a considérablement gagné en importance dans les économies DTE au cours des dernières années, et elle continuera sans doute puisque les besoins de financements externes des entreprises de ces pays augmentent précisément à un moment où les sources traditionnelles de financement diminuent fortement ou se tarissent.

La forte croissance des flux internationaux d'investissements de portefeuille en actions, notamment de la part d'investisseurs institutionnels basés dans la zone de l'OCDE, mais aussi des flux internationaux d'investissements directs étrangers (IDE)⁵⁴, indique que l'amélioration de la gouvernance d'entreprise dans les pays DTE pourrait être un élément de stabilité pour les marchés financiers internationaux. Les avantages potentiels de cette stabilité sont substantiels tant pour les pays d'accueil que pour les économies sources.

54. Les prises de participation équivalent en fait à des investissements directs dans les pays en transition où opère la BERD étant donné que les investissements internationaux de portefeuille en actions restent pratiquement insignifiants dans ces pays. Mais il convient de souligner qu'une saine gouvernance d'entreprise peut constituer un facteur d'attraction pour les IDE comme pour les investissements de portefeuille dans ces pays et dans d'autres pays DTE, parce que certains investisseurs stratégiques cherchent à détenir une majorité de parts, mais pas nécessairement la totalité du capital des entreprises dans lesquelles ils investissent. Un pays qui peut attirer des investissements de portefeuilles en actions pourra donc intéresser aussi bien certains investisseurs stratégiques.

Ce qui est moins bien perçu, c'est la contribution que peut apporter un système de gouvernance d'entreprise plus solide à l'accroissement de la liquidité dans l'économie d'un pays considérée globalement. Cette contribution peut être très importante aussi bien pour les petites et moyennes entreprises que pour les grandes – et donc pour le développement économique de nombreux pays.

Ce qui est encore moins bien perçu, mais qui est tout aussi important, sinon plus, ce sont les bénéfices potentiels d'une amélioration de la gouvernance d'entreprise en termes de gains de productivité à long terme dans l'économie réelle des pays DTE. Dans un grand nombre de ces pays, la volatilité, ajoutée aux rigidités excessives et à l'énorme gaspillage des ressources d'investissement dans le secteur réel, qu'il s'agisse du capital humain ou du capital matériel, sont imputables aux agissements de groupes d'intérêts prédateurs. Ces agissements, qui prennent la forme d'abus de biens sociaux et de comportement de recherche de rentes de la part des dirigeants d'entreprise dans le contexte de systèmes de gouvernance locale fondés sur des relations clientélistes, représente trop souvent un sérieux obstacle à l'augmentation de la productivité. L'amélioration de la gouvernance d'entreprise peut jouer un rôle important en aidant à limiter ce genre de comportements et par là à lever un obstacle majeur à l'accroissement durable des gains de productivité dans un grand nombre de pays.

L'amélioration de la gouvernance d'entreprise ne saurait toutefois être une panacée. Dans le secteur financier, il importe aussi de prêter une grande attention aux mesures destinées à renforcer le secteur bancaire et les institutions financières du pays en général. Dans le secteur réel, il faut aussi veiller attentivement à la politique de la concurrence et aux réformes à engager dans la régulation de secteurs déterminés. Cette vigilance est importante pour l'ensemble des économies DTE.

Les forces qui œuvrent en faveur d'une amélioration de la gouvernance d'entreprise se trouvent aussi bien du côté de la demande que de l'offre d'investissements de portefeuille en actions. Du côté de la demande, on trouve des entreprises dont les besoins de financements extérieurs augmentent alors que leurs sources traditionnelles de financement se tarissent ; dans certains cas s'y ajoutent aussi les gouvernements qui contrôlent ces sources traditionnelles de financement. Du côté de l'offre, on trouve les grands investisseurs institutionnels, et notamment les fonds de pensions et d'autres investisseurs à long terme basés dans les pays de l'OCDE, mais également de plus en plus dans les pays DTE. Il faut aussi espérer que les efforts de la BERD et de l'OCDE auront fourni une contribution positive.

