

SYSTEME DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ET PRESENCE D'ACTIONNAIRES DE CONTRÔLE : LE CAS SUISSE

Thèse
présentée à la Faculté des Sciences économiques et sociales
de l'Université de Fribourg (Suisse)
par

FLORENT LEDENTU

originaire de Matran / FR

pour l'obtention du grade de
Docteur ès Sciences économiques et sociales

Acceptée par la Faculté des Sciences économiques et sociales,
le 19 février 2008, sur proposition de
Monsieur le Professeur Jacques Pasquier-Dorthe (premier rapporteur)
et de Monsieur le Professeur Dusan Isakov (second rapporteur)

Fribourg 2008

La Faculté des Sciences économiques et sociales de l'Université de Fribourg (Suisse) n'entend ni approuver, ni désapprouver les opinions émises dans une thèse : elles doivent être considérées comme propres à l'auteur (Décision du Conseil de Faculté du 23 janvier 1990).

Remerciements

En préambule à ce travail, je souhaite adresser mes remerciements à toutes les personnes qui m'ont aidé et soutenu pour mener à bien cette thèse de doctorat. Je tiens à remercier les professeurs Jacques Pasquier-Dorthe et Dusan Isakov pour leurs précieux conseils et leur disponibilité. Je remercie également mes anciens collègues de travail et tout spécialement Michel Ruffa, pour la motivation et l'aide qu'ils m'ont apportées face aux difficultés rencontrées. Et merci à ma famille, à mes amis et à toutes les personnes qui me sont chères pour leurs encouragements et leur soutien au cours de ces dernières années.

Table des matières

Introduction générale	11
Partie I. Cadre conceptuel de la gouvernance d'entreprise et situation de la place financière suisse	15
1 Cadre conceptuel	16
1.1 L'importance actuelle de la gouvernance d'entreprise	16
1.2 La théorie de l'agence à la base de la gouvernance d'entreprise	17
1.3 Les mécanismes de la gouvernance d'entreprise	18
1.4 Le développement des codes de bonne pratique	19
2 La gouvernance d'entreprise en Suisse	21
Partie II. Structure de propriété et influence des actionnaires principaux	25
1 Introduction	26
2 Actionnaires de contrôle et bénéficiés privés	28
2.1 Les bénéficiés privés	29
2.2 Les seuils de contrôle	32
2.3 Différenciation entre la propriété et le pouvoir	33
2.3.1 Mécanismes internes de différenciation	34
2.3.2 Mécanismes externes de différenciation	35
3 Situation suisse : cadre légal et comparaison internationale	38
3.1 Cadre légal suisse	38
3.2 Mise en perspective internationale de la structure de propriété des entreprises suisses	41
3.2.1 Présence et type de l'actionnaire principal	42
3.2.2 Dissociation entre la propriété et le pouvoir	43
3.2.3 Pouvoir de l'actionnaire principal	44
4 Analyse de la structure de propriété des entreprises suisses cotées	46
4.1 Structure de l'actionariat	47
4.1.1 Concentration des droits de vote	47
4.1.2 Répartition des droits de vote entre les actionnaires importants	48
4.1.3 Le free float	50
4.1.4 Type de l'actionnaire principal	50
4.2 Différenciation entre propriété et pouvoir	52
4.2.1 Plusieurs types d'actions	52
4.2.2 Dissociation entre capital détenu et droit de vote	54
4.2.3 Limitation de vote	55
4.2.4 Modification des seuils d'opting	56
4.3 Réseau de pouvoir	56
4.3.1 Implication dans la gestion de l'entreprise	56
4.3.2 Cumul des fonctions	58
5 Présence et influence des actionnaires de contrôle sur la structure de propriété	59
5.1 Indices du contrôle de l'actionnaire principal	60
5.2 Corrélations entre indice de contrôle et application des mécanismes de différenciation	63
5.3 Actionnaire principal et niveau d'application des mécanismes de différenciation	65
6 Conclusion	68

Partie III. Assemblée générale et exercice du pouvoir 71

1	Introduction	72
2	Approches selon le cadre juridique et la gouvernance d'entreprise en Suisse	73
2.1	Le cadre juridique	73
2.2	Les assemblées générales et la gouvernance d'entreprise en Suisse	74
2.2.1	Les assemblées générales et les recommandations du code de bonne pratique (CBP)	75
2.2.2	Les particularités de la Suisse concernant les assemblées générales	76
2.2.3	L'augmentation de la transparence	77
2.2.4	Les recommandations de vote	77
2.3	Implications pour l'étude empirique des assemblées générales en Suisse	78
3	L'enquête	79
3.1	Le questionnaire	79
3.2	Échantillon	81
3.3	Le taux de réponse	81
3.4	Echelonnement des réponses	81
4	Analyse descriptive des résultats de l'enquête	82
4.1	Les voix potentielles à l'assemblée générale (Partie 1 du questionnaire)	82
4.2	Exercice et représentation des voix à l'assemblée générale (Partie 2 du questionnaire)	84
4.2.1	Exercice des voix à l'assemblée générale	84
4.2.2	Type de représentation des voix à l'assemblée générale	84
4.3	Nombres de personnes à l'assemblée générale	85
5	Influence de la structure de propriété et de pouvoir des entreprises sur l'assemblée générale	85
5.1	Niveau d'exercice des différents types d'actions	86
5.2	La présence d'actionnaires importants	88
5.3	Pouvoir de l'actionnaire principal lors de l'assemblée générale	90
6	Conclusion	91

Partie IV. Évaluation du comportement des entreprises suisses vis-à-vis de la gouvernance d'entreprise 95

1	Introduction	96
2	Les méthodes d'évaluation de la gouvernance d'entreprise	98
2.1	Contexte international	98
2.2	Le cas suisse	100
3	Développement de modèles d'évaluation du comportement des entreprises suisses vis-à-vis de la gouvernance	102
3.1	La méthode d'aide multicritère à la décision ELECTRE TRI	104
3.2	Indices de transparence pour la période 1997-2001	119
3.3	Indices de gouvernance pour l'année 2002	131
4	Commentaires des résultats	143
4.1	Influence des normes comptables	143
4.2	Comparaison des évaluations obtenues pour l'année 2001 et pour l'année 2002	147
5	Conclusion	148

Partie V. Influence des actionnaires principaux dans le système de gouvernance des entreprises suisses	151
1 Introduction	152
2 Approche théorique	154
2.1 Système de gouvernance : mécanismes internes et externes	154
2.1.1 Mécanismes internes : application par le conseil d'administration	155
2.1.2 Mécanismes internes : le pouvoir des stakeholders	156
3 Méthodologie et données	159
3.1 Le modèle	159
3.2 Les données	161
3.2.1 Variables expliquées	161
3.2.2 Variables explicatives	162
4 Résultats et commentaires	163
4.1 Analyse descriptive	163
4.1.1 Variables expliquées	163
4.1.2 Variables explicatives	165
4.2 Résultats de la modélisation	166
4.2.1 Respect du Code suisse de bonne pratique d'Economiesuisse (CBP)	167
4.2.2 Respect des droits des actionnaires, qualité de l'organisation de la haute direction et application de la DCG	168
5 Conclusion	171
Conclusion générale	173
Annexes	177
Bibliographie	190

Liste des tableaux

Tableau 1	Présence d'un actionnaire principal _____	42
Tableau 2	Type de l'actionnaire principal _____	43
Tableau 3	Dissociation entre la propriété et le pouvoir _____	44
Tableau 4	Evolution du pourcentage des voix détenu par l'actionnaire principal et par les autres actionnaires importants _____	47
Tableau 5	Fréquence des combinaisons de la répartition des droits de vote entre les actionnaires, en fonction des seuils de 10%, 20% et 50% de l'ensemble des droits de vote. _____	49
Tableau 6	Pourcentage du free float dans les entreprises entre 1997 et 2001 _____	50
Tableau 7	Type de l'actionnaire principal dans les entreprises de 1997 à 2001 _____	51
Tableau 8	Combinaison de types d'actions et de bons _____	53
Tableau 9	Pourcentage minimum du capital-action représentant 20% des droits de vote _____	54
Tableau 10	Fréquences des limitations de droits de vote pour les années 1997 à 2001 _____	55
Tableau 11	Fréquence des différents seuils d'opting _____	56
Tableau 12	Fréquences du pourcentage de droit de vote détenu par les membres du conseil d'administration (CA) et de la direction générale (DG) _____	58
Tableau 13	Fréquence du cumul des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général _____	59
Tableau 14	Illustration de la valeur prise par l'indice de contrôle de l'actionnaire principal _____	60
Tableau 15	Fréquence de la valeur prise par l'indice de contrôle pour les années 1997 à 2001 _____	61
Tableau 16	Coefficients de corrélation de Spearman entre le niveau de pouvoir pour les années 1997 à 2001 et l'application des mécanismes de différenciation _____	65
Tableau 17	Valeurs moyennes des variables représentant les mécanismes de différenciation en fonction de la taille de l'actionnaire principal sur les années 1997 à 2001 _____	67
Tableau 18	Exercice des voix en fonction des types d'actions des entreprises _____	86
Tableau 19	Exercice des voix en fonction du type d'action dans les entreprises ayant plusieurs types d'actions _____	87
Tableau 20	Répartition de la représentation des droits de vote en fonction du type d'actions _____	88
Tableau 21	Entreprises dans lesquelles l'actionnaire principal détient la majorité des droits de vote aux assemblées générales _____	91
Tableau 22	Indices globaux et partiels permettant d'analyser le comportement des entreprises vis-à-vis de la gouvernance _____	103
Tableau 23	Critères formant l'indice sur les états financiers _____	123
Tableau 24	Critères formant l'indice de transparence sur les aspects prévisionnels _____	125
Tableau 25	Critères formant l'indice sur la publication des informations sur la gouvernance d'entreprise _____	126
Tableau 26	Valeurs moyennes des indices de transparence pour la période 1997- 2001 _____	130
Tableau 27	Nombre d'entreprises de l'échantillon dans chacune des classes de transparence pour les années 1997 à 2001 _____	130
Tableau 28	Variation de classe de transparence par les entreprises entre l'année 1997 et l'année 2001 _____	131
Tableau 29	Critères d'évaluation du respect des droits des actionnaires pour l'année 2002 _____	133
Tableau 30	Critères d'évaluation de l'organisation du conseil d'administration et de la direction pour l'année 2002 _____	134
Tableau 31	Critères d'évaluation du respect de la DCG _____	135

Tableau 32 Composition de l'indice global de gouvernance d'entreprise pour l'année 2002 _____	136
Tableau 33 Pondération des évaluations des sous-critères en fonction des attentes du Code suisse de bonne pratique (CBP) _____	137
Tableau 34 Pondération des évaluations des critères en fonction des exigences de la DCG _____	138
Tableau 35 Fréquence des évaluations des critères formant l'indice sur le respect des recommandations du Code suisse de bonne pratique (CBP) sur les droits des actionnaires _____	139
Tableau 36 Fréquence des évaluations des critères formant l'indice sur le respect des recommandations du Code suisse de bonne pratique (CBP) pour le conseil d'administration _____	140
Tableau 37 Fréquence des évaluations des critères formant l'indice sur l'application de la DCG _____	141
Tableau 38 Fréquences par classe des indices de gouvernance pour l'année 2002 _____	142
Tableau 39 Coefficients de corrélation de Spearman entre les indices partiels de gouvernance _____	143
Tableau 40 Valeurs moyennes des indices de transparence en fonction des normes comptables pour la période 1997-2001 _____	145
Tableau 41 Coefficients de corrélation de Spearman entre les normes comptables et les indices de transparence _____	146
Tableau 42 Coefficients de corrélation de Spearman entre les exigences des normes comptables appliquées et le respect des recommandations du Code de bonne pratique d'Economiesuisse (CBP) _____	146
Tableau 43 Corrélation de Spearman entre les valeurs des indices de 2001 et 2002 pour les 39 entreprises communes aux deux échantillons _____	147
Tableau 44 Typologie des mécanismes de gouvernance d'entreprise _____	154
Tableau 45 Fréquences des valeurs des indices évalués selon une échelle ordinale _____	164
Tableau 46 Analyse descriptive des indices évalués sur une échelle continue _____	164
Tableau 47 Corrélation de Spearman entre les variables expliquées _____	165
Tableau 48 Analyse descriptive des variables explicatives _____	166
Tableau 49 Corrélation entre les variables explicatives _____	166
Tableau 50 Résultats des régressions sur le respect du Code suisse de bonne pratique (CBP) _____	168
Tableau 51 Résultats des régressions sur le respect des droits des actionnaires, la qualité de l'organisation de la haute direction et l'application de la DCG _____	170

Liste des graphiques

Graphique 1	Structure pyramidale à trois niveaux _____	36
Graphique 2	Participation croisée entre deux sociétés _____	37
Graphique 3	Histogrammes des valeurs de l'indice de contrôle de l'actionnaire principal entre 1997 et 2001 _____	62
Graphique 4	Structure du questionnaire _____	80
Graphique 5	Durée en jours pour répondre au questionnaire _____	82
Graphique 6	Histogramme du niveau d'exercice des voix à l'assemblée générale _____	84
Graphique 7	Histogramme du nombre de personnes présentes à l'assemblée générale _____	85
Graphique 8	Voix exercées et somme des voix des gros actionnaires _____	89
Graphique 9	Voix exercées et sommes des voix des gros actionnaires, selon le nombre de types d'actions _____	90
Graphique 10	Agrégations successives pour obtenir les indices globaux. _____	103
Graphique 11	Définition des catégories _____	109
Graphique 12	Valeurs prises par l'indice de concordance partielle en fonction des valeurs prises par $g_i(a)$ _____	111
Graphique 13	Valeurs prises par l'indice de discordance du critère i en fonction des valeurs prises par $g_i(a)$ _____	112
Graphique 14	Comparaison des résultats obtenus par la moyenne pondérée et par la méthode ELECTRE TRI _____	118
Graphique 15	Méthodes d'agrégation pour la période 1997-2001 _____	127
Graphique 16	Méthodes d'agrégation des sous-critères pour l'année 2002 _____	136
Graphique 17	Histogramme de l'indice global du respect du Code suisse de bonne pratique _____	142
Graphique 18	Interactions entre les mécanismes internes et externes de gouvernance _____	155
Graphique 19	Influence exercée sur le conseil d'administration par les stakeholders, en fonction du niveau d'application des recommandations du Code suisse de bonne pratique _____	160

Liste des abréviations

ASAG	: Association Suisse des Analystes Financiers et des Gestionnaires de fortunes
CBP	: Code suisse de Bonne Pratique pour le gouvernement d'entreprise
CC	: Code Civil
CLSA	: Crédit Lyonnais Securities Asia
CO	: Code des Obligations
DCG	: Directive SWX concernant les informations relatives au Corporate Governance
ECGI	: l'Institut Européen de Gouvernance d'Entreprise
IAS	: International Accounting Standards
LBVM	: Loi Fédérale sur les Bourses et le commerce des Valeurs Mobilières
MCO	: méthode de régression des Moindres Carrés Ordinaires
OBVM	: Ordonnance sur les Bourses et les Valeurs Mobilières
OCDE	: Organisation de Coopération et de Développement Economiques
OPA	: Offre Publique d'Achat
OPE	: Offre Publique d'Echange
RPC	: Recommandations relatives à la Présentation des Comptes
US GAAP	: United States Generally Accepted Accounting Principles

Introduction générale

Les débats sur les rémunérations excessives des dirigeants, le cumul des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général, l'exercice des droits de vote aux assemblées générales ou encore la responsabilité des membres du conseil d'administration ont permis de promouvoir certains aspects de la gouvernance d'entreprise. Mais qu'est-ce que la gouvernance d'entreprise et quel est son objectif ?

Différentes définitions permettent d'apporter des premiers éléments de réponses à ces questions. La Porta et al. (2000) définissent la gouvernance d'entreprise comme l'ensemble des dispositions, des institutions et des règles de droit conçues pour empêcher l'éviction des investisseurs minoritaires par les dirigeants, le conseil d'administration et les actionnaires majoritaires. Cette première définition, bien que très globale, met en évidence l'objectif principal de la gouvernance d'entreprise : la protection des intérêts des actionnaires minoritaires dans les sociétés anonymes.

Le « Rapport final du groupe d'experts sur le gouvernement d'entreprise en Suisse » définit la gouvernance selon une double approche : au sens large, comme l'ensemble « des questions d'organisation et de structures qui sont en rapport direct ou indirect avec la protection des actionnaires » et au sens étroit, comme l'ensemble des « questions d'organisation et de contrôle des principaux organes dirigeants des entreprises, c'est-à-dire essentiellement des questions d'équilibre et de transparence ». Cette deuxième définition met également en évidence la place centrale de l'actionnaire et son besoin de protection, mais introduit deux éléments clés pour y parvenir : l'équilibre des pouvoirs entre les différents intervenants de l'entreprise et l'amélioration de la transparence.

Une troisième définition, proposée par Pérez (2003), intègre l'importance du comportement des personnes impliquées dans l'application de la gouvernance, afin de déterminer son efficacité finale : « La gouvernance d'entreprise se réfère aux

dispositifs institutionnel¹ et comportemental régissant les relations entre les dirigeants d'une entreprise et ses stakeholders² ». Il définit ainsi la gouvernance en fonction de deux types de composantes : le contenu institutionnel et le comportement des personnes physiques chargées de l'appliquer.

Ces définitions permettent d'indiquer que l'objectif de la gouvernance d'entreprise est de protéger les intérêts des actionnaires minoritaires, en minimisant et contrôlant les conflits d'intérêts provenant de la délégation du pouvoir des actionnaires aux gestionnaires de l'entreprise (le conseil d'administration et la direction générale). La gouvernance d'entreprise peut ainsi être perçue comme un ensemble de mécanismes permettant de minimiser les coûts globaux, découlant de la séparation de la propriété (les actionnaires) et de la gestion (le conseil d'administration) dans les sociétés anonymes.

Ces mécanismes peuvent, soit permettre de concilier les intérêts des différents intervenants, tels que l'application d'une politique de rémunération des dirigeants basée sur la performance boursière des sociétés, soit de contrôler et de sanctionner un comportement déviant des gestionnaires, grâce par exemple à l'élection de membres du conseil d'administration représentant les intérêts de l'ensemble des actionnaires.

