

Des avancées notables dans la gouvernance d'entreprise

L'actualisation des recommandations relatives au gouvernement d'entreprise a permis de préciser plusieurs dispositions et d'améliorer les relations entre les entreprises et les gestionnaires. Toutefois, aux yeux des gérants, certaines résolutions manquent de consistance et des points de divergence demeurent.

■ La gestion en France, représentée par l'AFG, vient de procéder à la réactualisation de ses recommandations sur le gouvernement d'entreprise. Les deux années qui se sont écoulées entre la précédente et la dernière révision (en 2001) de ce texte ont été lourdes en ce qui concerne la vie des marchés d'actions car elles ont été marquées par de fortes chutes des cours et les nombreux scandales touchant à la gouvernance des entreprises. Il était donc important de refaire un point et de tirer les enseignements des événements récents. Le gouvernement d'entreprise est maintenant un domaine bien balisé, il y a aujourd'hui probablement plus d'une centaine de codes sur le sujet circulant dans le monde (*encadré*).

Des axes complémentaires

La commission du gouvernement d'entreprise de l'AFG a tenu à rajouter aux principes évoqués ci-dessus la communication en AG et, de façon quasi-solennelle, les informations fondamentales pour l'avenir d'une société et le comportement en bourse de son titre. Cet axe concerne tout d'abord la politique à moyen terme d'endettement. Il semble en effet essentiel que les actionnaires aient connaissance du niveau de levier que les dirigeants entendent inscrire au bilan de leur entreprise. Les fortes augmentations de volatilité constatées sur beaucoup de titres entre 2001 et 2003 avaient pratiquement toujours eu pour origine une politique d'endettement agressive qui

n'avait que très rarement été exposée comme telle aux actionnaires. L'effet de levier détermine en effet le niveau de risque et, il s'agit donc d'une information indispensable à communiquer. La politique de distribution des bénéfices est une donnée de même nature. Sur le long terme, il a été constaté qu'environ les deux tiers de la rentabilité totale d'un placement en action provenaient du rendement des dividendes. L'objectif de « *pay-out* » ratio doit donc être porté aussi à la connaissance de l'actionnaire.

« Des progrès dans la tenue de l'assemblée générale peuvent se faire de manière décisive par le recours au vote sécurisé et standardisé par Internet. »

En outre, la politique de rémunération de dirigeants, ses critères d'évolution, les mesures prises par le comité de sélection du conseil d'administration (pour assurer la continuité de la direction générale et de la présidence du conseil en cas d'urgence ou plus simplement pour planifier la succession) sont autant d'éléments qui doivent figurer dans le rapport du conseil à l'AG. Une attention particulière doit aussi être portée aux conventions réglementées, pour lesquelles des résolutions explicites doivent être soumises au vote.

Jean-Pierre Hellebuyck
Vice-président
directeur de la stratégie
d'investissement
Axa Investment Managers



Parallèlement, des progrès dans la tenue de l'AG peuvent se faire de manière décisive par le recours au vote sécurisé et standardisé par Internet. Un objectif souhaitable et réaliste serait de voir toutes les sociétés cotées proposer le vote électronique sur leur site. Le réseau Internet doit aider aussi à la diffusion rapide des informations, les documents relatifs à l'AG devraient ainsi être diffusés sur le site de la société et sur celui de l'AMF le jour de la parution au BALO de l'avis de convocation. De même, les résultats des votes des résolutions aux AG pourraient être communiqués rapidement sur le site de la société. Ce rapport, faisant le compte rendu de l'AG, serait ainsi disponible très rapidement. L'électronique pourrait aussi faciliter le dépouillement des votes qui reste aujourd'hui matériellement compliqué. Le comptage des voix est toujours difficile et, il peut s'avérer peu fiable quand il est fait manuellement. C'est d'ailleurs ce qui explique la demande de recours à un tiers garant qui assure le bon déroulement de l'AG. Les établissements conservateurs jouent un rôle clé dans l'accessibilité et le fonctionnement de l'assemblée générale. Les progrès dans la question du blocage des titres, toujours pénalisant pour un gestionnaire, dépendent en partie de leurs initiatives.

Les devoirs du conseil d'administration

Les gestionnaires s'intéressent aussi au conseil d'administration, mais il s'agit d'un domaine où naturellement et à la différence de l'AG, ils n'ont pas vocation à être acteurs.

Exemples de codes de gouvernement d'entreprise

- égalité des actionnaires dans l'exercice du droit de vote ;
- absence de dispositifs anti-OPA ;
- devoir de vote des gestionnaires ;
- accessibilité aux assemblées générales (AG) et aux votes, explication des résolutions, publication de ses résultats ;
- transparence des travaux du conseil d'administration ;
- compétence et disponibilité des administrateurs ;
- présence d'administrateurs indépendants ;
- existence de comités spécialisés (au moins trois) ;
- séparation des fonctions de Président et de Directeur Général ;
- transparence et mesure dans les rémunérations des dirigeants.