Parmi les forces qui opposent une forte résistance à l'amélioration de la gouvernance d'entreprise (et qui peuvent toutefois reconnaître le besoin de réformes du bout des lèvres), on trouve de nombreux actionnaires majoritaires et d'autres dirigeants d'entreprise, administrant aussi bien des entreprises privées que des entreprises publiques, qui font souvent partie de groupes d'intérêts prédateurs solidement implantés. L'extension de pratiques telles que les participations croisées, les catégories d'actions multiples et surtout les structures capitalistiques pyramidales afin de générer des rentes de contrôle sur les entreprises est aussi un problème particulièrement épineux.

Le poids des groupes d'intérêts prédateurs dans les pays DTE, en tant qu'obstacles au développement et à l'amélioration de la gouvernance d'entreprise, et le risque accru de capture des instances de régulation dans des pays dotés d'un système de gouvernance fondée sur les relations interpersonnelles clientélistes, ne fait que renforcer le constat qu'une bonne gouvernance d'entreprise exige une bonne gouvernance politique, et inversement. Le développement exige que les règles de droit l'emportent progressivement sur les règles interpersonnelles tant dans les institutions de gouvernance d'entreprise que de gouvernance politique.

Annexe I

Institutions et acteurs de la gouvernance d'entreprise
liste indicative

Les institutions de la gouvernance d'entreprise comprennent les règles formelles et informelles (ces dernières incluant notamment les pratiques et l'éthique communes des affaires, généralement non écrites⁵⁵) établies entre les acteurs privés ou fixées par l'État ou d'autres autorités publiques. Le lecteur trouvera ci-après la liste indicative, hypothétique des institutions et des principaux acteurs de la gouvernance d'entreprise :

♦ **Le droit des sociétés**, en particulier les textes de lois qui : *i*) confèrent aux entreprises la personnalité juridique et reconnaissent donc leur existence en tant que « personnes » morales distinctes de leurs actionnaires, *ii*) encadrent l'écriture des statuts de la société, *iii*) limitent la responsabilité des actionnaires à la valeur du capital qu'ils détiennent dans la société.

♦ **Le droit boursier**, qui autorise et régleme l'émission et les transactions sur les actions et les titres de créances (et notamment les textes de lois relatifs aux responsabilités et obligations des *émetteurs* de titres et des *intermédiaires* de marché, tels que les courtiers et les maisons de courtage, les cabinets d'expertise comptable et les conseillers en investissement).

55. Il convient de noter en outre que, lorsqu'une ou plusieurs institutions formelles sont incompatibles avec une ou plusieurs institutions informelles ou contredisent d'une manière ou d'une autre ces institutions (lorsque, pour reprendre les termes de North, il existe « une tension » entre institutions formelles et informelles), les institutions *informelles* tendent à l'emporter sur les institutions formelles dans la régulation des comportements individuels (North, 1990).

◆ Un organisme gouvernemental (la « **commission des opérations de bourse** »), qui dispose du pouvoir légal et des ressources matérielles et humaines nécessaires pour réguler l'émission et les transactions sur titres, et qui est en particulier doté des moyens nécessaires pour *surveiller* les intervenants et *faire respecter* le droit boursier.

◆ **Les conditions d'introduction en bourse**, autrement dit les conditions que les entreprises doivent remplir pour inscrire leurs actions en bourse et les négocier sur un marché donné (organisme réglementé par la commission des opérations de bourse, souvent géré et détenu par des agents privés) ; c'est au marché lui-même, ou conjointement avec la commission des opérations de bourse, qu'il appartient de s'assurer que ces conditions sont bien respectées.

◆ Un **système judiciaire** jouissant d'une autonomie politique et doté de pouvoirs d'investigation et judiciaires suffisants ainsi que des ressources nécessaires pour rendre des jugements impartiaux, informés, et les faire appliquer sans retard excessif.