Cependant, dans la continuité de Jensen et Meckling (1994) qui rappellent combien il est essentiel de comprendre la nature humaine pour saisir le fonctionnement des organisations, la définition de Pérez (2003) met en évidence que comme dans tout système humain, l'efficacité du système de gouvernance dépend fortement du comportement des personnes impliquées dans sa mise en œuvre et son fonctionnement. Ainsi, afin d'évaluer la qualité de la protection des intérêts des actionnaires minoritaires dans les entreprises, il est nécessaire de prendre en considération non seulement l'ensemble des mécanismes de gouvernance, mais également le pouvoir des différents intervenants de l'entreprise, formant un système de gouvernance propre à chaque entreprise.

¹ Le dispositif institutionnel correspond d'une part aux structures propres de l'entreprise, tels que l'assemblée générale ou le conseil d'administration et d'autre part aux procédures qu'elle doit suivre en fonction de son environnement légal.

² Les stakeholders peuvent être définis comme les parties prenantes dans l'entreprise, tels que les actionnaires, les employés, les créanciers, les fournisseurs.

L'objectif de notre recherche est ainsi d'analyser la qualité de la gouvernance des sociétés cotées à la bourse suisse, en fonction de l'application et des interactions des principaux mécanismes permettant de protéger les intérêts des actionnaires.

Pour y parvenir, nous utilisons une démarche exploratoire, basée sur l'analyse empirique de la situation suisse. Cette démarche comprend cinq phases, correspondant aux cinq parties de notre recherche.

La première partie permet de définir le cadre conceptuel de la gouvernance d'entreprise, avec ses origines et son évolution, notamment dans le cadre de la Suisse.

La deuxième partie est consacrée à l'analyse de la situation et de l'évolution de la structure de propriété des entreprises suisses pour les années 1997 à 2002. Les comparaisons internationales montrent que les entreprises cotées d'Europe continentale ont un actionnariat caractérisé par la présence d'un actionnaire principal détenant une proportion importante des droits de vote. La présence d'un tel actionnaire permet d'améliorer le contrôle de la gestion des entreprises. Cependant, en l'absence de contraintes légales ou réglementaires efficaces, ce type d'actionnaire peut tirer avantage de son pouvoir sur la gestion de l'entreprise pour s'approprier des avantages, pécuniaires ou non, dont il est le seul à pouvoir bénéficier. Ces avantages sont alors qualifiés de bénéfices privés, car ils sont perçus en plus des bénéfices publics que reçoit chaque actionnaire, en fonction de sa participation au capital-action. Cette problématique est d'autant plus importante lorsque le principe « une action – une voix » n'est pas respecté, c'est-à-dire lorsqu'un actionnaire détient un pourcentage de droits de vote supérieur au pourcentage du capital-action qu'il détient dans la société. Cette situation est rendue possible par exemple par l'utilisation d'actions à droit de vote privilégié. Ce déséquilibre entre propriété et pouvoir peut donc augmenter la tentation pour les gros actionnaires, de tirer avantage de leur pouvoir sur l'entreprise, pour s'approprier des bénéfices privés au détriment des actionnaires minoritaires. L'objectif de la partie II de notre recherche est ainsi d'analyser la structure de propriété et de pouvoir des entreprises suisses cotées, pour les années 1997 à 2001, en fonction des obligations du cadre

légal suisse, afin d'évaluer le pouvoir de l'actionnaire principal, ainsi que les dispositifs de levier utilisés pour obtenir ce pouvoir.

La partie III précise l'évaluation de la structure de propriété et de pouvoir dans les entreprises, en analysant l'exercice effectif des droits de vote lors des assemblées générales. Cette approche novatrice de l'analyse du pouvoir des actionnaires est rendue possible grâce à une enquête que nous avons réalisée sur l'exercice des droits de vote et le mode de représentation des actionnaires aux assemblées générales 2002.

La quatrième partie est quant à elle consacrée à l'analyse de l'application des mécanismes de gouvernance par les entreprises cotées à la bourse suisse. Cette évaluation porte sur les années 1997 à 2002 et est obtenue grâce à la création d'indices de transparence et de gouvernance. Nos indices sont définis et évalués en fonction de critères spécifiques à la situation suisse, puis agrégés selon la méthode d'agrégation ELECTRE TRI, afin de conserver au mieux leur contenu informationnel. Ces indices permettent d'évaluer la situation et l'évolution des entreprises suisses en matière de gouvernance d'entreprise, notamment suite à la sortie en 2002 de deux documents devant permettre d'améliorer la situation des entreprises suisses. Le premier document : Code de Bonne Pratique (CBP) publié par Economiesuisse, propose une série de recommandations afin d'améliorer le respect des droits des actionnaires, l'organisation de la haute direction de l'entreprise, l'efficacité de la révision externe, ainsi que la divulgation d'informations sur la situation des entreprises. Le deuxième texte, la « Directive concernant les informations relatives à la Corporate Governance » (DCG) de la bourse suisse, oblige les entreprises à divulguer certaines informations en rapport direct avec la gouvernance.

La cinquième partie est consacrée à la vérification empirique de l'influence des parties prenantes à l'entreprise (les stakeholders) sur la qualité de la gouvernance de leur entreprise. Grâce aux résultats obtenus dans les parties précédentes et à une modélisation du système de gouvernance des entreprises, nous pouvons mettre en évidence les interactions existantes entre les différents mécanismes de gouvernance, ainsi que le comportement des actionnaires principaux, vis-à-vis de l'amélioration de la gouvernance.

Partie I. Cadre conceptuel de la gouvernance d'entreprise et situation de la place financière suisse

1 Cadre conceptuel

1.1 *L'importance actuelle de la gouvernance d'entreprise*

La forte médiatisation de la gouvernance d'entreprise pourrait laisser imaginer qu'il ne s'agit que d'un effet de mode. Ses origines peuvent cependant remonter aux débuts de la séparation de la propriété et du pouvoir dans les entreprises. Dès la fin du XVIIIème siècle, Adam Smith (1776) relève déjà que la diffusion extrême du capital dégrade les performances économiques de l'entreprise et que les gestionnaires non propriétaires sont moins attentionnés que ceux qui gèrent leur propre entreprise.

L'importance actuelle de la gouvernance d'entreprise peut cependant être attribuée à plusieurs raisons ou événements ayant eu lieu au cours des vingt dernières années. Becht et al. (2002) proposent ainsi cinq éléments, tant politiques, qu'économiques.

- Tout d'abord la vague de privatisation qui a touché l'Amérique latine, l'Europe de l'Ouest, l'Asie et naturellement l'ex-URSS a provoqué un besoin important de développement de méthodes pour le contrôle et la détention de ces sociétés nouvellement privatisées. En effet, le fait que leurs nouveaux actionnaires soient initialement constitués en majorité de petits investisseurs du pays concernés, a obligé les Etats à jouer un rôle important pour leur offrir une protection adéquate, aboutissant ainsi à la mise en place de règles de gouvernance.
- L'augmentation de l'importance financière des fonds de pension, principalement d'origine anglo-saxonne, leur a permis d'exercer une influence forte sur les sociétés et de jouer un rôle important dans l'application à un niveau mondial de mécanismes de protection des actionnaires.
- La vague des offres publiques d'achat (OPA) durant les années 1980 aux Etats-Unis et durant les années 1990 en Europe, a également alimenté le débat sur la gouvernance d'entreprise, notamment au niveau politique, en raison de l'ampleur et de l'impact de ces transactions.

- La gouvernance d'entreprise a également été fortement encouragée dans les pays de l'Europe de l'Est, d'Asie et dans d'autres marchés en émergence pour attirer de nouveaux investisseurs étrangers. Comme les principaux investisseurs visés par ces mesures étaient les fonds de pension américains et anglais, cette situation a permis d'étendre leurs visions et leur culture dans ces différents pays.
- Pour finir, les scandales financiers ou faillites intervenus à la fin des années 1990 au sein de sociétés d'envergure internationale, dus principalement à des manipulations comptables en vue notamment d'augmenter la rémunération ou le prestige des dirigeants, ont permis de mettre en évidence le besoin d'amélioration des systèmes de contrôle existants.

Ces différents éléments permettent également de mettre en évidence la raison de l'intérêt porté à l'amélioration de la protection des actionnaires : le développement des places financières.

1.2 La théorie de l'agence à la base de la gouvernance d'entreprise

A partir de la seconde moitié des années septante, les implications organisationnelles et comportementales liées aux droits de propriétés sont étudiées au niveau des contrats liant propriétaires et dirigeants. Jensen et Meckling (1976), en se basant sur les premiers travaux de Ross (1973) vont contribuer à l'émergence de la théorie de l'agence. L'entreprise y est représentée comme un nœud de contrats entre ses différentes parties prenantes (ou stakeholders), composés des actionnaires, créanciers, employés, fournisseurs. La théorie de l'agence ne s'intéresse que partiellement à la définition des objectifs de la firme comme entité, mais principalement à l'analyse des objectifs personnels de chaque partie intervenant dans l'entreprise, chacune cherchant à maximiser sa propre fonction d'utilité.

Parmi l'ensemble de ces stakeholders, les actionnaires (les principaux) et les dirigeants (les agents) y jouent un rôle central. Les actionnaires, car leurs droits patrimoniaux ne sont exerçables qu'en dernier ressort, après que les créances des autres stakeholders, tels que les créanciers ou salariés, ne soient remboursées. Ce

risque doit alors être compensé par l'appropriation du profit de l'exercice et l'actif résiduel en cas de cessation d'activité. Les dirigeants, ayant une position privilégiée dans l'entreprise, disposent d'informations pouvant les inciter à retirer des avantages particuliers, ou à gérer l'entreprise dans leurs intérêts et non plus dans celui des actionnaires.

La relation d'agence est donc un contrat liant le principal à un agent dans le but d'obtenir un service (la gestion de l'entreprise). Cette relation d'agence existe car il y a divergence d'intérêts entre agent et principal, asymétrie informationnelle et existence de coûts d'établissement et d'exécution des contrats. Ainsi, comme chaque acteur cherche à maximiser son utilité et qu'il est impossible d'établir des contrats parfaits, il y aura existence de coûts d'agence : 1) coûts de surveillance : les propriétaires devront s'assurer que le principal agisse conformément à leurs attentes, 2) coûts de dédouanement : l'agent doit montrer qu'il agit dans les intérêts du principal, 3) coûts résiduels : les pertes résiduelles du fait de la divergence d'intérêts. Ces coûts globaux sont théoriquement incompressibles au dessous du niveau, au-delà duquel, les coûts entraînés pour leur réduction seraient supérieurs à la réduction obtenue.

1.3 Les mécanismes de la gouvernance d'entreprise

Sur le thème ancien de la séparation du pouvoir, la théorie de l'agence a permis d'amener plusieurs éléments novateurs, tels que les concepts de coûts d'agence, de marché du contrôle des firmes cotées avec les menaces d'offres publiques d'achat ou d'échange (OPA-OPE), de marché des dirigeants sur lequel les managers s'apprécient (ou se déprécient) en fonction de leurs performances.

Ces notions permettent d'indiquer le courant de pensée à partir duquel s'est développée la gouvernance et qui constitue toujours la référence théorique en la matière. Suite à l'article de Jensen et Meckling (1976), de très nombreuses recherches tant empiriques que théoriques vont ainsi voir le jour, aboutissant à la création de la gouvernance d'entreprise. Ces études portant initialement sur les entreprises américaines se sont étendues au début des années 90 à d'autres pays tels que le Japon, l'Allemagne ou encore le Royaume-Uni, puis malgré le manque de données encore disponibles à l'ensemble des places financières mondiales.

Ces recherches se sont tout d'abord intéressées à l'analyse des mécanismes permettant de diminuer ou de contrôler les conflits d'intérêts au sein des entreprises, ainsi qu'à leurs influences sur la performance boursière et/ou comptable des entreprises. Ces mécanismes peuvent être répartis en deux types : les mécanismes internes aux entreprises, tels que le conseil d'administration, la politique de rémunération ou encore la présence d'actionnaires importants, et les mécanismes externes aux entreprises, tels que les offres publiques d'achat (OPA), les marchés financiers et le système légal³. Plus récemment, l'élargissement de l'analyse de ces mécanismes de gouvernance à la plupart des places financières mondiales a permis de comparer l'application ou l'efficacité des différents mécanismes dans les différents pays, en fonction de leurs caractéristiques nationales. Leurs résultats ont notamment permis de montrer l'influence forte du système légal et de la structure de propriété sur les autres mécanismes. Les analyses empiriques ont permis de vérifier l'importance de la protection des actionnaires minoritaires. La limitation des droits de ces derniers a ainsi des effets négatifs sur les entreprises, mais également sur les places financières. Il en résulte ainsi une sous-évaluation des entreprises par le marché (La Porta et al. (1999), Claessens et al. (2002)), un taux de distribution des dividendes plus faible ((La Porta et al (1999), Faccio et al (2002)), une prime de vote élevée pour les actions avec droits de vote (Zingales (1994), Nenova (2000)), une prime de transfert élevée pour les blocs d'actions permettant de contrôler l'entreprise (Dyck et Zingales (2002)), des marchés de capitaux peu développés (La Porta et al (1997)), une croissance économique plus faible (Demirguc-Kunt et al (1998)) et des introductions en bourse moins nombreuses (La Porta et al (1997)).

1.4 Le développement des codes de bonne pratique

Ces résultats, associés aux différents événements politiques et économiques décrits auparavant, ont poussé les places financières à améliorer la protection des actionnaires, afin de préserver ou d'améliorer leur position concurrentielle. Cette pression se reflète par le développement et l'application de codes de bonne pratique sur la gouvernance d'entreprise.

³ Becht et al. (2002) proposent ainsi une revue de la littérature sur le thème de la gouvernance d'entreprise et du contrôle, en répartissant les recherches effectuées en fonction de ces différents mécanismes.

Le rapport Cadbury, publié en 1992 au Royaume-Uni, a ainsi servi de référence à de nombreuses autres publications, tant dans les pays du Commonwealth (Canada (1994), Afrique du Sud (1994), Thaïlande (1997), Inde (1998), Singapour (1998) et Malaisie (1999)) que dans d'autres pays européens (France (1995), Pays-Bas (1997), Espagne (1998), Belgique (1998), Grèce (1999), Italie (1999), Portugal (1999), Finlande (2000), Allemagne (2000), Danemark (2001), Autriche (2002) et Suisse (2002))⁴. Le développement de ces codes a également été favorisé par la publication des « Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE » en 1999⁵.

L'objectif de ces codes est de définir des recommandations en matière d'organisation et de transparence des entreprises afin d'obtenir le meilleur compromis entre surveillance et efficacité de leur haute direction. Ces notions ont été établies en fonction de résultats empiriques et de discussions au sein de groupes d'experts. Ces recommandations proposent ainsi généralement des règles à suivre en matière d'organisation et de transparence au niveau du conseil d'administration, de la rémunération des dirigeants, des droits des actionnaires, du rôle des réviseurs, des mesures anti-OPA, de la structure du capital et du rôle des actionnaires importants.

Plusieurs études analysent le niveau d'application des recommandations de ces codes pour servir d'indicateur synthétique de la qualité de la gouvernance des entreprises. Ces résultats ont notamment permis de mettre en évidence l'influence significative de certains éléments tels que la structure de propriété sur le niveau de transparence ou d'application de codes de bonne pratique. Chau et Gray (2002) montrent ainsi que la publication volontaire est corrélée positivement à la dispersion de la propriété pour les entreprises cotées à Hong Kong et à Singapour. Eng et Mack (2003) analysent, pour les entreprises cotées à la Bourse de Singapour, l'impact de la structure de propriété sur la divulgation d'informations volontaires. Leurs résultats indiquent que le pourcentage de propriété détenue par la haute direction des

⁴ L'ensemble des codes actuels peut être obtenu sur le site internet de l'European Corporate Governance Institute (<http://www.ecgi.org>) et une synthèse de ces codes et des principes en vigueur dans les pays de l'OCDE se trouve sur le site de l'OCDE (Gouvernement d'entreprise, panorama des pays de l'OCDE, 2004).

⁵ Les gouvernements des 30 pays membres de l'OCDE ont approuvé une version révisée des Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE en 2004.

entreprises influence négativement la divulgation d'informations. Lakhal (2004) trouve que les entreprises françaises, ayant une structure d'actionnariat dispersée, divulguent plus d'informations volontaires. Durnev et Kim (2005) montrent que la qualité de la gouvernance et de la transparence des entreprises de 27 pays (la Suisse n'en faisant pas partie), sont également influencées par la structure de propriété. Pour l'Espagne, Fernandez-Rodriguez et Gomez-Anson (2005) montrent qu'un niveau de free float important, des capitalisations importantes et une augmentation récente de capital ont une influence positive sur l'application des recommandations du code espagnol et sur la qualité de la transparence des entreprises.

2 La gouvernance d'entreprise en Suisse

La situation suisse en matière de gouvernance d'entreprise était caractérisée, il y a encore quelques années, par un intérêt assez faible de la part de la majorité des observateurs, la considérant comme un simple effet de mode. Comme déjà évoqué, ce désintérêt pouvait être expliqué par deux raisons principales. Premièrement, le droit suisse atteignait un bon niveau en comparaison internationale, notamment grâce à la révision du droit de la société anonyme en 1991 et de la loi fédérale sur les Bourses et le commerce des valeurs mobilières (LBVM) en 1995. Ces textes avaient alors permis de définir de manière détaillée les fonctions du conseil d'administration et d'améliorer la protection des actionnaires minoritaires. Deuxièmement, la situation suisse, avec la présence d'un actionnariat relativement concentré, ne correspondait pas à la problématique typique de la gouvernance d'entreprise, dont le débat concernait alors principalement les sociétés ouvertes au public et détenues par un actionnariat très dispersé, correspondant à la situation des pays anglo-saxons.

Cependant, la fin de la décennie 1990 a mis en évidence le besoin pour la Suisse de mettre en place des mesures adéquates en matière de gouvernance d'entreprise. Il s'agit en premier lieu de différents scandales ayant touché des entreprises suisses, dont le plus célèbre est le cas Swissair. Ces affaires ont mis en évidence certaines lacunes ou certains flous au niveau du rôle du conseil

d'administration, de la rémunération et des responsabilités des dirigeants, ainsi que le problème de la protection des petits actionnaires. Il s'agit en second lieu, comme mentionné précédemment, de la pression concurrentielle exercée suite à la publication de nombreuses recommandations au niveau international et au pouvoir croissant des investisseurs institutionnels.