Le conseil d'administration doit agir pour le compte et dans l'intérêt de tous les actionnaires. Il inscrit aussi sa stratégie et ses décisions dans le cadre du développement durable de l'entreprise. En ce qui concerne les candidatures des administrateurs, il est important que soient communiqués les fonctions et mandats actuels de la personne considérée. Lorsque la société estime que le futur administrateur est indépendant (ou libre d'intérêt), elle doit préciser les critères pris en compte pour le considérer comme tel. Il semble en effet pertinent que l'entreprise prenne elle-même position sur la qualification ou non d'indépendance de ses administrateurs. Cette démarche permettra d'éviter les malentendus et aidera les actionnaires à exercer leur jugement. À la différence d'autres codes, l'AFG ne demande pas que le conseil soit composé d'une majorité d'administrateurs indépendants ou libres d'intérêt. Beaucoup de gestionnaires ont pu observer pendant les années de crise boursière combien « *l'affectio societatis* » était important pour éviter les dérapages dans des prises de risques trop peu calculés. À l'inverse, dans la recherche de la sécurité à court terme à tout prix, des administrateurs dits indépendants se sont montrés trop détachés des intérêts de l'entreprise et de ses action-

naires. Ainsi, certains ont poussé leurs entreprises à augmenter leur capital au plus fort de la crise boursière dans le souci d'écartier à n'importe quelle condition un risque hypothétique grossi artificiellement par la débâcle des marchés.

Les gestionnaires préfèrent utiliser le terme « libre d'intérêt » plutôt que celui d'« indépendant » car ce qui est demandé, dans ce cas précis, c'est d'être libre et aussi de ne pas se trouver en situation de conflit d'intérêt potentiel. Étant bien entendu que tous doivent être disponibles et compétents. Par ailleurs il apparaît très important qu'une meilleure représentation féminine soit assurée dans les conseils.

Rémunération des dirigeants et obligation de vote

Pour ce qui est des dirigeants, une des questions principales porte sur la rémunération. Il importe que celle-ci soit suffisante pour attirer et retenir les meilleurs. Mais, évidemment, ceci doit être cohérent avec les standards et les pratiques en cours dans le pays, le secteur, et être proportionné à la capacité de l'entreprise. La dissociation des fonctions de président et de directeur général est souhaitable mais, de la même façon que pour les administrateurs indépendants, cela ne doit pas diminuer le nécessaire « *affectio societatis* » des équipes dirigeantes.

En ce qui concerne le vote, la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 stipule que les « *sociétés de gestion de portefeuille sont tenues d'exercer les droits attachés aux titres détenus par les OPCVM qu'elles gèrent* » et ce dans l'intérêt exclusif des actionnaires ou porteurs de parts. Cette obligation de vote est complétée par la demande de rendre compte de la pratique des droits de vote et d'expliquer les motifs de non-exercice de ces mêmes droits. Cette loi va dans le sens de la démarche des gestionnaires qui veulent être de plus en plus actifs aux AG. Aujourd'hui, 73 % des sociétés de gestion françaises déclarent exercer ses droits de vote contre 41 % en 2000 et, 57,7 % se sont opposés par leur vote à un projet de résolution contre 42 % en 2000.

Toutefois, l'application effective de la loi risque parfois d'être malaisée. Ainsi, il est souvent très difficile

d'exercer ses droits à l'étranger : il y a en effet une grande disparité des réglementations. Les coûts liés au vote ne sont pas négligeables et il serait probablement judicieux de définir un seuil minimum de détention dans un émetteur par société de gestion. L'obligation de rendre compte du vote est potentiellement très lourde si elle devait se faire ligne par ligne, résolution par résolution.

Les points de désaccord

Cette nouvelle loi a le mérite de susciter le dialogue entre les entreprises et les sociétés de gestion. La grande majorité des intervenants estime en effet qu'élaborer ensemble des dispositions ou des propositions constructives vaut mieux que la simple confrontation. Cela a permis d'identifier et de commencer à travailler sur les points de fort désaccord, qui sont désormais clairement identifiés. Les gestionnaires français sont amenés la plupart du temps à s'opposer en AG à des résolutions portant sur deux sujets principaux : les droits de vote double (ou les

« Beaucoup de gestionnaires ont pu observer pendant les années de crise boursière combien « l'affectio societatis » était important pour éviter les dérapages dans des prises de risques trop peu calculées. »

limitations de droit de vote) d'une part, la définition et le nombre d'administrateurs indépendants d'autre part. La transparence des rémunérations individuelles des dix principaux dirigeants constitue aussi un autre point de divergence entre les entreprises cotées en France et les gestionnaires.

Signalons tout de même une note positive : les alertes transmises par l'AFG à ses adhérents, pour signaler les AG ou les résolutions s'éloignant des recommandations, ont beaucoup diminué en 2003. On en a compté 41 contre 73 en 2002 pour les sociétés du SBF 120. ●