◆ **Les associations professionnelles** ou « guildes » (telles que celles qui regroupent les comptables, les courtiers ou les groupements d'administrateurs), qui contribuent – par exemple, par l'admission d'un membre en leur sein ou l'attribution d'une licence, le partage de l'information, la pression exercée par les pairs – à définir et à garantir le respect de normes de bonne conduite professionnelle dans leurs domaines respectifs.

◆ **Les groupements d'entreprises** et les chambres de commerce qui, de la même manière, utilisent des moyens formels et informels pour influencer sur le jugement et le comportement de leurs membres en matière de pratiques des affaires acceptables.

◆ D'autres **organismes privés et publics de surveillance** du comportement des entreprises et des opérateurs sur le marché boursier (notamment les *fonds de pension* et les autres *investisseurs institutionnels*, les *agences de notation*, les *média financiers*).

Outre ces institutions et acteurs de gouvernance d'entreprise (y compris les organes qui promulguent les textes de lois pertinents), deux grandes catégories de lois, réglementations, d'autres règles formelles et informelles, et de pratiques généralement admises, sont également importantes : les institutions et acteurs en charge de la *surveillance* et du *contrôle* d'une part, en charge de la *publication* de l'information et de la *transparence* des entreprises d'autre part.

Surveillance et contrôle :

Les droits et les procédures de vote des actionnaires (en particulier ceux qui sont importants pour la protection des droits des actionnaires *minoritaires* vis-à-vis des actionnaires majoritaires et des dirigeants de l'entreprise, tels que la possibilité de *cumul des droits de vote* et d'autres droits dits « anti-administrateurs »⁵⁶).

◆ **Les droits, pouvoirs et obligations des administrateurs de l'entreprise** (le conseil d'administration et les administrateurs considérés individuellement ; en particulier la définition de ce qu'est un administrateur « indépendant » et les règles qui régissent la composition du Conseil d'administration et la constitution de commissions d'audit du Conseil d'administration, la nomination des administrateurs, leur rémunération ainsi que celle des dirigeants exécutifs).

56. L'expression « droit anti-administrateurs » est utilisée par La Porta *et al.* (1998b) au sujet de six droits fondamentaux des actionnaires, qui sont : le droit *d'envoyer par courrier* leur vote par procuration à l'entreprise ; de participer à l'assemblée générale des actionnaires sans avoir préalablement déposé leurs actions auprès de la société ; de bénéficier du cumul des droits de vote ou d'une représentation proportionnelle des actionnaires minoritaires au Conseil d'administration ; de disposer d'un mécanisme pour les minorités opprimées ; de tenir une assemblée extraordinaire si elle est convoquée par des actionnaires à partir d'un seuil minimal requis ne dépassant pas 10 % du capital ; de préempter de nouvelles émissions, droit qui ne peut être retiré que par un vote des actionnaires.

♦ **L'interdiction** faite aux dirigeants d'entreprise d'effectuer **des opérations dans leur intérêt personnel, au détriment de l'intérêt social** (que ces opérations prennent la forme de transactions avec des parties liées⁵⁷ ou de siphonage de fonds à des fins privées⁵⁸, ou encore de délits d'initiés⁵⁹).

♦ **Les règles relatives aux offres d'actions** (notamment pour protéger les petits actionnaires lors d'opérations de fusions, acquisitions ou de privatisations)⁶⁰.

♦ **La possibilité d'un recours judiciaire** des actionnaires contre les dirigeants et les administrateurs de l'entreprise (actions en justice dérivées, assignation collective en justice⁶¹).

♦ Le fonctionnement des **marchés des prises de contrôle**⁶².

57. « Les transactions avec des parties liées » sont réalisées entre une entreprise et une ou plusieurs autres entreprises ou une ou plusieurs personnes extérieures à l'entreprise, avec lesquelles un ou plusieurs dirigeants ont un lien personnel (souvent familial). Ces transactions sont très souvent utilisées pour les opérations à des fins d'intérêt personnel (voir note 18) bien que toutes les transactions avec des parties liées n'impliquent pas de telles opérations.