Les années 2000 ont ainsi été marquées par la prise de conscience du problème et du besoin pour la Suisse de s'intégrer dans ce mouvement global pour offrir une meilleure protection aux actionnaires. Une vingtaine d'interventions parlementaires en lien avec la gouvernance d'entreprise ont été déposées depuis début 2001⁶. La plupart d'entre elles invitent le Conseil fédéral à procéder à un examen du droit suisse à la lumière des règles du gouvernement d'entreprise, plus particulièrement dans les domaines suivants : les droits et obligations des actionnaires ainsi que la protection des actionnaires minoritaires, la composition et l'organisation du conseil d'administration et de la direction générale, ainsi que la transparence des structures de direction et des indemnités allouées aux membres des organes dirigeants, l'établissement et la vérification des comptes annuels.

Ainsi, fin décembre 2005, le Département fédéral de justice et police a ouvert une procédure de consultation portant sur d'importantes modifications du Code des Obligations (CO) dans les domaines du droit de la société anonyme et du droit comptable⁷. Ce projet de modification poursuit quatre objectifs principaux : renforcer le gouvernement d'entreprise, adapter les structures du capital, moderniser les règles régissant l'assemblée générale et réformer le droit comptable.

Parallèlement à ces initiatives parlementaires, deux initiatives privées ont permis de faire progresser largement la situation suisse en matière de gouvernance. L'année 2002 a ainsi été marquée par l'application de la « Directive SWX concernant les informations relatives au Corporate Governance » (DCG) et de la sortie du « Code de bonne pratique pour le gouvernement d'entreprise » (CBP).

La première, édictée par la bourse suisse, est la DCG, dans le but de correspondre aux exigences internationales. La deuxième résulte d'une initiative

⁶ La liste exhaustive de ces interventions est disponible sur le site internet de l'Office fédéral de la justice (<http://www.ofj.admin.ch>).

⁷ Le Rapport explicatif est disponible à l'adresse suivante : http://www.admin.ch/ch/f/gg/pc/documents/1275/Bericht_f.pdf

d'Economiesuisse, qui grâce à un groupe de travail sous la direction du professeur Böckli, a rédigé le code de bonne pratique en matière de gouvernement des entreprises (CBP).

Ces travaux s'appuient sur les résultats du rapport « Le gouvernement d'entreprise en Suisse, rapport final du groupe d'experts sur le gouvernement d'entreprise » rédigé par le professeur Hofstetter. Ce rapport est l'aboutissement de discussions intensives menées au sein d'un groupe d'experts⁸ dont les objectifs étaient de présenter les paramètres juridiques et factuels du gouvernement d'entreprise dans des sociétés cotées à la Bourse en Suisse et également de définir différentes recommandations pour améliorer le niveau de gouvernance des entreprises suisse, tout en tenant compte de leurs spécificités.

Conformément à la loi sur les bourses et les valeurs mobilières (LBVM), la bourse suisse doit déterminer quelles informations doivent être publiées pour que les investisseurs puissent apprécier les caractéristiques de l'émetteur. Elle a ainsi édicté la DCG pour imposer aux entreprises une meilleure présentation de leurs informations portant sur la gouvernance d'entreprise. Le but de la DCG était d'améliorer l'attrait de la place financière suisse, principalement en augmentant le niveau global de transparence des entreprises, pour permettre de favoriser la surveillance des rémunérations des dirigeants, de renforcer le rôle des actionnaires et de tenter de mettre un terme aux pratiques frauduleuses. Elle s'applique à toutes les sociétés émettrices qui ont leur siège en Suisse et dont les droits de participation sont cotés à la SWX. Les informations transmises par l'entreprise doivent correspondre aux indications essentielles et être publiées dans un chapitre distinct

⁸ Ce groupe était composé de représentants d'entreprises, de juristes économiques et de différentes organisations : ABB Ltd, Zurich ; Alcan Holding Switzerland SA, Zurich ; ASIP (Association suisse des institutions de prévoyance), Zurich ; Bâloise Holding, Bâle ; Bühler AG, Uzwil ; Ciba Spécialités Chimiques SA, Bâle ; Clariant International SA, Muttens ; Credit Suisse Group, Zurich ; ethos (Fondation suisse d'investissement pour un développement durable), Genève ; F. Hoffmann-La Roche SA, Bâle ; Georg Fischer SA, Schaffhouse ; Lombard, Odier & Cie, Genève ; Lonza Group SA, Zurich ; Nestlé SA, Vevey ; Novartis International SA, Bâle ; Rieter Management AG, Winterthour ; Schindler Holding SA, Hergiswil ; Association suisse des banquiers, Bâle ; Union patronale suisse, Zurich ; Association suisse des analystes financiers et gestionnaires de fortunes (ASAG), Bülach ; Association Suisse d'Assurances (ASA), Zurich ; SGS Société Générale de Surveillance Holding SA, Genève ; Swiss Banking Institute de l'Université de Zurich, Zurich ; Swiss Re, Compagnie suisse de réassurances, Zurich ; Swiss Retail Federation, Berne ; Swissca Holding SA, Berne ; SwissCham (Association suisse des chambres de commerce), Zurich ; Swissmem, Zurich ; SWX Swiss Exchange, Zurich ; Chambre fiduciaire, Zurich ; UBS SA, Zurich et Bâle ; Association des sociétés anonymes privées, Bâle ; Groupement Holdings (Groupement de holdings industrielles suisses), Berne ; Versicherungskasse der Stadt Zürich, Zurich ; Zurich Financial Services, Zurich

dans le rapport de gestion. Ce texte est entré en vigueur le 1^{er} juillet 2002 et doit être appliqué dès le rapport de gestion 2002 des entreprises, dont les exercices comptables commençaient le, ou après le 1^{er} janvier 2002.

Economiesuisse a développé et coordonné son projet de code parallèlement à la DCG. Contrairement à la DCG qui ne donne pas de recommandations sur la façon de structurer le gouvernement d'entreprise, mais qui exige des informations précises de la part des entreprises, le CBP propose une ligne de conduite en fonction de recommandations, laissant ainsi une grande marge de liberté aux entreprises. Ce document s'adresse donc à toute société ouverte au public. Le CBP a été élaboré par un groupe d'experts d'Economiesuisse. Ces références se fondent sur des normes et des tendances internationales, tout en prenant en considération les particularités des entreprises suisses.

Après avoir indiqué les principales raisons du développement international et en Suisse de la gouvernance d'entreprise, nous allons nous intéresser plus particulièrement à la situation de la structure de propriété et de pouvoir des entreprises, qui sont à l'origine du développement de la théorie de l'agence et donc de la gouvernance d'entreprise.

Partie II. Structure de propriété et influence des actionnaires principaux

1 Introduction

L'étude de Faccio et Lang (2002) met en évidence la présence d'actionnaires dominants au sein de l'actionnariat des entreprises d'Europe continentale. Leur présence remet en question l'approche « classique » ou « originelle » de la gouvernance d'entreprise, basée sur les problèmes d'agence entre petits actionnaires et managers. Le pourcentage important de droit de vote détenu par ce type d'actionnaires permet à ces derniers de dominer les assemblées générales et d'exercer, de manière directe ou indirecte, un contrôle efficace sur la gestion des entreprises. Leur pouvoir réduit alors les conflits d'agence potentiels entre les actionnaires et les gestionnaires. Mais il peut en créer de nouveaux, découlant des différences d'objectifs ou d'attentes entre actionnaires de contrôle et actionnaires minoritaires.

Ces conflits d'intérêts entre actionnaires peuvent être d'autant plus importants lorsque l'organisation de l'entreprise ne correspond pas au principe « une action – une voix ». L'objectif de ce principe est de garantir l'égalité des droits entre actionnaires. Le respect de ce principe doit permettre de garantir à tout actionnaire, que son pourcentage de droits de vote correspond à son pourcentage du capital-action détenu, qui doit lui-même correspondre au pourcentage reçu du bénéfice créé par l'entreprise.

Cette situation permet alors d'atteindre une « démocratie du capital », composée par l'ensemble des participations des actionnaires, afin de minimiser les conflits et les coûts d'agence entre actionnaires. En cas de non respect de ce principe, les actionnaires principaux détiennent un pouvoir sur l'entreprise proportionnellement supérieur à leurs droits aux cash-flows futurs. Leur pouvoir dans l'entreprise leur permet ainsi de bénéficier du prestige et des avantages non financiers liés à leur position dominante, mais ne se reflète pas sur la répartition du bénéfice public généré par l'entreprise, déterminé par le pourcentage du capital détenu dans l'entreprise.

Ces derniers peuvent alors être tentés d'utiliser leur pouvoir sur la gestion des entreprises et la divulgation des informations, afin de s'attribuer des bénéfices privés en plus des bénéfices publics. Ces bénéfices privés sont définis par Dyck et Zingales (2004), comme les avantages, monétaires ou non, réservés exclusivement aux actionnaires de contrôle.

Si de par leur nature, l'évaluation de ces bénéfices reste complexe, il est néanmoins possible de confirmer empiriquement leur existence par une approche indirecte. Dyck et Zingales (2004) montrent ainsi que le prix payé, lors de cessions de blocs d'actions permettant de contrôler l'entreprise, intègre une prime moyenne s'élevant à 14% de la valeur de l'ensemble des actions de l'entreprise.

En effet, si d'une part, il est compréhensible que les actionnaires de contrôle obtiennent une compensation pour leur implication et pour les coûts liés à leur position, tels que la non diversification de leur patrimoine financier, les charges financières liées à l'expertise ou à l'audit stratégique, ou encore au temps consacré à l'entreprise. D'autre part, l'appropriation de bénéfice privé est par nature obtenue en l'absence de négociation avec les autres actionnaires. Cette négociation pourrait permettre de déterminer de manière transparente et objective la valeur du contrôle des actionnaires principaux, comme par exemple dans le cas du montant de la rémunération accordé aux membres du conseil d'administration. Pour De La Bruslerie (2004), cette « appropriation devient de la prédation lorsqu'elle se déroule hors d'un contexte de contestation économique et de mesure contractuelle de la performance » et peut correspondre à un abus de bien social.

Cette présence de bénéfices privés est l'un des problèmes centraux, auquel la gouvernance d'entreprise doit permettre d'apporter des solutions, dans des pays ayant une forte concentration de l'actionnariat, tels que la Suisse. Une analyse approfondie de la structure de propriété des entreprises suisses est alors indispensable pour identifier contre qui (actionnaires de contrôle ou dirigeants) et contre quel type de risque (bénéfices privés ou enracinement des dirigeants), la gouvernance d'entreprise doit protéger les actionnaires minoritaires.

Cette deuxième partie est ainsi consacrée à l'évaluation de la présence d'actionnaires de contrôle dans les entreprises cotées à la bourse suisse et à l'analyse des mécanismes qu'ils utilisent afin d'obtenir leur pouvoir. Ces résultats

permettront d'une part d'effectuer un état des lieux de la situation suisse et d'autre part d'obtenir les données nécessaires à l'évaluation de l'impact de leur présence sur l'application des mécanismes de gouvernance d'entreprise, traité à la partie V de notre recherche.

La structure de la partie II est organisée de la manière suivante. Le chapitre 2 présente les notions d'actionnaire de contrôle, de séparation de la propriété et du pouvoir, ainsi que de bénéfices privés. Le chapitre 3 pose tout d'abord le cadre légal suisse en rapport avec la structure de propriété et de pouvoir des entreprises, puis positionne la situation suisse par rapport aux autres principaux pays. Le chapitre 4 est consacré à l'analyse descriptive de la structure de propriété des entreprises cotées à la bourse suisse pour la période 1997 à 2001. Cette analyse est effectuée en fonction de la concentration de l'actionnariat, des réseaux de pouvoir à l'intérieur des entreprises et de la différenciation entre la propriété et le pouvoir. Le chapitre 5 détermine le degré de contrôle de l'actionnaire principal sur l'entreprise, en fonction de la structure de propriété et de pouvoir de chacune d'elle. Pour finir, le chapitre 6 conclut cette partie II.

2 Actionnaires de contrôle et bénéfices privés

Parallèlement à la distinction entre actionnaire majoritaire ou minoritaire définie uniquement en fonction de la détention des droits de vote, Jensen et Meckling (1976) distinguent deux catégories d'actionnaires. Les actionnaires de contrôle (inside shareholders) participent activement à la gestion de l'entreprise et les actionnaires externes (outside shareholders) sont passifs par rapport à la gestion de l'entreprise.

Dès qu'un agent économique confie la gestion de ses propres intérêts à un autre agent, il apparaît une relation d'agence. En présence d'actionnaires de contrôle, les actionnaires externes leur confient alors implicitement la surveillance de leurs capitaux. Les actionnaires de contrôle ont ainsi accès aux informations internes de la société et peuvent de cette manière influencer l'application des mécanismes de gestion et de contrôle. D'autant plus que, contrairement aux managers salariés qui peuvent être licenciés, le pouvoir des actionnaires de contrôle est légitimé par leur

pourcentage de droit de vote. Ils peuvent alors agir en fonction de leur propre intérêt, sans risquer d'être sanctionnés par le conseil d'administration.

Grâce à la gestion de l'asymétrie de l'information et au faible pouvoir de contrôle des actionnaires externes, les actionnaires de contrôle ont alors la possibilité de s'attribuer des bénéfices privés, constituant l'expression des conflits d'agence entre actionnaires de contrôle et actionnaires externes.

2.1 Les bénéfices privés

Les bénéfices privés peuvent correspondre à des avantages non monétaires, tels que la valeur « psychologique » provenant du contrôle (Harris et Raviv, 1998 ; Aghion et Bolton, 1992), mais également à des avantages monétaires. Hamon (2001) répartit ces derniers en 6 catégories :

- un vol pur et simple,
- une cession d'actif à un prix sous-évalué à une entité juridique totalement contrôlée par les insiders,
- un achat de biens et services surfacturé par une entité contrôlée par les insiders,
- la rémunération de personnes non qualifiées, mais proches des insiders,
- la sur-rémunération des personnes compétentes et proches des insiders,
- le sur-investissement dans des projets ne maximisant pas la richesse de l'ensemble des actionnaires.

Johnson et al. (2000) précisent les catégories 2 et 3 en définissant la notion de « tunnelling » (ou de siphonage) comme les techniques de manipulation du cash-flow, afin d'en détourner une partie et créer de la sorte, un flux de bénéfices privés au profit du groupe de contrôle

Si les bénéfices privés ne sont pas forcément illégaux, la preuve de leur existence pourrait cependant inciter les actionnaires externes à faire pression pour abolir ces privilèges, afin de respecter l'égalité de traitement entre actionnaires. Ainsi

l'évaluation de ces différents bénéfices privés est difficilement mesurable, principalement à cause de l'asymétrie d'information existant entre les actionnaires internes et externes. Deux approches principales permettent néanmoins de confirmer leur existence et même de les évaluer : la méthode des transactions de blocs de contrôle et la valorisation des droits de vote.

La méthode des transactions de blocs de contrôle développée par Barclays et Holderness (1989) permet d'évaluer la prime du contrôle, sur la base de la différence entre le prix payé par action pour obtenir le bloc de contrôle et le prix par action sur le marché après l'annonce du transfert. Elle est fondée sur le principe, que le prix payé pour l'obtention d'un bloc de contrôle, intègre d'une part le cours de marché du titre (correspondant à l'actualisation des bénéfices publics), et d'autre part l'actualisation des bénéfices privés futurs liés à une situation dominante (que l'acheteur pense obtenir suite à la transaction). Par exemple, supposons qu'un investisseur A prenne le contrôle de l'entreprise B en achetant 40% des actions. Il paie 320 CHF pour chacune des actions de ce bloc de contrôle. Tandis que le prix de marché des autres actions après l'annonce du transfert est quant à lui de 250 CHF. La prime par action pour obtenir le contrôle est donc de 28%⁹. La mesure de la valeur du bénéfice privé correspond alors au total des primes payées, par rapport à la valeur boursière de l'entreprise suite à la transaction. Dans notre exemple, cette valeur s'élève à 11.2 % (de la capitalisation boursière), soit 28 % de prime par action multiplié par 40 % du capital.

L'application de cette méthode a ainsi permis de confirmer l'existence d'une prime associée aux transferts de blocs de contrôle. Barclays et Holderness (1989) évaluent ainsi 63 cessions de blocs de contrôle entre 1978 et 1982. Ils montrent que dans 80% des échanges de blocs, le prix des actions est supérieur aux cours boursiers et que la prime de contrôle correspond en moyenne à 20%. Dyck et Zingales (2004) évaluent quant à eux 393 cessions de blocs dans 39 pays entre 1990 et 2000. Leurs résultats indiquent que la valeur du contrôle se situe entre -4% pour le Japon et 65% pour le Brésil, avec une moyenne à 14%. Quant aux entreprises suisses, la prime est évaluée à 6%.

⁹ Soit 320 moins 250, le tout divisé par 250.

Plus cette prime est importante, plus les futurs bénéfices privés prévus sont élevés. Ainsi, le niveau relativement faible obtenu par les entreprises suisses semble indiquer que les bénéfices privés y sont peu importants. Cependant nous estimons que certains éléments peuvent expliquer en partie ce résultat. Dyck et Zingales (2004) considèrent que la transaction offre à l'acheteur le contrôle de l'entreprise si elle lui permet, comme le propose également La Porta et al. (1999), de détenir plus de 20% des droits de vote. Ainsi, comme nous le verrons dans la suite de nos recherches, ce seuil pour obtenir le contrôle peut être sous-estimé pour des pays ayant un actionnariat concentré, tels que la Suisse. Certaines transactions ne seraient ainsi pas des transferts de blocs de contrôle. D'autre part, les blocs de contrôle en Suisse sont principalement détenus par les fondateurs des entreprises ou leur famille. La persistance de leur présence à la tête des entreprises peut également indiquer que les différents transferts de blocs contrôle, pris en considération, ne sont peut-être que des prises de participations relativement importantes, sans pour autant permettre de contrôler les sociétés.