58. Le siphonage est une opération de détournement des fonds réalisée en vue de bénéfices personnels qui intervient dans le cadre de structures pyramidales du capital, lorsque les actionnaires majoritaires transfèrent des ressources des sociétés dans lesquelles ils ont des droits peu importants sur les flux de trésorerie (voir note 13) vers des sociétés où ces droits sont plus importants ; cette opération s'apparente à un abus de biens sociaux (*asset stripping*). Voir Johnson *et al.* (2000).

59. Il y a délit d'initiés lorsque les dirigeants de l'entreprise ou d'autres acteurs ont un accès privilégié à des informations qui peuvent influencer de façon notable sur la valeur des actions d'une société et qu'ils utilisent ces informations avant qu'elles ne soient rendues publiques pour réaliser des profits en échangeant des actions de la société avant les autres intervenants du marché.

60. Les droits de préemption sur les nouvelles émissions, inclus dans les droits « anti-administrateurs » cités dans la note 56 sont particulièrement importants ; au Brésil, ils sont parfois appelés « droits de s'aligner ».

61. Les actions en justice dérivées permettent aux actionnaires de poursuivre les administrateurs au nom de la société elle-même ; les assignations collectives permettent à des individus d'intenter une action au nom de tout un groupe d'individus (les actionnaires d'une société donnée, par exemple).

62. Voir aussi Leechor (1999).

◆ **La publication**, d'une façon claire et en temps voulu, de données telles que celles qui concernent les comptes financiers (comptes par secteur d'activité et comptes consolidés, niveau et moyens de rémunération des administrateurs et des dirigeants) ; les transactions effectuées par les dirigeants de l'entreprise avec des parties liées ; la conformité à des dispositions spécifiques des codes de gouvernance d'entreprise, d'autres codes pertinents, de la législation et de la réglementation, et aux valeurs et objectifs auxquels l'entreprise déclare adhérer.

◆ **L'audit externe** (en particulier les modalités de sélection de l'auditeur).

◆ L'analyse et l'évaluation indépendantes (« **par un tiers** ») des perspectives de l'entreprise (par les courtiers ou les spécialistes de l'évaluation du risque, par exemple).

◆ Le fonctionnement des **marchés des dirigeants professionnels**, et des **marchés du travail**.

Publication d'information et transparence

◆ **Les normes de comptabilité financière**, et la façon dont ces normes sont établies.

Annexe 2

Principes directeurs de la BERD pour de bonnes pratiques dans les affaires et les entreprises

L'objet des Principes directeurs est d'aider les entreprises des économies en transition à bien piloter leur évolution à long terme. Pour cela, il faut que l'entreprise puisse s'appuyer sur une stratégie rationnelle, des dirigeants compétents, des actifs de qualité et un marché prometteur. Il faut aussi qu'elle entretienne de bonnes relations avec les six principaux acteurs dont elle dépend : les clients, les actionnaires, les employés, les fournisseurs, la communauté dans laquelle elle opère, ainsi que l'État et les autorités locales. Les Principes directeurs définissent un ensemble de normes générales pour les relations avec chacun de ses six acteurs, ainsi que pour tout un ensemble de contre-pouvoirs appropriés, fondés sur les principes de publication des informations, d'obligation de rendre des comptes pour les dirigeants d'entreprise, de séparation des responsabilités, et de contrôles internes efficaces.

Les Principes directeurs s'adressent aux entreprises des économies où les systèmes juridiques et budgétaires sont en mutation et où un consensus n'existe pas nécessairement encore – ou peut différer grandement d'un pays à l'autre, ou changer rapidement, même dans un pays donné – au sujet des normes des affaires susceptibles d'être mises en application immédiatement. Ils sont conçus pour être généralement applicables, mais doivent de toute évidence être adaptés en fonction de chaque pays et de chaque entreprise pour tenir compte des lois et règlements en vigueur et d'autres circonstances particulières (telles que la taille de l'entreprise). Les principes directeurs ont pour but d'aider les entreprises à bien comprendre les normes qu'elles devraient s'efforcer d'appliquer, et l'importance qu'il y a pour elles de s'engager à les atteindre.

Voir : <http://www.ebrd.com/pubs/index.htm> cliquer sur « Sound Business Standards »

Les principes de l'OCDE relatifs au gouvernement d'entreprise

L'OCDE a défini ses Principes en 1999, sur la base d'un consensus entre tous les pays membres de l'OCDE, à la suite d'un dialogue approfondi avec un large éventail de parties prenantes. Les Principes mettent l'accent sur cinq questions : les droits des actionnaires ; le traitement équitable des actionnaires et notamment des actionnaires minoritaires ; le rôle des parties prenantes, et en particulier des salariés de l'entreprise ; la publication des informations et la transparence ; et les responsabilités des dirigeants et du conseil d'administration de l'entreprise.

Comme le Forum de stabilité financière utilise les Principes pour en faire l'une de ses 12 normes de base, le FMI et la Banque mondiale ont décidé de les retenir pour leurs rapports sur l'évaluation des normes et des codes *review of standards and codes* (ROSC). Le Comité des marchés émergents de l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières (*The Emerging Markets Committee of the International Organisation for Governmental Securities Commissions* — OICV-IOSCO) a lui aussi souscrit aux Principes.

Les Principes ont proposé un cadre de référence conceptuel pour les cinq Tables rondes régionales sur la gouvernance d'entreprise organisées conjointement avec le Groupe de la Banque mondiale, et qui rassemblent des dirigeants, des régulateurs et des intervenants de marché provenant des régions suivantes : Asie, Russie, Amérique latine, Eurasie et Europe du Sud-Est. Sauf pour l'Eurasie, toutes les tables rondes ont produit un Livre blanc qui définit les priorités de politique générale des pays (voir OCDE, 2003a). Les Tables rondes ont permis d'appuyer un certain nombre de réformes juridiques et institutionnelles importantes dans plusieurs pays, processus qui se poursuivra avec l'élargissement de la diffusion des Livres blancs et les efforts déployés par les participants pour appliquer les principales recommandations pratiques.

Les Principes font actuellement l'objet d'un examen par les pays de l'OCDE en consultation avec la société civile et les pays non membres.

Voir : <http://www.oecd.org/DAF/corporate-affairs/>

Bibliographie

- BANQUE EUROPÉENNE POUR LA RECONSTRUCTION ET LE DÉVELOPPEMENT (publication annuelle), *Transition Report*, BERD, Londres.
- BEBCHUK, L., R. KRAAKMAN ET G. TRIANTIS (1999), "Stock Pyramids, Cross-ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights", NBER Working Paper No. 6951, février.
- BERTHÉLEMY, J.-C. (2002), « Clubs de convergence et pièges du sous-développement », in J. BRAGA DE MACEDO, C. FOY ET C. OMAN (dir. pub.), *Retour sur le développement*, Études du Centre de Développement, OCDE, Paris.
- BLOMMESTEIN, H. ET M. SPENCER (1993), "The Role of Financial Institutions in the Transformation to a Market Economy", IMF Working Paper WP/93/75, Washington, D.C.
- CARLIN, W. ET C. MAYER (1999), "Finance, Investment and Growth", CEPR Discussion Paper No. 2233.
- CIPE (Center for International Private Enterprise) (2002), *Instituting Corporate Governance in Developing, Emerging and Transitional Economies: A Handbook*, CIPE, Washington, D.C.
- CÓRDOVA-NOVION, C. ET D. HANLON (2002), "Regulatory Governance: Improving the Institutional Basis for Sectoral Regulators", *OECD Journal of Budgeting*, Vol. 2, No. 3.
- DYCK, A. ET L. ZINGALES (2002), "The Private Benefits of Control: An International Comparison", NBER Working Paper No. 8711, janvier.
- FREMOND, O. ET M. CAPAUL (2002), "The State of Corporate Governance: Experience from Country Assessments", World Bank Policy Research Working Paper 2858, juin.
- GLAESER, E., S. JOHNSON ET A. SHLEIFER (2000), "Coase v. the Coasians", Harvard University et MIT, ronéo.
- HELMANN, J., G. JONES, D. KAUFMANN ET M. SCHANKERMAN (2000), "Measuring Governance and State Capture: The Role of Bureaucrats and Firms in Shaping the Business Environment", EBRD Working Paper No. 51, BERD, juin.
- JOHNSON, S., R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES ET A. SHLEIFER (2000), "Tunneling", *American Economic Review*, 90.