La deuxième approche pour évaluer les bénéfices privés est fondée sur la valorisation des droits de vote. Cette méthode s'applique uniquement aux entreprises composées de plusieurs types d'actions, ayant des ratios différents entre droit au dividende et droit de vote. Leur différence de prix sur le marché indique alors que la valeur d'une action avec un droit de vote supérieur comprend non seulement les flux de dividendes futurs, mais encore les bénéfices privés associés au droit de vote. Prenons l'exemple d'une entreprise constituée de deux types d'actions, l'un avec droit de vote et l'autre sans droit de vote. La prime de vote est alors égale à la différence entre le prix d'une action avec droit de vote et sans droit de vote, le tout divisé par le prix d'une action sans droit de vote. Les bénéfices privés peuvent également être exprimés en pourcentage de la capitalisation boursière de la firme, en multipliant la prime de vote par la fraction du capital représentée par les actions à droit de vote supérieur (Rydqvist (1996)).

Comme pour la méthode de transfert de bloc, les études sur la valorisation des droits de vote montrent également l'existence de primes liées à la possession des droits de vote. Nenova (2003) trouve ainsi une prime moyenne de 11.6% sur un échantillon de 661 entreprises provenant de 18 pays différents. Plus spécifiquement,

elle obtient également une prime moyenne de 6% pour les entreprises suisses¹⁰. Cependant, comme pour la méthode précédente, nous estimons également que ce résultat peut être sous évalué. En effet, comme nous le montrons dans la suite de notre recherche, une forte proportion d'entreprises suisses, ayant un cumul de type d'actions nominatives et au porteur, ne met pas à la cotation les actions nominatives.

Cependant, comme le soulignent Dyck et Zingales (2004), même si ces deux méthodes ont des fondements différents, il est intéressant de constater que les résultats qui en découlent sont relativement similaires.

Parallèlement à ces deux approches, une méthode plus récente propose un nouvel indicateur des bénéfices privés, en évaluant la gestion stratégique des résultats des entreprises. Cette dernière peut être définie « comme une intervention délibérée dans le processus de la présentation de l'information financière dans le but de s'approprier des gains personnels. » (Skipper (1989)). La manipulation des résultats comptables par les actionnaires de contrôle permet ainsi de fausser la performance réelle des firmes sur certaines années, afin de dissimuler les bénéfices privés (Leuz et al. (2003), Bhattacharaya et al. (2003), Liu et Lu (2002), Latrous (2004)).

2.2 Les seuils de contrôle

D'un point de vue purement théorique, une possession supérieure à 50% des droits de vote totaux est indispensable pour pouvoir dominer les assemblées générales et de facto l'entreprise. Dans la pratique, ce seuil de 50% peut cependant être influencé par de nombreux facteurs, tels que les contraintes légales ou la présence d'autres actionnaires importants.

La Porta et al. (1999) avancent ainsi qu'un seuil de 20% est suffisant pour contrôler une société. Ils justifient cette valeur par le fait que, sur l'ensemble de leur échantillon d'entreprises provenant de 27 pays, un seuil de 20% des droits de vote permet d'isoler un actionnaire unique dans 70% des cas. Ils estiment également qu'un actionnaire de contrôle agit en toute liberté dès le moment où il n'existe pas

¹⁰ Des études plus anciennes, mais spécifiques au marché suisse (Horner (1988), Haeberle et Pasquier-Dorthe (1991)), confirment également que les actions avec un droit de vote plus important se vendent à un prix supérieur.

d'autres actionnaires détenant plus de 10% des droits de vote (situation représentant 75% de l'ensemble des entreprises analysées dans leur échantillon).

L'objectif de l'actionnaire principal est donc de détenir le niveau de participation minimum lui permettant d'une part de dominer les assemblées générales et d'autre part de conserver cette domination au cours du temps. Cette domination leur permet alors de contrôler le conseil d'administration et par ce biais, la gestion de l'entreprise.

Il est alors important de ne plus uniquement considérer l'actionnaire principal, comme un simple apporteur de capital renonçant à s'impliquer dans la gestion de l'entreprise. Roe (2001, 2002b) et Charreaux (2002) introduisent une dimension cognitive à la présence d'actionnaires de contrôle. Cette approche permet de tenir compte des compétences spécifiques et des attentes des actionnaires principaux pour déterminer leur présence dans les entreprises. Elle permet ainsi de mettre en évidence l'implication des actionnaires principaux dans la gestion stratégique de l'entreprise et expliquer ainsi l'importance que ces derniers peuvent attacher à la conservation de leur pouvoir dans l'entreprise.

2.3 Différenciation entre la propriété et le pouvoir¹¹

L'existence de mécanismes permettant de différencier la propriété d'un actionnaire par rapport à son pouvoir, est directement liée à l'objectif d'atteindre ou de conserver un seuil de contrôle, et ceci en fonction d'une participation définie en capital. Afin de présenter ces mécanismes, nous avons élaboré un classement en deux types : les mécanismes de différenciation internes aux entreprises et ceux externes aux entreprises.

Les mécanismes de différenciation internes correspondent à des modifications apportées aux statuts des entreprises, soit pour augmenter le pouvoir de l'actionnaire principal, soit pour diminuer celui des actionnaires externes.

Les mécanismes externes de différenciation se situent quant à eux au niveau des marchés boursiers. La stratégie consiste à prendre des participations

¹¹ Ne pas confondre avec la problématique de la séparation de la propriété et du pouvoir, telle que présentée par Berles et Means (1932).

majoritaires dans des sociétés cotées, pour profiter de l'apport en capital des actionnaires externes.

2.3.1 Mécanismes internes de différenciation

La méthode la simple pour différencier la propriété du pouvoir est obtenue par l'émission de plusieurs catégories d'actions, auxquelles sont rattachées des droits de vote différents. Par exemple, une entreprise a un capital-action de 320'000 CHF, constitué de 20'000 actions nominatives d'une valeur nominale de 1 CHF et de 30'000 actions au porteur d'une valeur nominale de 10 CHF. Par ailleurs, ses statuts définissent que chaque action nominative ou au porteur donne droit à une voix lors de l'assemblée générale. Il est alors possible de détenir 50% des droits de vote de cette entreprise, en ne détenant que 21.9% de son capital-action. Car 50% des votes peuvent être obtenus avec les 20'000 actions nominatives et avec 5'000 actions au porteur, ce qui représente que 70'000 CHF en valeur nominale et donc 21.9% du capital-action total.

L'avantage de ces différenciations est de favoriser l'entrée en bourse de sociétés contrôlées par un actionnaire fort (tel que le fondateur), désirant conserver son contrôle de l'entreprise, malgré la cotation. Par contre, ces mesures peuvent tout de même réduire l'efficacité du marché financier, notamment à cause d'une liquidité peu importante des titres et également, comme présenté précédemment, causer d'importants coûts d'agence dus aux conflits d'intérêts entre les actionnaires externes et l'actionnaire de contrôle.

Par ailleurs, comme le rappelle le Rapport Hofstetter (2002), il est fondamental de distinguer les situations ex ante et ex post à l'entrée en Bourse des sociétés. Ainsi un actionnaire ayant été informé des différents mécanismes de différenciation lors de l'achat d'actions d'une société, ne peut pas revendiquer par la suite l'application du principe « une action – une voix ». Par contre, le système légal doit protéger les actionnaires externes contre des modifications diminuant leurs droits vote de manière ex post, comme le mentionne le Code des Obligation en Suisse (CO).

Faccio et Lang (2002) indiquent que la Belgique oblige ses entreprises à respecter le principe « une action – une voix », tandis que pour d'autres pays, tels que le Portugal, l'Espagne, la France, le Royaume-Uni, la Norvège, l'Allemagne,

l'Italie, la Finlande et la Suède, ce principe ne doit pas être obligatoirement respecté, mais qu'il y existe des restrictions à une trop forte différenciation entre propriété et pouvoir. Par contre, ces mêmes auteurs indiquent que l'Autriche, l'Irlande et la Suisse n'imposent pas de ce type de restrictions. Cependant le CO impose des limites tant au niveau des rapports des valeurs nominales que des rapports de quantité entre les différents types d'actions (CO art. 693 et art. 656b, al. 1).

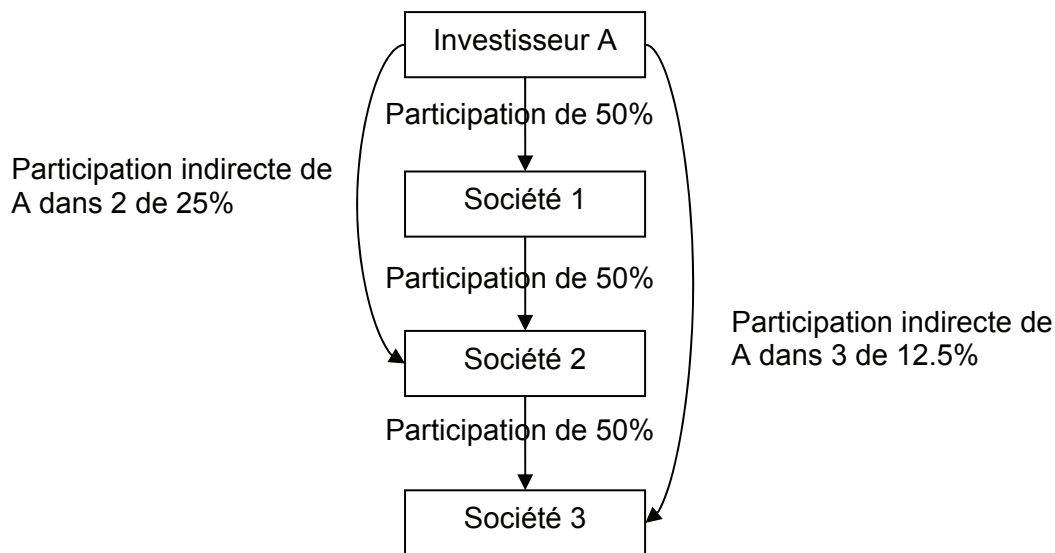
Parallèlement à l'émission de plusieurs catégories d'actions pour augmenter le pouvoir de l'actionnaire principal, les statuts des entreprises peuvent également imposer des limitations de droits de vote à l'ensemble ou à une partie des actionnaires. Ces mesures peuvent être considérées comme des protections contre l'arrivée de nouveaux actionnaires, notamment lors d'une OPA. Comme la différenciation des droits de vote rattachés aux actions, le droit suisse permet l'existence de ce type de limitation dans la mesure où ces dernières sont appliquées avant l'introduction en Bourse et propose des protections légales dans le cas d'applications après coup de ces mesures (art. 706 CO). Les différentes possibilités à disposition des entreprises suisses sont présentées au point 3.1.

2.3.2 Mécanismes externes de différenciation

Les deux mécanismes précédents agissent sur les rapports de pouvoir entre les actionnaires d'une même entreprise. Les structures pyramidales ou les participations croisées (décrits notamment par Bebchuk et al. (2000)) constituent quant à eux les principaux mécanismes externes de différenciation.

2.3.2.1 Les structures pyramidales

Les structures pyramidales correspondent à une chaîne d'entreprises cotées, dominées par une coalition d'investisseurs ou une société non cotée. La domination successive sur chaque entreprise de la chaîne permet de faire diminuer le capital nécessaire pour obtenir le contrôle de chaque maillon supplémentaire. Le graphique 1 présente la situation d'un investisseur A détenant une participation de 50% dans la société 1, qui elle-même détient 50% de la société 2, qui détient elle-même 50% de la société 3. Sous les hypothèses que chaque action donne droit à une voix et que le contrôle total s'exerce au seuil de 50%, cette structure pyramidale permet ainsi à l'investisseur A de contrôler la société 3 en ne détenant par le biais des autres entreprises que 12.5% de son capital.



Graphique 1 Structure pyramidale à trois niveaux

Ainsi, plus la chaîne est longue, plus la distorsion au principe « une action – une voix » est importante. Il est également possible de cumuler les mécanismes internes de différenciation et l'application d'une chaîne pyramidale, pour réduire la mise de fonds nécessaire au contrôle de la chaîne de sociétés¹².

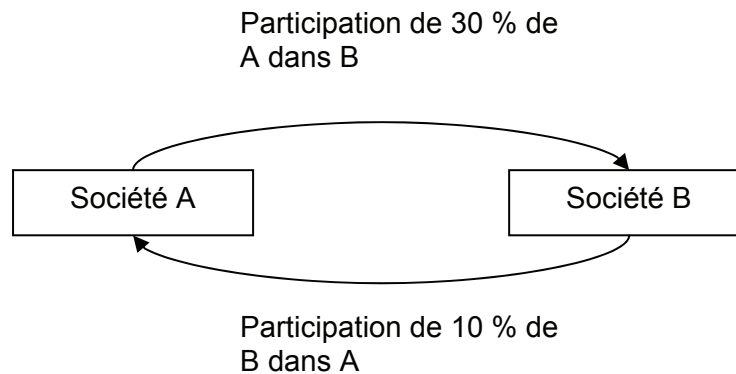
Ces structures peuvent poser le problème du contrôle des transferts des bénéfices vers la société au sommet de la pyramide. Les investisseurs contrôlant la pyramide peuvent par exemple s'approprier des bénéfices privés, au moyen de prix de transfert ne correspondant pas aux prix de marché, entre les entreprises de la pyramide (principe du siphonage).

2.3.2.2 Participation croisée

Afin de dissocier la propriété du pouvoir, deux sociétés ou plus, peuvent également détenir des participations réciproques. Il existe alors un circuit fermé au niveau de la structure du capital. Par exemple, une société A détient 30% des actions d'une société B, permettant à la société A de contrôler la société B. La société B détient quant à elle 10% des actions de la société A (voir graphique 2).

¹² Des exemples de situations réelles présentés par Faccio et Lang (2002) montrent la grande créativité des actionnaires de contrôle en la matière.

Lors des assemblées générales, la personne à la tête de la société A peut ainsi asseoir son pouvoir, grâce aux voix qu'il contrôle par le biais de la société B.



Graphique 2 Participation croisée entre deux sociétés

Comme pour les structures pyramidales, Biebuyck et al. (2005) montrent que les participations croisées limitent le pouvoir potentiel des actionnaires externes et opacifient les réseaux de pouvoir au sein des entreprises. C'est pourquoi cette situation est fortement réglementée dans ce nombreux pays. Dans le cas suisse, le point 1.3 de la DCG oblige ainsi à indiquer l'existence de participations croisées, dans la mesure où les participations dépassent de part et d'autre 5% de l'ensemble des voix ou du capital.

Après avoir présenté les avantages et les problèmes liés à la présence d'actionnaires de contrôle dans le cadre de la gouvernance d'entreprise, nous allons maintenant présenter la structure de propriété et de pouvoir en Suisse.

3 Situation suisse : cadre légal et comparaison internationale

Ce chapitre 3 est consacré tout d'abord à la présentation des principaux éléments définissant le cadre légal suisse en matière de structure de propriété et de pouvoir. Puis dans un second temps, nous mettrons en perspective la situation de la structure de propriété des entreprises suisses cotées dans un contexte international.

3.1 Cadre légal suisse

Les différents aspects légaux en rapport avec la structure de propriété et de pouvoir en Suisse se retrouvent dans le Code des obligations (CO), la Loi sur les Bourses et les Valeurs Mobilières (LBVM), l'Ordonnance sur les Bourses et les Valeurs Mobilières (OBVM) et plus récemment dans la DCG concernant les informations relatives au Corporate Governance.

L'information principale pour l'analyse de la structure de propriété provient de « l'obligation de déclarer », définie par l'article 20 de la LBVM. Cet article impose à « toute personne qui détient directement, indirectement ou de concert avec des tiers des titres et dont les participations dans une société cotée en Bourse atteignent, dépassent ou passent au-dessous des seuils de 5%, 10%, 20%, 33 1/3%, 50% ou 66 2/3% des droits de vote à en informer la société et la bourse suisse dans un délai de 4 jours. La société a ensuite deux jours pour publier les informations qui lui sont communiquées (art. 18 OBVM). En outre, conformément à l'article 663c CO, les sociétés sont tenues de publier dans l'annexe au bilan les noms des actionnaires importants et de ceux liés par des conventions de vote dont la participation dépasse 5% des droits de vote. Si une limite inférieure est fixée par les statuts afin de restreindre la transmissibilité, cette limite est déterminante pour l'obligation de publier (art. 663c al. 2 CO). »¹³

Cependant il ne s'agit que de données brutes, correspondant au pourcentage de voix détenu par un actionnaire par rapport à l'ensemble des droits de vote d'une

¹³ Hofstetter (2002), p. 31.

société. Ces informations doivent encore être complétées par d'autres éléments pour obtenir une image reflétant vraiment la structure de propriété et de pouvoir.

Comme présenté au point précédent, il existe différents moyens pour faire varier le rapport entre les droits de vote et la participation au capital.

Tout d'abord au niveau des titres de propriété, l'entreprise peut constituer son capital actions par des actions au porteur ou nominatives (art. 622 CO), dans une proportion définie dans les statuts. Grâce à ce cumul, il est possible de créer des actions à droit de vote privilégié. Pour y parvenir, l'entreprise doit déclarer dans ses statuts que « le droit de vote sera exercé proportionnellement au nombre des actions de chaque actionnaire sans égard à leur valeur nominale, de telle sorte que chaque action donne droit à une voix. Dans ce cas, des actions de valeur nominale inférieure à d'autres actions de la société ne peuvent être émises que comme actions nominatives et doivent être intégralement libérées. La valeur nominale des autres actions ne peut pas être plus de dix fois supérieure à celle des actions à droit de vote privilégié. » (art. 693 CO).

Les statuts peuvent également définir un capital participation composé de bons de participation. Ces derniers ont alors une valeur nominale, mais ne confèrent pas de droits de vote (art. 656a CO). Comme pour les actions à droit de vote privilégié, la loi définit des restrictions. Ainsi le montant de capital participation ne peut pas dépasser le double du capital-action (art. 656b, al. 1 CO). Les bons de jouissance, n'ayant pas de valeur nominale (art. 657 CO), ne rentrent pas directement dans cette problématique.