- KAUFMANN, D. (2003), “Rethinking Governance: Empirical Lessons Challenge Orthodoxy”, document de travail, Institut de la Banque mondiale, mars.
- KAUFMANN, D. ET A. KRAAY (2002), “Growth Without Governance”, *Economia*, Vol. 3, No. 1, pp. 169-229.
- KUCHTA-HELBLING, C. (2003), “Democratic Governance: The Linchpin of Political and Economic Reform”, projet de document de travail, Center for International Private Enterprise, avril.
- LA PORTA, R., F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER ET R. VISHNY (1998a), “Corporate Ownership Around the World”, NBER Working Paper No. 6625, octobre.
- LA PORTA, R., F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER ET R. VISHNY (1998b), “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, 106.
- LEECHOR, C. (1999), “Reviving the Market for Corporate Control”, *Private Sector*, Note No. 191, Groupe de la Banque mondiale, Washington, D.C., septembre.
- LEVINE, R. ET S. ZERVOS (1998), “Stock Markets, Banks, and Economic Growth”, *American Economic Review*, 88.
- LIN, C. (2001), “Private Vices in Public Places: Challenges in Corporate Governance Development in China”, Centre de Développement de l'OCDE, Paris (cf. www.oecd.org/dev).
- LORIAUX, M. (dir. pub.) (1997), *Capital Ungoverned: Liberalizing Finance in Interventionist States*, Cornell University Press, Ithaca et Londres.
- MALHERBE, S. (2003), “Pension Funds as Institutions of Governance: Harnessing domestic institutional investors in emerging markets and developing countries to turn corporate governance codes into conduct”, Centre de Développement de l'OCDE, ronéo.
- MEISEL, N. (2003), *Culture de gouvernance et développement: les enseignements de l'expérience française pour les pays en développement et les économies émergentes*, Centre de Développement de l'OCDE, ronéo.
- MYERS, S. ET N. MAJLUF (1984), “Corporate Finance and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13.
- NORTH, D. (1990), *Institutions, Institutional Change, and Economic Performance*, Cambridge University Press, Cambridge.
- OCDE (2003a), *Experiences from the Regional Corporate Governance Roundtables*, OCDE, Paris.
- OCDE (2003b), *Survey of Corporate Governance Developments in OECD Countries*, OCDE, Paris.
- OLSON, M. (1982), *The Rise and Decline of Nations: Economic Growth, Stagflation, and Social Rigidities*, Yale University Press, New Haven.
- OMAN, C. (1996a), *Les défis politiques de la globalisation et de la régionalisation*, Cahier de politique économique n° 11, Centre de Développement de l'OCDE, Paris.

- OMAN, C. (1996b), "The Contribution of Competition Policy to Economic Development", in OECD, *Competition Policy: 1994 Workshop with the Dynamic Non-Member Economies*, OCDE, Paris.
- OMAN, C. (2000), "The Business Model of the New Economy", *Economic Reform Today*,
- OMAN, C., (dir. pub.) (2003), *Corporate Governance in Development: The Experiences of Brazil, Chile, India and South Africa*, Center for International Private Enterprise (CIPE) et Centre de Développement de l'OCDE, Washington, D.C. et Paris.
- POMFRET, R. (2003), *Central Asia Since 1991 – The Experience of the Newly Independent States*, Technical Paper No. 212, Centre de Développement de l'OCDE, Paris.
- QUEISSER, M. (1999), *La réforme des fonds de pension : leçons d'Amérique latine*, Cahier de politique économique n° 15, Centre de Développement de l'OCDE, Paris.
- RAJAN, R. ET L. ZINGALES (1998a), "Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis", *Journal of Applied Corporate Finance*, octobre.
- RAJAN, R. ET L. ZINGALES (1998b), "Financial Dependence and Growth", *American Economic Review*, 88.
- REISEN, H. (2003), "Prospects for Emerging-Market Flows Amid Investor Concerns About Corporate Governance", in P. CORNELIUS ET B. KOGUT (dir. pub.), *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*, Oxford University Press, New York.
- SHLEIFER, A. ET R. VISHNY (1997), "A Survey of Corporate Governance", *The Journal of Finance*, juin.
- SULLIVAN, J. (2002), "Building Democratic Governance and Market Reforms: Experiences of the Center for International Private Enterprise", allocution prononcée lors de la Conférence on Post Cold War Initiative for Peace Building and Democracy, Tokyo, 13-14 novembre (disponible sur <http://www.cipe.org/>).
- THILLAINATHAN, R., S. KANDIAH ET R. NATHAN (2004), *Corporate Governance and Corporate Finance in Malaysia*, Centre de Développement de l'OCDE et Institute for Southeast Asian Studies, Paris et Singapour, à paraître.

Autres titres dans la série

Ajustement et équité (N° 1)

par Christian Morrisson, janvier 1992

La Gestion de l'environnement dans les pays en développement (N° 2)

par David Turnham, avec Leif E. Christoffersen et J. Tomas Hexner, avril 1992

La Privatisation dans les pays en développement : réflexions sur une panacée (N° 3)

par Olivier Bouin, avril 1992

Vers la liberté des mouvements de capitaux (N° 4)

par Bernhard Fischer et Helmut Reisen, avril 1992

La Libéralisation des échanges : quel enjeu ? (N° 5)

par Ian Goldin et Dominique van der Mensbrugge, juin 1992

Vers un développement durable en Afrique rurale (N° 6)

par David O'Connor et David Turnham, janvier 1993

Création d'emploi et stratégie de développement (N° 7)

par David Turnham, juillet 1993

Les Dividendes du désarmement : défis pour la politique de développement (N° 8)

par Jean-Claude Berthélemy, Robert S. McNamara et Somnath Sen, avril 1994

Réorienter les fonds de retraite vers les marchés émergents (N° 9)

par Bernhard Fischer et Helmut Reisen, janvier 1995

Quel cadre institutionnel pour le secteur informel ? (N° 10)

par Christian Morrisson, octobre 1995

Les Défis politiques de la globalisation et de la régionalisation (N° 11)

par Charles Oman, juin 1996

Quelles politiques pour un décollage économique ? (N° 12)

par Jean-Claude Berthélemy et Aristomène Varoudakis, septembre 1996

La faisabilité politique de l'ajustement (N° 13)

par Christian Morrisson, octobre 1996

Politiques de biotechnologie pour l'agriculture des pays en développement (N° 14)

par Carliene Brenner, avril 1997

La réforme des fonds de pension : leçons d'Amérique latine (N° 15)

par Monika Queisser, janvier 1999

Au lendemain de la crise asiatique : comment gérer les flux de capitaux ? (N° 16)

par Helmut Reisen, janvier 1999

Gouvernance participative : le chaînon manquant dans la lutte contre la pauvreté (N° 17)

par Hartmut Schneider, avril 1999

La libéralisation multilatérale des droits de douane et les pays en développement (N° 18)

par Sébastien Dessus, Kiichiro Fukasaku et Raed Safadi, septembre 1999

Gouvernance d'entreprise dans les pays en développement, en transition et les économies émergentes

Éducation, santé et réduction de la pauvreté (N° 19)

par Christian Morrisson, octobre 2001.

Le nouveau régionalisme en Afrique subsaharienne : l'arbre cache-t-il une forêt ? (N° 20)

par Andrea Goldstein, mars 2002

Au-delà de Johannesburg : politiques économiques et financières pour un développement respectueux du climat (N° 21)

par Georg Caspary et David O'Connor, août 2002.

Renforcer la participation à la gestion des dépenses publiques : recommandations à l'intention des principaux acteurs (N° 22)

par Jeremy Heimans, décembre 2002.