A côté de ces dispositions permettant d'obtenir un droit de vote supérieur, il existe également d'autres dispositions permettant de diminuer le droit de vote des autres actionnaires. La société peut ainsi introduire dans ses statuts une clause afin de limiter le nombre de voix des actionnaires (art. 692 al.2 CO) ou encore restreindre la transmissibilité des actions nominatives (art. 685 d et ss. CO). Cette clause peut ainsi faire augmenter le nombre d'actions nominatives non inscrites (ou dispo) au sein de la société. Ces dernières correspondent aux actions nominatives auxquelles il n'est rattaché aucun droit de vote, soit parce que le propriétaire a atteint les seuils définis précédemment, soit parce qu'il n'a pas fait la demande d'inscription au registre des actionnaires.

Un autre aspect concerne l'acquisition par la société de ses propres actions (art. 659 CO). Sous condition de disposer librement de fonds propres équivalant au montant de la dépense, une société peut, pour différentes raisons, racheter jusqu'à 10% de son capital action. Le droit de vote lié à ces actions et les droits qui y sont attachés sont alors suspendus (art. 659a CO), ce qui peut renforcer en cas de besoin la position des actionnaires en place.

A côté de ces différents éléments permettant de faire varier le rapport entre droit de vote et participation au capital, l'obligation de présenter une offre (art. 32 LBVM) peut conditionner le pourcentage de voix détenus par le plus gros actionnaire. Cet élément constitue une étape s'ajoutant à l'obligation de déclarer. Elle oblige tout actionnaire qui franchit directement ou indirectement ou de concert avec des tiers, le seuil de 33 1/3 pour cent des droits de vote, à faire une OPA à l'ensemble des détenteurs de titres de participation de la société. Cependant, l'article 22 al 2 de la LBVM propose deux possibilités d'atténuer les effets de l'obligation de présenter une offre, d'une part l'opting up, permettant d'augmenter le seuil de 33 1/3 à 49 pourcent et d'autre part, l'opting out libérant les actionnaires de l'obligation de présenter une offre. Ces modifications doivent être votées lors de l'assemblée générale et doivent figurer dans les statuts. Cependant si cette démarche a lieu après la cotation en bourse de l'entreprise, elle est soumise à l'article 706 CO, permettant à chaque actionnaire de pouvoir attaquer en justice les décisions de l'assemblée générale, notamment en cas de suppression ou limitation des droits des actionnaires, en violation de la loi ou des statuts, ou d'une manière non fondée. Cependant lors de l'application de la LBVM, « les sociétés ont obtenu la possibilité de recourir à la clause de l'opting out sans condition durant une phase de transition de 2 ans (protection des droits acquis, art. 52 LBVM) ».¹⁴

Les différents éléments présentés ci-dessus ne constituent pas une liste exhaustive, mais permettent de définir les principaux aspects légaux utiles pour notre recherche.

¹⁴ Hofstetter (2002), p. 35.

3.2 Mise en perspective internationale de la structure de propriété des entreprises suisses

Afin de caractériser la structure de propriété des entreprises cotées à la bourse suisse par rapport à la situation des autres pays, nous allons présenter et commenter certains des résultats obtenus par Faccio et Lang (2002). Ces derniers évaluent la structure de propriété de 5232 entreprises réparties dans 13 pays¹⁵. Contrairement à l'étude de La Porta et al. (1999) qui n'étudient que les 20 entreprises les plus importantes et 10 entreprises de moyenne capitalisation de 27 pays, l'étude de Faccio et Lang (2002) prend en considération l'ensemble des entreprises cotées à la bourse suisse, permettant ainsi de donner une image aussi réelle que possible de la situation. Il faut également relever que pour ces deux études, la source des données pour évaluer les entreprises suisses est identique, c'est-à-dire le Guide des actions suisses (1996).

Afin d'obtenir une vision globale de la structure de propriété des entreprises suisses et de pouvoir mettre en évidence ses particularités dans une perspective internationale, nous avons structuré cette présentation des résultats de Faccio et Lang (2002) en fonction de trois approches :

- 1) Présence et type de l'actionnaire principal
- 2) Différenciation de la propriété et du pouvoir
- 3) Pouvoir de l'actionnaire principal

Afin de mettre en évidence les particularités de la situation suisse, nous avons comparé les valeurs obtenues par les entreprises suisses par rapport à celles des entreprises allemandes et anglaises, ainsi qu'à la moyenne obtenue par l'ensemble des entreprises des 13 pays analysés. Le choix d'effectuer cette comparaison par rapport à ces deux pays spécifiques est dû au fait que La Porta et al. (1999) et Faccio et Lang (2002) montrent tout d'abord que la situation des entreprises anglo-saxonnes se différencie de celles des pays d'Europe continentale. Puis, quant au choix de l'Allemagne parmi les pays de l'Europe continentale, ce dernier a été motivé par l'origine commune du droit allemand et du droit suisse. Ainsi, sur les 5232

¹⁵ Ces pays sont l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, l'Espagne, la Finlande, la France, l'Irlande, l'Italie, la Norvège, le Portugal, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse.

entreprises analysées par Faccio et Lang (2002), 214 sont cotées en Suisse, 704 en Allemagne et 1953 en Angleterre.

3.2.1 Présence et type de l'actionnaire principal

Concernant la présence d'un actionnaire important, les entreprises suisses se trouvent en dessus de la moyenne des pays analysés. Comme mentionné précédemment, il est important de différencier les pays anglo-saxons, des autres pays de l'échantillon. Les résultats présentés au tableau 1 indiquent que 73% des entreprises suisses ont un actionnaire détenant plus de 20% des droits de vote, alors que cette valeur monte à 90% pour les entreprises allemandes et n'est que de 37% pour les entreprises du Royaume-Uni, avec une moyenne de 63% sur les 13 pays de l'échantillon.

En prenant en considération la taille de la capitalisation boursière des entreprises, ces valeurs ont tendance à être plus importantes pour les entreprises de plus petite taille. Cependant ce lien n'est vérifié ni pour la Suisse, ni pour l'Allemagne, où la concentration la plus importante correspond aux entreprises de capitalisation moyenne. Tandis que pour les entreprises anglaises et pour le résultat moyen des treize pays, la concentration est effectivement inversement proportionnelle à la capitalisation boursière des entreprises.

Tableau 1 Présence d'un actionnaire principal

Pourcentage des entreprises ayant un actionnaire détenant plus de 20% des droits de vote	Suisse	Allemagne	Angleterre	Moyenne des treize pays
Pour toutes les entreprises	73%	90%	37%	63%
Pour les 20 plus grandes entreprises	50%	55%	10%	55%
Pour les 50 entreprises moyennes	82%	90%	36%	71%
Pour les 50 plus petites entreprises	72%	86%	58%	75%

Source : adapté de Faccio et Lang (2002)

Afin de déterminer le type de l'actionnaire principal détenant plus de 20% des droits de vote, ce dernier est ensuite classé dans les catégories suivantes : 1) Famille ou entreprise non cotée, 2) L'État, 3) Entreprises cotées sans actionnaire de contrôle et 4) Autres (ne pouvant pas être attribué aux trois premières catégories).

Le tableau 2 indique que les résultats suisses correspondent globalement à ceux de l'Allemagne et à ceux de la moyenne des treize pays. La présence plus

importante de l'État en Suisse peut en partie être expliquée par la cotation fréquente des banques cantonales (dont les actionnaires principaux correspondent aux différents cantons concernés). En contrepartie en Angleterre, il n'y a qu'un très faible pourcentage d'entreprises contrôlées par l'État, mais il existe par contre une présence importante de prises de participation entre entreprises cotées.

Tableau 2 Type de l'actionnaire principal

Type de l'actionnaire principal dans les entreprises ayant un actionnaire détenant plus de 20% des droits de vote	Suisse	Allemagne	Angleterre	Moyenne des treize pays
Famille ou entreprise non cotée,	67.61%	74.42%	65.53%	70.97%
L'État	9.86%	6.98%	0.28%	6.45%
Entreprises cotées sans actionnaire de contrôle	14.08%	11.63%	25.64%	17.74%
Autres	8.45%	6.98%	8.55%	4.84%
Pourcentage des entreprises ayant au moins un actionnaire détenant au moins 20% des droits de vote	73%	90%	37%	63%

Source : adapté de Faccio et Lang (2002)

3.2.2 Dissociation entre la propriété et le pouvoir

La Suisse se distingue des autres pays par l'importance de la différenciation existante entre la propriété détenue par l'actionnaire principal et le pouvoir qui en découle (voir tableau 3). Ainsi 51% des entreprises suisses ont un capital composé de plusieurs types d'actions, contre 17% pour l'Allemagne, 24% pour l'Angleterre et 20% de moyenne sur les 13 pays. Ainsi, dans l'ensemble des entreprises ayant au moins un actionnaire détenant au moins 20% des droits de vote, il est possible en Suisse de détenir 20% de droits de vote avec uniquement 15% du capital action, contre environ 19% pour l'Allemagne et l'Angleterre et ainsi que pour la moyenne sur les 13 pays.

En conséquence, dans les 189 entreprises suisses ayant au moins un actionnaire détenant 5% de droit de vote, l'actionnaire le plus important détient en moyenne 35% du capital de la société, mais 47% des droits de vote. Le rapport suisse entre le pourcentage de capital et de droit de vote est ainsi le plus faible des treize pays de l'échantillon.

Tableau 3 Dissociation entre la propriété et le pouvoir

	Suisse	Allemagne	Angleterre	Moyenne des treize pays
Nombre total d'entreprises	214	704	1953	5232
Nombre d'entreprises ayant au moins un actionnaire détenant 20% de droit de vote	155	631	721	3300
Nombre d'entreprises ayant au moins un actionnaire détenant 5% de droit de vote	189	690	1628	4806
Pourcentage des entreprises avec un capital composé de plusieurs types d'actions par rapport à l'ensemble des entreprises	51%	17%	24%	20%
Pourcentage moyen du capital-action pour obtenir 20% des droits de vote (pour l'ensemble des entreprises)	15%	19%	19%	19%
Pourcentage moyen du capital-action détenu par l'actionnaire principal détenant plus de 5% des droits de vote	35%	55%	25%	35%
Pourcentage moyen des droits de vote détenu par l'actionnaire principal détenant plus de 5% des droits de vote	47%	55%	25%	38%
Rapport entre le pourcentage moyen du capital-action et les droits de vote détenu par l'actionnaire principal détenant plus de 5% des droits de vote	0.74	0.85	0.89	0.87

Source : adapté de Faccio et Lang (2002)

Par contre, la dissociation entre la propriété et le pouvoir, obtenue par la prise de participation sur les marchés boursiers, est peu utilisée dans les entreprises suisses. Ainsi dans les entreprises suisses ayant un actionnaire détenant au moins 20% des droits de vote, 11% font partie d'une structure pyramidale, contre 23% en Allemagne, 21% en Angleterre et 19% de moyenne sur les treize pays. Ces résultats se retrouvent également pour les chaînes de participations croisées, avec uniquement 1% pour la Suisse et 7% pour l'Allemagne, 5% pour l'Angleterre et 6% de moyenne dans les treize pays.

3.2.3 Pouvoir de l'actionnaire principal

Afin de déterminer le pouvoir de l'actionnaire principal (détenant au moins 20% des droits de vote), il est important de vérifier s'il y a, au sein de l'actionnariat de l'entreprise, un autre actionnaire détenant au moins 10% des droits de vote. Dans 68% des entreprises suisses, cet autre actionnaire n'existe pas, laissant ainsi un pouvoir plus important à l'actionnaire principal. Cette valeur est moins importante

dans les trois autres cas, soit 60% en Allemagne, 43% en Angleterre et 54% de moyenne pour les treize pays.

Le pouvoir de l'actionnaire principal peut également être vérifié par l'implication des actionnaires principaux dans la gestion des entreprises. Ainsi, dans 68% des 3'300 entreprises de l'échantillon ayant un actionnaire détenant au moins 20% des droits de vote, un membre de la famille de ce dernier fait parti de la haute direction (directeur, président, vice-président, honorifique). Pour les 155 entreprises suisses, ce pourcentage correspond à 70%, contre 61% pour les 631 entreprises allemandes et 76% pour les 721 entreprises anglaises.

Ces différents résultats montrent que les entreprises suisses se caractérisent par une dissociation importante entre le pourcentage de capital détenu par l'actionnaire principal et le pourcentage de droits de vote qu'il possède. Le ratio entre le capital et les droits de vote détenus par le plus gros actionnaire est ainsi le plus faible des 13 pays étudiés par Faccio et Lang (2002). Cet effet est principalement obtenu par l'emploi d'actions multiples, alors que les structures pyramidales ou des participations croisées ne sont que peu employées.

En se basant sur ces résultats, nous allons ainsi nous concentrer sur le pouvoir de l'actionnaire de contrôle en Suisse et sur la manière dont il l'obtient. Cette distinction entre propriété et pouvoir joue un rôle important sur le comportement des actionnaires principaux au sein de l'entreprise. Ainsi, comme le montrent Claessens et al. (2002) en analysant les relations entre la structure de l'actionnariat et la valorisation en Asie, la valeur des sociétés augmente avec le pourcentage de capital détenu par le plus gros actionnaire, mais baisse lorsque le pouvoir du plus gros actionnaire est supérieur à sa détention de capital. De telles conclusions ont également été obtenues par Edwards et Weichenrieder (2004) pour le marché allemand.

Cette dissociation entre propriété et pouvoir dans les entreprises suisses sera mise en évidence dans le chapitre suivant, grâce à la création d'une base de données et à une analyse spécifique à la situation suisse en fonction de son cadre légal. Cette analyse permettra également de vérifier l'évolution de la situation par un échantillon couvrant une période de 5 ans.

4 Analyse de la structure de propriété des entreprises suisses cotées

La présentation de la situation de la structure de propriété et de pouvoir au sein des entreprises cotées à la bourse suisse conserve l'approche que nous avons définie au chapitre précédant. Elle est ainsi effectuée selon trois aspects :

1. La structure de l'actionnariat,
2. Les moyens mis en œuvre pour augmenter le niveau de droit de vote ou encore pour réduire celui d'autres actionnaires
3. Les réseaux de pouvoir établis par les actionnaires au sein de la haute direction.

Cette analyse est effectuée sur un échantillon des entreprises cotées à la bourse suisse. Afin pour pouvoir vérifier l'évolution de la situation, elle porte sur une période de 5 ans, soit de 1997 à 2001. Les critères pour la sélection de ces entreprises ont été d'un part l'importance de la capitalisation boursière et la continuité¹⁶ des informations sur la période d'évaluation. Et d'autre part, comme cet échantillon est identique à celui pour l'évaluation de la transparence des entreprises, effectuée à la partie IV de notre recherche, nous l'avons restreint aux entreprises industrielles et commerciales. Cette restriction est due au fait de contraintes spécifiques liées à la transparence des entreprises financières (voir partie IV). Contrairement à Faccio et Lang (2002), nos contraintes sur la sélection des entreprises impliquent que nos résultats ne seront pas exhaustifs. La liste des 90 entreprises retenues se trouve à l'annexe 1.

Les données que nous avons utilisées, proviennent de plusieurs sources. Comme pour les études de La Porta et al (1999) et de Faccio et Lang (2002), la principale est le « Guide des actions des actions suisses » des années correspondantes. En cas de besoin, d'autres données proviennent des rapports annuels et des statuts des entreprises, ainsi que du « CD de l'économie suisse » édité par Orell Füssli.

¹⁶ Le choix de ne prendre en considération que les entreprises ayant survécu durant la période d'analyse, implique un biais de sélection dans notre échantillon.

4.1 Structure de l'actionnariat

Ce premier aspect regroupe les informations sur la structure de l'actionnariat, telles que la concentration des droits de vote, les pourcentages de voix de l'actionnaire principal et des autres actionnaires importants, le pourcentage de capital pouvant faire l'objet d'une négociation effective à la Bourse (free float ou flottant) et le type de l'actionnaire le plus important (famille, entreprise cotée et entreprise non cotée).

4.1.1 Concentration des droits de vote

L'aspect principal pour analyser la structure de l'actionnariat est la répartition des droits de vote entre les différents actionnaires. L'article 20 de la loi sur les bourses à propos de l'obligation de déclarer permet d'une part de déterminer la répartition des droits de vote au sein de l'entreprise pour chacun des actionnaires détenant plus de 5% des droits de vote et d'autre part de déterminer la nature de ces actionnaires. Les résultats figurant dans le tableau 4 indiquent que le pourcentage de droit de vote détenu par l'actionnaire principal est d'environ 40% et que cette valeur reste stable sur la période d'analyse. Quant à la moyenne du pourcentage des voix détenues par les autres actionnaires importants, (c'est-à-dire ceux ayant annoncé leur pourcentage de voix détenues), cette valeur connaît une très légère croissance sur la période d'analyse, se reflétant principalement sur la valeur prise par la médiane. Les résultats entre les deux séries de données permettent de confirmer le pouvoir de l'actionnaire principal au sein de l'entreprise et la faiblesse des autres actionnaires.

Tableau 4 Evolution du pourcentage des voix détenu par l'actionnaire principal et par les autres actionnaires importants

Année	N	Pourcentage des voix détenu par l'actionnaire principal					Pourcentage des voix détenu par les autres actionnaires importants		
		Min	Max	Moyenne	Médiane	Ecart-type	Moyenne	Médiane	Ecart-type
1997	90	0	98.3	40.37	46.05	26.20	7.82	1.50	11.04
1998	90	0	98.3	39.95	44.50	25.95	7.92	0.00	12.10
1999	90	0	98.3	40.11	42.40	25.94	9.82	7.60	11.44
2000	90	0	98.3	39.43	37.05	26.15	9.56	5.45	12.29
2001	90	0	98.3	39.00	35.75	25.99	10.23	5.75	12.44

Source : Guide des actions suisses, rapports annuels des entreprises

4.1.2 Répartition des droits vote entre les actionnaires importants

Afin de préciser l'influence de la présence de l'actionnaire principal par rapport à celle des autres actionnaires, l'analyse porte maintenant sur la répartition des droits de vote entre les différents actionnaires importants.

Pour chaque entreprise, l'ensemble des actionnaires importants est ainsi réparti en quatre groupes, déterminés en fonction des pourcentages de vote détenus. Le premier groupe comprend les actionnaires détenant au moins 50% des droits de vote de la société, permettant à ces derniers de détenir la majorité absolue en toute circonstance. Le deuxième groupe comprend les actionnaires ayant moins de 50% des droits de vote, mais détenant plus de 20% des droits de vote totaux. Ce niveau de 20% correspond selon La Porta et al. (1999) au pourcentage à partir duquel un actionnaire peut contrôler une entreprise. Le troisième groupe est constitué d'actionnaires détenant entre 10 et 20% des voix. Ce seuil de 10% est important, car il donne la possibilité de requérir la convocation de l'assemblée générale (art. 699 CO). Pour finir, les actionnaires détenant moins de 10% des voix constituent le dernier groupe. La classification des différents actionnaires est ensuite agrégée par entreprise.

Cette classification permet de caractériser la structure de l'actionnariat des entreprises de notre échantillon en obtenant toutes les combinaisons de ces quatre groupes d'actionnaires. Les fréquences des 15 combinaisons obtenues sont présentées dans le tableau 5 ci-dessous.

Tableau 5 Fréquence des combinaisons de la répartition des droits de vote entre les actionnaires, en fonction des seuils de 10%, 20% et 50% de l'ensemble des droits de vote.

Combinaisons		1997	1998	1999	2000	2001
1.	Aucun actionnaire > 10%	17	16	14	14	12
2.	1 actionnaire > 10%	6	7	6	7	9
3.	2 actionnaires > 10%	4	5	9	6	5
4.	3 actionnaires > 10%	3	2	1	2	2
5.	1 actionnaire > 20%	11	16	11	13	11
6.	1 actionnaire > 20% et 1 actionnaire > 10%	4	3	4	3	5
7.	1 actionnaire > 20% et 2 actionnaires > 10%	1	0	1	2	2
8.	1 actionnaire > 20% et 3 actionnaires > 10%	0	1	1	0	0
9.	2 actionnaires > 20%	1	2	3	2	2
10.	2 actionnaires > 20% et 1 actionnaire > 10%	1	0	0	1	1
11.	1 actionnaire > 50%	36	33	28	31	31
12.	1 actionnaire > 50% et 1 actionnaire > 10%	3	2	10	7	6
13.	1 actionnaire > 50% et 2 actionnaires > 10%	1	1	1	0	0
14.	1 actionnaire > 50% et 1 actionnaire > 20%	1	1	0	1	3
15.	1 actionnaire > 50%, 1 actionnaire > 20% et 1 actionnaire > 10%	1	1	1	1	1
Total		90	90	90	90	90

Source : Guide des actions suisses, rapports annuels des entreprises

Les fréquences de ces résultats montrent qu'environ 45% des entreprises sont dominées par un actionnaire détenant plus de 50% des droits de vote (lignes 11 à 15). Ils indiquent également que le second plus gros actionnaire, dans les quelques cas où il existe, détient rarement un pourcentage de voix suffisant pour contrebalancer le pouvoir de l'actionnaire principal. Il faut ainsi relever que les fréquences plus importantes (ligne 5 et ligne 11) correspondent à la présence d'un actionnaire unique aux seuils respectifs de 20% et 50%. Ces fréquences plus importantes peuvent trouver différentes explications. Tout d'abord par le fait que l'actionnaire principal peut mettre en œuvre des mécanismes, soit pour limiter le pouvoir d'autres actionnaires, soit pour augmenter son propre pouvoir, créant ainsi des écarts importants entre lui et les autres actionnaires. Ou encore, ces fréquences plus importantes peuvent refléter un intérêt plus faible de détenir une participation importante dans une entreprise déjà dominée par un actionnaire de contrôle.

4.1.3 Le free float

Le free float constitue une mesure complémentaire de la concentration de l'actionnariat. Le free float (ou flottant en français) correspond au pourcentage du capital action de la société qui est détenu par des actionnaires obéissant à une pure logique financière. C'est-à-dire des investisseurs achetant quand le cours leur paraît sous-évalué et vendant quand les perspectives de croissance leur paraissent plus faibles. Les actions détenues pour des raisons autres que financières, telles que le contrôle de la société, attachement familial ou encore une détention à long terme, ne font pas partie du free float.

Le free float correspond ainsi au pourcentage du capital-action pouvant faire l'objet d'une négociation effective à la bourse. Il faut mettre en évidence que cette mesure est calculée en pourcentage du capital-action de la société et non plus en pourcentage des droits de vote. Pour cette raison, le free float peut être une évaluation complémentaire de la concentration de l'actionnariat dans les entreprises ayant un capital-action constitué de plusieurs types d'actions avec des valeurs nominales différentes.

Le tableau 6 indique, qu'en moyenne, environ 58% du capital des entreprises de notre échantillon peut faire l'objet d'une négociation effective à la bourse et que cette valeur est stable sur la période d'analyse.

Tableau 6 Pourcentage du free float dans les entreprises entre 1997 et 2001

	Nombre d'entreprises	Min	Max	Moyenne	Ecart-Type	Médiane
free float 97	90	3	100	58.97	24.51	60.00
free float 98	90	3	100	60.01	24.22	60.50
free float 99	90	3	100	58.15	23.69	60.00
free float 00	90	3	100	59.56	23.80	60.00
free float 01	90	3	100	57.02	25.17	57.50

Source : Guide des actions suisses

4.1.4 Type de l'actionnaire principal

Afin de déterminer la nature de l'actionnaire principal des sociétés, nous avons réparti les entreprises en quatre catégories, en fonction de leur actionnaire ultime :

- Catégorie 1 : famille ou personnes agissant dans leur propre intérêt
- Catégorie 2 : entreprise non cotée à la bourse suisse
- Catégorie 3 : entreprise cotée à la bourse suisse
- Catégorie 4 : Autre (État, sans actionnaire important)

Les résultats de cette classification sont rapportés dans le tableau 7. Ils indiquent que dans plus de la moitié des entreprises analysées, l'actionnaire principal correspond à une personne physique ou à une famille, que dans un peu plus de 20% des cas, il correspond à une société non cotée et dans un peu moins de 20% des cas à une entreprise cotée à la bourse suisse. Les 10 pourcents restant sont constitués d'entreprises n'ayant pas d'actionnaire détenant au moins 5% des droits de vote ou dont l'actionnaire principal est l'État. Comme pour les résultats précédents, les valeurs restent relativement stables au cours de la période d'analyse.

Ces résultats permettent également d'indiquer que même si la somme des participations des investisseurs institutionnels représente une proportion importante de l'ensemble de la capitalisation des places financières, ces derniers, pris individuellement, constituent rarement l'actionnaire principal des sociétés.

Tableau 7 Type de l'actionnaire principal dans les entreprises de 1997 à 2001

	Fréquence pour les années :				
	1997	1998	1999	2000	2001
1. Famille ou personne agissant dans leur propre intérêt	48	47	47	45	48
2. Entreprise non cotée à la bourse suisse	18	19	23	25	21
3. Entreprise cotée à la bourse suisse	15	15	13	13	11
4. Autre (Etat, sans actionnaire important)	9	9	7	7	10

Source : Guide des actions suisses, rapports annuels des entreprises

Les différents résultats obtenus concernant l'analyse de la structure de l'actionnariat des entreprises de notre échantillon correspondent globalement à ceux obtenus par l'étude de Faccio et Lang (2002), portant sur l'année 1996. Le fait d'avoir effectué l'analyse sur une période de 5 ans a également permis de confirmer la relative stabilité de la structure de propriété.

De manière générale, nos résultats indiquent que 45% des entreprises sont dominées par un actionnaire détenant la majorité absolue. D'autre part, la participation de l'actionnaire principal correspond en moyenne à 40% de l'ensemble des droits de vote, tandis que la somme des voix des autres actionnaires importants ne représente en moyenne que 10% des voix totales. Et enfin, que dans plus de la moitié des cas, l'actionnaire principal est une personne (ou un regroupement de personnes) physique.

4.2 Différenciation entre propriété et pouvoir

Le second aspect de l'analyse de la structure de propriété et de pouvoir est consacré à l'évaluation de l'application par l'entreprise du principe « une action – une voix ». Nous vérifions ainsi si ces dernières appliquent des mécanismes de différenciation au niveau de leurs statuts pour augmenter le pouvoir de certains actionnaires ou pour limiter le pouvoir de nouveaux actionnaires. Comme mentionné au début du chapitre 3 (voir section 3.1), ces mécanismes peuvent correspondre à des limitations de droits de vote ou d'inscription des actions, à l'existence de plusieurs types d'actions avec des valeurs nominales différentes, à des actions non cotées en bourse (détenues en mains fermes) ou encore à la modification des seuils d'opting, à partir desquels tout actionnaire doit faire une offre publique d'achat ou d'échange sur le total des titres, s'il désire augmenter son pourcentage de voix.

4.2.1 Plusieurs types d'actions

Conformément au droit suisse, les sociétés ont la possibilité de constituer leur capital action avec plusieurs sortes de titres (art. 622 et 656a CO). Leur combinaison permet de privilégier les intérêts d'une catégorie d'actionnaires, notamment les fondateurs, afin que ces derniers puissent conserver le contrôle de l'entreprise, tout en ayant la possibilité de financer la croissance de l'entreprise en ouvrant le capital au public.

Dans la pratique, il en résulte de nombreuses combinaisons, dont l'intégralité se trouve dans le tableau 8 ci dessous. Quatre types de combinaison ont cependant des fréquences plus importantes : une action nominative, une action au porteur, le cumul d'une nominative et d'une porteur et pour finir une porteur associée à une nominative non cotée.

La tendance générale au cours de la période d'analyse est à la simplification de la structure des titres, avec de plus en plus d'entreprises n'ayant plus que des actions nominatives. La diminution du nombre de type d'actions confirme la volonté générale de simplification de la structure de leurs actions et l'atteinte du principe « une action – une voix ». Ainsi le nombre d'entreprises ayant plus d'un type d'actions passe, pour l'ensemble de l'échantillon, de 53 en 1997 à 36 en 2001. Il faut tout de même remarquer que le nombre d'entreprises ayant un cumul d'actions au porteur et d'actions nominatives non cotées reste relativement stable. Ce cumul permet d'une part aux actionnaires détenant ces actions nominatives non cotées d'obtenir un pouvoir supérieur à leur participation au capital, du fait que ces dernières ont généralement une valeur nominale plus basse que les actions au porteur. D'autre part, ces actionnaires sont à l'abri d'une offre publique d'achat hostile ou de l'arrivée d'un nouvel actionnaire important, du fait que ces actions non cotées sont généralement intégralement détenues par l'actionnaire de contrôle ou sa famille et que ces actions représentent une forte proportion de l'ensemble des droits de vote.

Tableau 8 Combinaison de types d'actions et de bons

Combinaisons de types d'actions et de bons	1997	1998	1999	2000	2001
1. 1 nominative	27	35	41	43	46
2. 1 nominative cotée et 1 nominative non cotée	6	2	2	2	2
3. 1 nominative et 1 bon de participation	2	2	1	2	2
4. 1 nominative et 1 bon de jouissance	2	2	1	1	1
5. 1 porteur	7	7	8	8	8
6. 1 porteur coté et 1 porteur non cotée	1	1	1	1	1
7. 1 porteur et 1 bon de participation	3	3	3	3	3
8. 1 porteur et 1 bon de jouissance	1	1	1	1	1
9. 1 porteur et 1 nominative	17	16	11	10	7
10. 1 porteur, 1 nominative et 1 bon de participation	3	1	1	0	0
11. 1 porteur et 1 nominative en mains fermes	19	18	18	17	17
12. 1 porteur, 1 nominative non cotée et 1 bon de participation	1	1	1	1	1
13. 1 porteur non cotée, 1 nominative non cotée et 1 bon de participation	1	1	1	1	1
Total du nombre d'entreprises	90	90	90	90	90

Source : Guide des actions suisses, rapports annuels des entreprises

4.2.2 Dissociation entre capital détenu et droit de vote

L'utilisation de ces différents types d'actions ou de bons permet de créer des actions à droit de vote privilégié et ainsi de faire varier le rapport propriété-pouvoir entre les différents actionnaires. Conformément à l'approche appliquée par Faccio et Lang (2002), nous avons calculé le capital minimum nécessaire pour obtenir 20% des droits de vote en fonction de la structure du capital-action des sociétés. Les résultats sont présentés dans le tableau 9 ci-dessous.

Les résultats montrent que sur l'ensemble des sociétés de l'échantillon, il est nécessaire de posséder environ 15% du capital pour obtenir 20% des droits de vote. En ne prenant en considération que les sociétés ayant un capital-action composé de plusieurs types d'actions, il suffit alors en moyenne de détenir environ 10% du capital pour obtenir 20% des droits de vote.

Conformément à la loi suisse qui impose que la valeur nominale des autres actions ne peut pas être plus de dix fois supérieure à celle des actions à droit de vote privilégié (art. 693 CO), l'analyse des sociétés de l'échantillon indique en moyenne que le rapport entre les valeurs nominales des différents types d'actions d'une même société est environ de 5. Dans ce cas de figure et si l'entreprise est composée de 50% d'actions au porteur et de 50% d'actions nominatives, l'actionnaire principal peut obtenir 50% des droits de vote en détenant uniquement 16.6% du capital.

Tableau 9 Pourcentage minimum du capital-action représentant 20% des droits de vote

	Pourcentage du capital nécessaire pour obtenir 20% des droits de vote							
	Min Max		Pour l'ensemble des entreprises			Dans les entreprises ayant plusieurs types d'actions		
			N	Moyenne	Ecart-type	N	Moyenne	Ecart-type
1997	3.64	20	90	14.85	5.64	53	11.27	4.76
1998	3.64	20	90	15.52	5.53	45	11.05	4.59
1999	3.64	20	90	15.78	5.44	40	10.52	4.06
2000	3.64	20	90	15.91	5.44	38	10.32	3.97
2001	3.64	20	90	16.23	5.36	36	10.59	4.30

Source : Guide des actions suisses, rapports annuels des entreprises

4.2.3 Limitation de vote

Un autre moyen permettant de différencier la propriété du pouvoir est d'imposer des limitations d'inscription ou de droits de vote. L'analyse de ces limitations est cependant difficile sur notre période d'analyse. Le guide des actions suisses ou même les rapports annuels ne donnent pas toujours l'information. Il est alors nécessaire de consulter les statuts des entreprises, qui eux-mêmes ont été difficiles à obtenir auprès des sociétés. Les fréquences des limitations sont présentées dans le tableau 10.

Ces résultats montrent que 44% des entreprises suisses appliquent ce genre de limitations. Les valeurs de ces limitations varient suivant les entreprises, mais correspondent principalement au seuil de 3% et de 5% des droits de vote. L'application de ces limitations peut poser problème dans le cas où les statuts définissent qu'elles ne s'appliquent qu'aux nouveaux actionnaires. Ainsi le fondateur d'une entreprise peut conserver la majorité aux assemblées générales, même suite à l'ouverture ou à l'augmentation du capital de l'entreprise au public. Pour pouvoir supprimer cette clause des statuts, de nouveaux actionnaires devraient ainsi obtenir l'appui d'autres petits actionnaires pour tenter d'obtenir ensemble la majorité à l'assemblée générale, pour pouvoir supprimer cette clause des statuts.

Tableau 10 Fréquences des limitations de droits de vote pour les années 1997 à 2001

Seuil de détention maximal	1997	1998	1999	2000	2001
2%	1	1	1	1	1
3%	7	7	6	7	6
4%	1	0	0	0	0
5%	22	22	23	23	24
6%	2	2	2	2	2
8%	3	3	3	3	3
10%	2	2	2	2	1
15%	1	1	1	1	1
Sans limitations	51	52	52	51	52
N	90	90	90	90	90

Source : Guide des actions suisses, rapports annuels des entreprises, statuts des sociétés

4.2.4 Modification des seuils d'opting

L'analyse de la modification du seuil d'opting permet également de vérifier le pouvoir de l'actionnaire principal et la diminution de la protection des actionnaires minoritaires. Cette modification permet ainsi d'augmenter ou d'éliminer le seuil à partir duquel un actionnaire doit faire une offre publique d'achat (OPA) ou d'échange (OPE) pour augmenter son pourcentage de vote. Cette mesure doit permettre de protéger les petits actionnaires contre une modification occulte du niveau de pouvoir de l'actionnaire principal, en leur donnant l'opportunité de vendre leurs titres avec plus-value lors de l'OPA.

Cependant comme le montrent les chiffres du tableau 11, la proportion importante des entreprises ayant élevé ou éliminé ces seuils, indique que l'effet de cette mesure a été neutralisé, probablement dans les entreprises susceptibles d'y être soumises, annulant ainsi l'effet bénéfique sur la protection des actionnaires minoritaires.

Tableau 11 Fréquence des différents seuils d'opting

	1997	1998	1999	2000	2001
Pas de modification des seuils	75	68	61	63	64
Opting up (seuil augmenté à 50%)	4	6	7	7	7
Opting out	11	16	22	20	19

Source : Guide des actions suisses, rapports annuels des entreprises, statuts des sociétés

4.3 Réseau de pouvoir

Le dernier aspect pour analyser la structure de propriété correspond à l'évaluation du réseau de pouvoir des actionnaires principaux à l'intérieur des entreprises.¹⁷

4.3.1 Implication dans la gestion de l'entreprise

Pour compléter les informations sur les droits de vote, nous allons nous intéresser à l'implication des actionnaires principaux au sein de la haute direction de l'entreprise (conseil d'administration et direction générale).

¹⁷ Une autre approche de la question pour la Suisse figure dans la recherche de Poncini, Pasquier-Dorthe et Ledentu (2005).

La difficulté sur la période d'analyse réside dans le fait que les entreprises n'étaient pas tenues de divulguer d'informations sur le niveau de détention d'actions par les membres du conseil d'administration et de la direction générale, ni sur leurs liens avec un actionnaire important. Nous avons donc dû utiliser l'approche suivante. A partir de l'identité des membres du conseil d'administration et de la direction générale (informations provenant notamment du CD de l'économie suisse), nous avons vérifié si ces derniers correspondaient aux actionnaires importants. Le cas échéant, la somme du pourcentage de vote détenu a été standardisée de la manière suivante pour faciliter la comparaison des résultats :

- Détention de 5 à 20% des voix par les membres du conseil d'administration (noté $5\% < CA < 20\%$)
- Détention de plus de 20 % des voix par les membres du conseil d'administration (noté $CA > 20\%$)
- Détention de 5 à 20% des voix par les membres de la direction générale (noté $5\% < DG < 20\%$)
- Détention de plus 20 % des voix par les membres de la direction générale (noté $DG > 20\%$)

A cause du manque d'informations disponibles, cette approche ne peut ainsi prendre en considération que les cas où les actionnaires principaux sont des personnes physiques et qu'elles participent elles-mêmes au conseil d'administration ou à la direction générale. Afin de cibler les entreprises étant le plus susceptibles de correspondre à cette situation, nous avons également calculé ces valeurs pour sous-échantillon d'entreprises, dans lesquelles l'actionnaire principal est une personne physique (ou une famille).

Les résultats sont présentés dans le tableau 12.

Tableau 12 Fréquences du pourcentage de droit de vote détenu par les membres du conseil d'administration (CA) et de la direction générale (DG)

	1997		1998		1999	
	Échantillon total	Entreprises familiales	Échantillon total	Entreprises familiales	Échantillon total	Entreprises familiales
CA et DG < 5%	53	16	53	16	50	15
5%<CA<20%	3	1	5	1	9	4
5%<CA<20% et 5%<DG<20%	0	0	0	0	2	1
CA>20%	17	16	16	16	17	17
CA>20% et 5%<DG<20%	4	4	4	4	1	1
CA>20% et DG>20%	13	11	12	10	11	9
Nombre d'entreprises	90	48	90	47	90	47

Source : Guide des actions suisses, rapports annuels des entreprises, CD de l'économie suisse

Les résultats permettent d'indiquer que dans 45 % des entreprises de l'échantillon, le conseil d'administration ou la direction générale comprend au moins un membre détenant plus de 5% des droits de vote de la société. En ne prenant en considération que les entreprises dont l'actionnaire principal est une famille, cette valeur monte à environ 66 %. Ces résultats déjà élevés doivent cependant être en dessous de la réalité. En effet, ils ne prennent en considération que les membres du conseil d'administration ou de la direction étant personnellement actionnaire, et non pas les personnes chargées de représenter les intérêts des actionnaires principaux, telles que des membres de la famille portant un nom différent ou des personnes de confiance.

Ces résultats permettent cependant de confirmer que les actionnaires importants détiennent en règle générale des fonctions dans la haute direction des entreprises, tant au niveau du conseil d'administration que de la direction générale.

4.3.2 Cumul des fonctions

Un autre aspect des réseaux de pouvoir peut être évalué par le cumul des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général. Cette situation donne lieu à beaucoup de discussions sur l'intérêt de ce cumul, telles que présentées dans le Rapport Hofstetter (2002) pour le cas suisse.

Le tableau 13 ci-dessous indique la présence de cumuls des fonctions dans les entreprises de notre échantillon, ainsi que les cas où ces fonctions sont assurées par des personnes portant le même nom de famille. Les résultats montrent ainsi que le pourcentage d'entreprises dans lesquelles il existe un cumul des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général passe de 36.67% en 1997 à 27.78% en 2001.

Tableau 13 Fréquence du cumul des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général

Président du conseil d'administration et directeur	1997	1998	1999	2000	2001
1. Personnes différentes	57	59	61	65	65
2. Personnes avec le même nom de famille	5	4	3	4	4
3. Personne identique	28	27	26	21	21
Pourcentage des cas de cumul	36.67%	34.44%	32.22%	27.78%	27.78%

Source : Guide des actions suisses, rapports annuels des entreprises

Le chapitre 4 a présenté la situation générale de la structure de propriété des entreprises cotées à la bourse suisse. L'objectif du chapitre 5 est maintenant de mettre en évidence l'influence jouée par les actionnaires principaux sur l'organisation et la structure de propriété de l'entreprise, notamment afin d'obtenir et de conserver leur contrôle sur l'entreprise.

5 Présence et influence des actionnaires de contrôle sur la structure de propriété

Afin de d'évaluer la domination des entreprises par un actionnaire de contrôle, nous allons tout d'abord calculer le pouvoir de l'actionnaire principal au moyen d'un indice permettant d'intégrer la présence du deuxième actionnaire le plus important. Les valeurs de cet indice permettront ensuite de vérifier les relations existantes entre le niveau de contrôle de l'actionnaire principal sur l'entreprise et l'application de mécanismes de différenciation présentés au chapitre 4.

5.1 Indices du contrôle de l'actionnaire principal

A part dans le cas où l'actionnaire principal détient plus de 50% des droits de vote totaux, son pouvoir dans l'entreprise dépend d'une part de la proportion des droits de vote totaux qu'il détient et d'autre part de la présence d'autres actionnaires importants. Nous utilisons alors un indice proposé par Bloch et Hege (2001), permettant de prendre en considération ces différents paramètres. La valeur prise par cet indice correspond aux droits de vote excédentaires de l'actionnaire principal, par rapport au deuxième actionnaire, divisé par les droits de vote non détenus par ces deux actionnaires (voir formule ci-dessous). Cette valeur est supérieure à 1 si l'actionnaire principal détient plus de 50% des droits de vote et inférieure à 1 s'il détient moins de 50% des droits de vote.

$$\text{Indice de contrôle} = \frac{X_1 - X_2}{100 - X_1 - X_2}$$

Avec X_1 défini comme le pourcentage de voix de l'actionnaire principal
et X_2 comme le pourcentage de voix du second actionnaire.

A titre d'illustration, le tableau 14 présente les valeurs prises par cet indice pour différentes situations fictives.

Tableau 14 Illustration de la valeur prise par l'indice de contrôle de l'actionnaire principal

Pourcentage des voix de l'actionnaire principal	Pourcentage des voix du second actionnaire	Valeur de l'indice de contrôle
60		1.50
50		1.00
40		0.67
30		0.43
20		0.25
10		0.11
50	20	1.00
40	20	0.50
30	20	0.20
20	10	0.14

Les résultats de l'application de cet indice avec les actionnaires des entreprises de notre échantillon sont présentés au tableau 15. Conformément aux résultats

précédents, cet indice est supérieur à 1 (indiquant que l'actionnaire principal détient la majorité absolue) pour environ 45% des entreprises.

Dans le cas opposé, environ 30% des entreprises obtiennent un indice inférieur ou égal à 0.1. Ce niveau correspond environ à la présence d'un actionnaire unique détenant moins de 10% des droits de vote ou encore à la présence d'un actionnaire principal avec moins de 15% des droits de vote et d'un deuxième à 5%, ne permettant pas à l'actionnaire principal de contrôler la société.

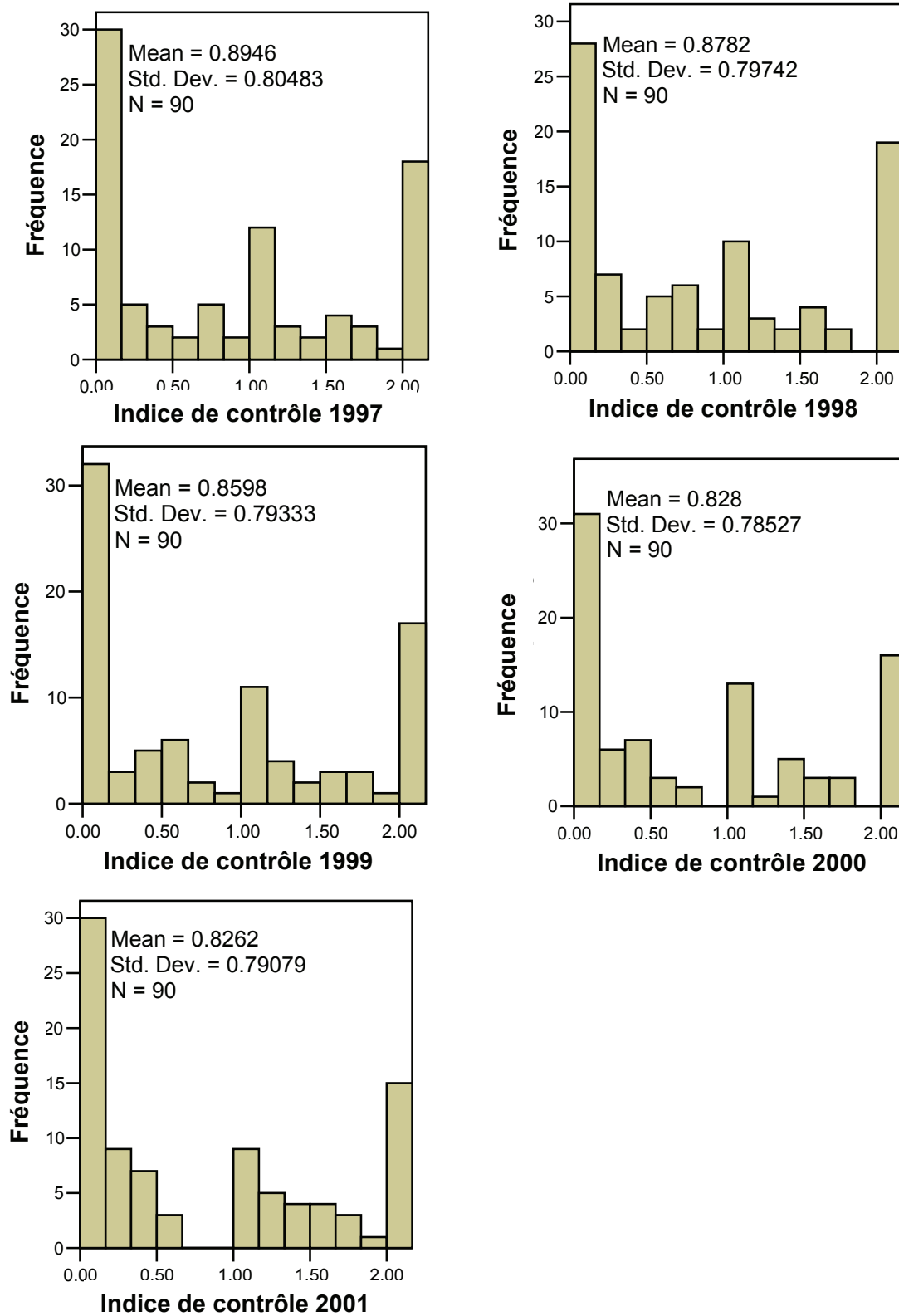
Pour les 25% d'entreprises restantes, l'actionnaire principal détient un pouvoir important sans pour autant détenir la majorité des droits de vote totaux.

Tableau 15 Fréquence de la valeur prise par l'indice de contrôle pour les années 1997 à 2001

Indice de contrôle	1997	1998	1999	2000	2001
Inférieur ou égal à 0.1	26	26	25	25	25
Supérieur à 0.1 et inférieur ou égal à 0.2	6	3	7	6	7
Supérieur à 0.2 et inférieur ou égal à 0.5	6	9	8	13	14
Supérieur à 0.5 et inférieur à 1	10	14	10	8	4
Supérieur ou égal à 1	42	38	40	38	40

Afin de visualiser les différents niveaux de pouvoir des entreprises, ainsi que leurs évolutions au cours de la période d'analyse, ces derniers sont illustrés au moyen des histogrammes du graphique 3. Afin de faciliter leur lecture, l'ensemble des indices supérieurs à 2 sont regroupées dans le dernier intervalle de l'histogramme.

Ces histogrammes montrent l'importante fréquence des entreprises dans lesquelles l'actionnaire de contrôle détient uniquement les droits de vote nécessaire pour obtenir la majorité absolue, c'est-à-dire un indice juste supérieur à 1. Ils illustrent également la diminution de la fréquence des entreprises ayant un indice de contrôle compris entre 0.5 et 1, pouvant coïncider avec la simplification du capital-action vers un seul type d'actions nominatives.



Graphique 3 Histogrammes des valeurs de l'indice de contrôle de l'actionnaire principal entre 1997 et 2001

5.2 Corrélations entre indice de contrôle et application des mécanismes de différenciation

Les résultats obtenus au point 5.1 permettent d'illustrer le niveau de contrôle de l'actionnaire principal, mais ne permettent pas encore de mettre évidence les mécanismes utilisés pour l'obtenir.

Afin de déterminer les relations existantes entre le niveau de contrôle de l'actionnaire principal et l'application de mécanismes de différenciation, nous avons calculé les coefficients de corrélation entre les indices du contrôle de l'actionnaire principal présentés au point 4.2.1 et les six variables suivantes pour caractériser la différenciation entre propriété et pouvoir :

1. Le pourcentage minimum du capital pour obtenir 20% des droits de vote
2. L'existence de plusieurs types d'actions (variable binaire)
3. La présence d'un type d'actions non cotées (variable binaire)
4. L'existence de limitation d'inscription ou de droit de vote (variable binaire)
5. Modification des seuils d'opting (1 si opting out, 0.5 si opting up et 0 sinon)
6. Cumul des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général (1 si la personne est identique, 0.5 si elles portent le même nom de famille et 0 sinon)

En plus de ces variables sur la structure de propriété, nous avons également vérifié l'influence de la taille des entreprises, en calculant la corrélation entre le niveau de contrôle de l'actionnaire principal et le montant de capitalisation boursière des entreprises (variable 7).

Pour mesurer la corrélation entre ces variables, nous avons utilisé le ρ de Spearman. Cette mesure d'association non paramétrique est basée sur le rang des valeurs des données et peut donc être utilisée pour des données qualitatives et pour des valeurs extrêmes.

Si l'on considère n objets (o_1, \dots, o_n) rangés hiérarchiquement dans deux classements différents et que $C_1(o_i)$ correspond à la position de l'objet o_i dans le premier classement et que $C_2(o_i)$ à sa position dans le deuxième classement, alors la

valeur du coefficient de corrélation de Spearman peut alors être obtenue selon la formule suivante :

$$\rho_s = 1 - \frac{6 \times \sum_{i=1}^n (C_1(o_i) - C_2(o_i))^2}{n \times (n^2 - 1)}$$

A titre d'exemple, les objets peuvent être n entreprises, classées par ordre croissant selon la qualité de leur gouvernance (C_1) et selon le montant de la rémunération de leur conseil d'administration (C_2). La valeur du coefficient de corrélation de Spearman permettra alors d'indiquer le lien entre la qualité de la gouvernance des entreprises et le montant de la rémunération de leur conseil d'administration. Comme pour les autres types de corrélation, le coefficients de corrélation de Spearman varie entre -1 (les deux classements sont inversés l'un par rapport à l'autre) et 1 (les classements sont identiques), en passant par 0 (les classements sont indépendants).

Pour notre recherche, nous avons utilisé le logiciel SPSS pour calculer ces coefficients. Ce logiciel permet également de définir si la valeur trouvée est statistiquement significative, grâce à une approximation¹⁸ par une loi de Student à n-2 degré de liberté pour déterminer la p-value (approximation utilisable dès que n>10).

Les différents coefficients de corrélation obtenus sont présentés dans le tableau 16 ci-dessous. Il ressort ainsi premièrement qu'un niveau de contrôle important est très fortement lié à l'application de plusieurs types d'actions (variable 2), notamment des actions non cotées en bourse (variable 3), avec des valeurs nominales différentes (variable 1). Deuxièmement qu'un niveau de pouvoir plus faible est associé à l'existence de limitations d'inscription ou de droit de vote (variable 4). Troisièmement que la modification des seuils d'opting correspond de plus en plus au cours des années à la présence d'actionnaires de contrôle (variable 5). Quatrièmement qu'il n'existe pas de corrélations significatives entre le niveau de pouvoir et le cumul des fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration (variable 6). Cinquièmement que l'importance du pouvoir de

¹⁸ Il est également possible de se référer à une « table du coefficient de Spearman » pour déterminer la significativité du coefficient obtenu.

l'actionnaire principal n'a pas de lien avec le montant de la capitalisation boursière des entreprises (variable 7).

Tableau 16 Coefficients de corrélation de Spearman entre le niveau de pouvoir pour les années 1997 à 2001 et l'application des mécanismes de différenciation

	1997	1998	1999	2000	2001
1. Capital pour 20% de voix	-0.43 **	-0.48 **	-0.50 **	-0.46 **	-0.53 **
2. Existence de plusieurs types d'actions	0.43 **	0.48 **	0.57 **	0.50 **	0.58 **
3. Présence d'un type d'actions non coté	0.46 **	0.47 **	0.49 **	0.45 **	0.45 **
4. Existence de limitations	-0.54 **	-0.58 **	-0.57 **	-0.55 **	-0.56 **
5. Modification des seuils d'opting	0.16	0.14	0.21	0.22 *	0.29 **
6. Cumul des fonctions	0.17	0.08	0.00	0.03	-0.03
7. Valeur boursière	-0.08	-0.10	-0.12	-0.16	-0.20

** Statistiquement significative au seuil de 1%

* Statistiquement significative au seuil de 5%

5.3 Actionnaire principal et niveau d'application des mécanismes de différenciation

L'utilisation des coefficients de corrélation de Spearman a permis d'indiquer le degré de liaison linéaire existant entre le classement du niveau de pouvoir de l'actionnaire principal et le classement de l'application des mécanismes de différenciation. Afin d'évaluer le niveau d'application des mécanismes de différenciation en fonction de l'importance de l'actionnaire principal, nous avons réparti les entreprises en trois groupes. Le premier comprend celles dont l'actionnaire principal détient au moins 50% des droits de vote, le deuxième celles dont l'actionnaire principal détient entre 10 et 50% des droits de vote, et le troisième, les entreprises n'ayant pas d'actionnaire détenant plus de 10% des droits de vote.

Pour chacun de ces trois groupes, nous avons calculé la valeur moyenne pour les variables suivantes : le pourcentage de voix détenu par l'actionnaire principal, la somme des pourcentages de voix des autres actionnaires importants, l'indice de contrôle de l'actionnaire principal, le pourcentage de capital minimum pour obtenir 20% des droits de vote. Ainsi que les valeurs moyennes pour les critères de type binaire, tels que l'existence d'actions à droit de vote privilégié, d'actions non cotées, de limitations. Comme pour le point précédent, la modification des seuils d'opting prend la valeur 1 pour le passage à un opting out et 0.5 pour l'opting up. Le cumul

des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général prend également la valeur 1 s'il s'agit de la personne et 0.5 si elles portent le même nom de famille.

Les valeurs présentées dans le tableau 17 correspondent à l'agrégation des résultats obtenus pour les cinq années¹⁹ en fonction de la taille d'actionnaire principal. Ces résultats permettent de définir les valeurs moyennes²⁰ prises par les différentes variables, en fonction des catégories définies par la taille de l'actionnaire principal. Il existe ainsi plusieurs types d'actions dans 74% des entreprises dans lesquelles l'actionnaire principal détient plus de 50% des droits de vote, contre 33% des entreprises du groupe 2 et 14% pour les entreprises du groupe 3. A l'opposé, 89% des entreprises du groupe 3 possèdent des limitations de droits de vote, alors que ces valeurs passent à 56 % et 16%, respectivement pour le groupe 2 et 1. Ces derniers résultats permettent également de confirmer que l'actionnaire principal n'est pas toujours concerné par les limitations de vote, du fait que malgré les limitations, ces derniers détiennent respectivement plus de 50% et 10% des voix.

¹⁹ Le tableau se trouvant à l'annexe 2 présente quant à lui les résultats moyens pour chacune des années, ainsi que les valeurs minimum, maximum et les écarts-types.

²⁰ Il s'agit de la moyenne de l'ensemble des 90 entreprises sur les cinq ans, soit 450 évaluations. Cependant il faut rappeler qu'il y a peu de modifications de la situation des entreprises au cours des années.

Tableau 17 Valeurs moyennes des variables représentant les mécanismes de différenciation en fonction de la taille de l'actionnaire principal sur les années 1997 à 2001

	Groupe 1 Actionnaire principal détenant plus de 50% des voix totales	Groupe 2 Actionnaire principal détenant entre 10 et 50% des voix totales	Groupe 3 Pas d'actionnaire détenant plus de 10% des voix totales
Nombre d'entreprises	206	174	70
Pourcentage des voix de l'actionnaire principal	64	25.5	3.5
Pourcentage des voix des autres gros actionnaires	5.5	15.5	4
Valeur de l'indice de contrôle	3.91	0.28	0.02
Pourcentage du capital minimum pour obtenir 20% des droits de vote	13	17	19
Pourcentage d'entreprises avec plus d'un type d'action	74	33	14
Pourcentage d'entreprises ayant un type d'actions non coté	46	15	0
Pourcentage d'entreprises ayant des limitations d'inscription ou de vote	16	56	89
Pourcentage d'entreprises ayant modifié le seuil opting	32	19	7
Pourcentage d'entreprises avec cumul direction et présidence	29	31	27

Les résultats présentés au tableau 17 montrent que de manière générale un pourcentage de droit de vote important est associé à l'existence des actions à droit de vote privilégié et à la non cotation d'actions nominatives. Parallèlement, les limitations de vote sont peu utilisées dans les entreprises dont l'actionnaire principal détient la majorité de l'ensemble des voix, mais de plus en plus lorsque l'importance de ce dernier diminue. Les résultats indiquent également que les seuils d'opting sont modifiés en présence d'actionnaires importants, annulant ainsi leur utilité pour la protection des actionnaires minoritaires.

Le pouvoir de l'actionnaire principal dépend ainsi fortement de l'application de mécanismes de différenciation au niveau des statuts des entreprises, soit pour augmenter leur pouvoir, soit pour limiter celui des autres actionnaires. Le fait d'avoir pu appliquer ces dispositions favorisant leurs intérêts confirme d'une part leur pouvoir au niveau de la haute direction de la société et d'autre part que leur situation actuelle doit leur permettre de contrôler l'entreprise.

6 Conclusion

Les comparaisons internationales de la structure de propriété des entreprises caractérisent la situation des entreprises suisses par une concentration élevée de l'actionnariat et par une forte application de mécanismes permettant d'augmenter le pouvoir de certains actionnaires. A partir de ces constatations, l'objectif de cette partie II de nos recherches était de vérifier la proportion des entreprises suisses dominées par un actionnaire de contrôle. Le pouvoir de ces derniers est ainsi légitimé par un pourcentage de vote important et ne peut être remis en question comme dans le cas d'un dirigeant rémunéré pour gérer l'entreprise, conforme à l'approche originelle de la gouvernance d'entreprise.

Cette différenciation en fonction de l'origine du pouvoir ne joue pas un rôle central pour les petits actionnaires. Dans les deux cas, ces derniers ne détiennent pas un pouvoir suffisant pour influencer la gestion des entreprises et doivent faire confiance à l'efficacité des mécanismes permettant de contrôler les agissements des personnes au pouvoir. Cette distinction prend en revanche toute son importance lors de la définition et de l'application des mécanismes de gouvernance, dont le but de protéger efficacement les intérêts des petits actionnaires. La capacité d'un actionnaire à dominer l'assemblée générale, organe suprême des entreprises, remet ainsi par exemple, fortement en question l'efficacité des mécanismes de contrôle devant être appliqués par ce biais.

C'est dans cette optique d'évaluation du niveau de pouvoir de l'actionnaire principal que nous avons procédé à l'analyse de la structure de propriété des entreprises suisses. Nous avons ainsi tout d'abord présenté les causes pouvant créer des conflits d'intérêts entre actionnaires internes et externes, ainsi que les conséquences, pouvant être regroupées sous la notion de bénéfices privés du contrôle. Nous avons ensuite dressé le cadre légal suisse en matière de structure de propriété et positionné la situation au sein des entreprises dans un contexte international. L'analyse approfondie de la structure de propriété et de pouvoir des entreprises a été effectuée selon l'évaluation de la structure de l'actionnariat et de l'organisation de la structure de propriété.

L'analyse de la structure de propriété et de l'application des mécanismes de différenciation par les entreprises suisses a montré que les entreprises suisses sont en règle générale dominées par un actionnaire de contrôle, qui obtient son pouvoir grâce l'application de mécanismes de différenciation des droits entre les actionnaires, au niveau des statuts des entreprises. L'application de ces mécanismes permet d'augmenter leur pouvoir par rapport à leur apport en capital ou encore en limitant les droits de vote des autres actionnaires. Nos résultats indiquent ainsi que l'actionnaire principal détient à lui seul la majorité absolue du total des voix dans 45% des sociétés de notre échantillon.

Jusqu'à présent nous avons considéré que l'actionnaire principal devait détenir entre 20 et 50% des droits de vote totaux pour obtenir le contrôle d'une société. Ce seuil doit correspondre au pourcentage de droit de vote permettant d'obtenir la domination des assemblées générales. La partie III de notre recherche est donc consacrée à l'analyse de l'exercice des droits de vote aux assemblées générales, afin de vérifier l'influence de l'actionnaire principal sur cette dernière.

Partie III. Assemblée générale et exercice du pouvoir

1 Introduction²¹

L'assemblée générale est l'organe grâce auquel les actionnaires ont la possibilité de s'exprimer, de former leur opinion et de voter. D'un point de vue légal, elle est l'organe suprême de la société et possède ainsi des droits inaliénables sur les autres organes de la société et sur la modification des statuts.

Comme le relève Peyrelevade (1999), le fonctionnement de la société anonyme se base sur le principe de la démocratie. Les droits de vote des actionnaires sont définis par les actions détenues dans la société. Ils permettent d'une part d'élire des représentants, composés des membres du conseil d'administration et d'autre part de voter sur les sujets qui leur sont soumis ou qu'eux-mêmes proposent. Le conseil d'administration est ainsi chargé de définir les stratégies à suivre et d'en contrôler l'application. La direction, nommée par le conseil d'administration, est alors responsable de la gestion et de l'exécution de ces différentes stratégies.

Cependant il s'agit bien d'une démocratie du capital et non plus de personnes. Les droits de vote détenus par l'actionnaire principal peuvent lui conférer une importance considérable. L'impression que les petits actionnaires puissent détenir le pouvoir de décision grâce au rassemblement de leurs voix paraît alors illusoire, principalement dans les entreprises dominées par un actionnaire principal. Cette situation explique peut-être pourquoi certains considèrent que toutes les décisions sont déjà prises en amont et que la tenue des assemblées générales est une perte de temps, n'ayant lieu que pour la forme et les obligations légales.

L'analyse de la tenue des assemblées générales doit ainsi permettre de quantifier le pouvoir et l'implication des différents types d'actionnaires dans la gestion de l'entreprise. C'est dans cette perspective d'évaluation du comportement des actionnaires que nous avons analysé le niveau d'exercice et le type de représentation des droits de vote aux assemblées générales des entreprises cotées à la bourse suisse. En effet, malgré l'importance accordée à l'assemblée générale tant d'un point de vue légal que par la gouvernance d'entreprise, une telle analyse n'avait pas encore été réalisée en Suisse à notre connaissance. Cette lacune peut être causée par l'absence de base de données regroupant les informations sur ce

²¹ Certains résultats de ce chapitre ont fait l'objet d'une publication, Ledentu et al. (2005).

sujet, contraignant à prendre contact avec chacune des sociétés pour obtenir les informations désirées.

L'objectif de cette partie III est tout d'abord d'effectuer un état des lieux sur le niveau d'exercice des droits de vote aux assemblées générales, au moyen d'une enquête réalisée auprès d'une centaine d'entreprises cotées à la bourse suisse, puis d'analyser le pouvoir des actionnaires importants sur la tenue des assemblées générales, afin de vérifier si les petits actionnaires ont la possibilité d'exprimer leur opinion par ce biais ou si au contraire, ils ne peuvent en cas de mécontentement, uniquement voter « avec leurs pieds », en revendant leurs titres.

Cette troisième partie est structurée de la manière suivante. Le chapitre 2 présente le cadre juridique et l'approche de la gouvernance d'entreprise concernant les assemblées générales. Le point 3 présente le questionnaire envoyé aux entreprises, ainsi que l'analyse descriptive des résultats obtenus. Le point 4 est consacré quant à lui à l'analyse de la domination des assemblées générales par l'actionnaire de contrôle, notamment grâce à l'utilisation de différents types d'actions, ainsi qu'en présence d'autres actionnaires importants.

2 Approches selon le cadre juridique et la gouvernance d'entreprise en Suisse

Pour saisir le rôle et les objectifs des assemblées générales, il est important de prendre en considération non seulement les textes légaux, mais également les attentes et les recommandations de la gouvernance d'entreprise.

2.1 *Le cadre juridique*

La société anonyme de droit suisse est une personne morale. Pour résoudre le problème du processus de formation d'une volonté indépendante de celle des personnes qui agissent pour elle (CC art. 55 al.1), le législateur a ainsi pourvu la société de différents organes.

Ces organes sont composés de l'assemblée générale des actionnaires (CO art. 698-706b), du conseil d'administration (CO art. 707-726) et de l'organe de révision

(CO art. 727-731). Le CO donne un rôle spécifique à chacun d'eux, ainsi qu'une hiérarchie légale. "L'assemblée générale des actionnaires est le pouvoir suprême de la société" (CO art. 698 al.1). Cette suprématie est assurée par des droits inaliénables (CO art. 698 al.2) :

- d'adopter et de modifier les statuts ;
- de nommer et de révoquer les membres du conseil d'administration et l'organe de révision ;
- d'approuver le rapport annuel et les comptes de groupe, mais aussi de les désapprouver et de les modifier ;
- d'approuver les comptes annuels et de déterminer l'emploi du bénéfice, surtout de fixer le dividende et le tantième ;
- de donner décharge aux membres du conseil d'administration ;
- de prendre toutes les décisions qui lui sont réservées par la loi ou les statuts, la liberté statutaire étant considérable.

Cependant, comme le montre Boemle (2003), il existe plutôt dans la pratique une dualité des pouvoirs avec le conseil d'administration. En effet, l'assemblée générale ne possède que des compétences spéciales, alors que le conseil d'administration reçoit la compétence générale sur toutes les affaires qui ne sont pas attribuées aux assemblées générales par la loi ou les statuts (CO art. 716 al. 1).

2.2 Les assemblées générales et la gouvernance d'entreprise en Suisse

Pour refléter le rôle et les attentes au sujet des assemblées générales, il est intéressant de relever en plus des dispositions juridiques, la position de la gouvernance d'entreprise sur le sujet. En effet les assemblées générales sont un thème central de la gouvernance d'entreprise, car c'est l'organe par lequel les actionnaires peuvent interagir avec l'entreprise.

2.2.1 Les assemblées générales et les recommandations du code de bonne pratique (CBP)

Le thème des assemblées générales a été traité par Economiesuisse dans le CBP. Comme mentionné à l'introduction, ce document contient des recommandations sans caractère obligatoire et s'adresse principalement aux entreprises cotées. La définition de ces recommandations s'appuie sur les normes et les tendances internationales en matière de gouvernance d'entreprise, mais également sur les particularités de la situation suisse.

Le CBP place les actionnaires au premier rang de la gouvernance d'entreprise et propose ainsi les recommandations suivantes :

- Les actionnaires, en tant que pourvoyeurs de capitaux, doivent avoir le contrôle final. L'assemblée générale ordinaire doit ainsi leur permettre d'exercer leurs droits de vote et leurs droits de formuler des propositions, ainsi que d'obtenir des renseignements sur les affaires de la société.
- Les investisseurs institutionnels et autres intermédiaires qui exercent en leur propre nom, des droits attachés aux actions, doivent veiller à ce que les ayants droit économiques puissent influencer la manière dont les droits sont exercés.
- L'entreprise doit examiner s'il convient d'abaisser les valeurs limites (art. 699 al. 3) pour requérir la convocation de l'assemblée générale ou encore l'inscription à l'ordre du jour.
- Le conseil d'administration doit veiller à ce que les actionnaires puissent exercer leurs droits en connaissance des informations essentielles.
- Les dates de l'assemblée générale, des demandes d'inscription à l'ordre du jour, ainsi que les dates pour établir la titularité des actions doivent être choisies de manière à faciliter la participation des actionnaires.
- Le président doit veiller au déroulement efficace de l'assemblée générale et à ce que les actionnaires puissent exercer leurs droits de la meilleure manière possible.
- Le droit des actionnaires d'obtenir des renseignements doit être garanti, ainsi que leur droit de pouvoir consulter les documents. Par exemple, le procès-

verbal de l'assemblée générale doit être mis à la disposition des actionnaires le plus rapidement possible et au plus tard au bout de trois semaines.

- Le président organise les modalités de vote afin de pouvoir déterminer fidèlement la volonté de la majorité lors de l'assemblée générale.
- L'information des actionnaires doit également être assurée durant l'exercice en cours. Le conseil d'administration désigne l'organe responsable des relations avec les actionnaires et veille à ce que les informations transmises respectent le principe légal de l'égalité de traitement.

Il ne s'agit que de recommandations, mais ce document indique la direction dans laquelle vont porter les discussions futures à propos des assemblées générales.

2.2.2 Les particularités de la Suisse concernant les assemblées générales

Les particularités de la Suisse concernant les assemblées générales ont été évaluées par une analyse globale de la législation et de la pratique suisse actuelles pour l'élaboration du CBP. Ces différents aspects sont présentés dans le rapport Hofstetter publié en 2002. Il ressort de ce rapport que la Suisse fait l'objet d'un certain nombre de critiques indiquées ci-dessous :

- Brièveté du délai d'invitation à l'assemblée générale
- Possibilité restreinte de représentation pour les actionnaires (uniquement par d'autres actionnaires)
- Infractions au principe « une action – une voix » et autres distorsions du droits de vote
- Pas de possibilité de voter par courrier ou par les moyens électroniques modernes
- Restrictions concernant les modalités de demande d'inscription d'un objet à l'ordre du jour.

Cependant ces problèmes sont reliés principalement à des approches différentes des assemblées générales suivant les pays. L'annexe 5 de la consultation de la DCG met en évidence qu'en Suisse, la participation des actionnaires est encore principalement axée sur la présence à l'assemblée générale. C'est dans ce

cadre que les actionnaires doivent avoir la possibilité de s'exprimer, de former leurs opinions et voter. Tandis qu'aux Etats-Unis, le processus de formation de l'opinion a lieu en amont des assemblées générales, nécessitant des règles très élaborées sur le processus de formation des opinions sous forme écrite et sur la représentation des actionnaires à l'assemblée générale.

2.2.3 L'augmentation de la transparence

Parallèlement au CBP, la DCG concernant les informations relatives à la gouvernance d'entreprise présente les informations devant être communiquées par les entreprises et qui doivent figurer dans leur rapport annuel. Son application dès le 1^{er} juillet 2002 permet aux investisseurs de se faire rapidement une idée de la situation des actionnaires dans les sociétés et de rassembler diverses informations utiles lors des assemblées générales, telles que :

1. Les actionnaires importants
2. Les caractéristiques des différents types d'actions et des bons
3. Les restrictions de transfert
4. Le niveau de détention d'actions et d'options par le conseil d'administration et la direction
5. Les limitations et la représentation des droits de vote
6. Les quorums statutaires
7. Les règles concernant la convocation de l'assemblée générale
8. Les dispositions régissant l'inscription de sujets à l'ordre du jour
9. L'inscription au registre des actions en vue de participer à l'assemblée générale

2.2.4 Les recommandations de vote

A un niveau encore plus concret, certaines entreprises ou organisations telles que la fondation Ethos²² à Genève, proposent des recommandations de vote en fonction des ordres du jour des assemblées générales.

²² Ethos, Fondation Suisse pour un Développement Durable, a été créée en 1997 à Genève par deux caisses de pension et regroupe actuellement 75 investisseurs institutionnels. Elle a pour but de favoriser, dans les activités d'investissement, la prise en compte des principes de développement

Ainsi, un des objectifs d’Ethos est d’exercer de manière systématique et responsable ses droits de vote d’actionnaire lors des assemblées générales des sociétés. A cet effet, elle effectue une analyse détaillée des ordres du jour des assemblées générales sur la base de ses lignes directrices de vote. Celles-ci reposent sur les principaux codes de bonne pratique en matière de gouvernement d’entreprise, ainsi que sur sa charte fondée sur le concept de développement durable.

2.3 Implications pour l’étude empirique des assemblées générales en Suisse

L’analyse du cadre juridique et des débats récents sur la gouvernance d’entreprise en Suisse font ressortir une volonté claire de redonner plus d’importance aux actionnaires et ainsi, aux assemblées générales. Les diverses mesures proposées passent le plus souvent par une meilleure protection des actionnaires et la facilitation de l’exercice de leurs droits de vote.

A notre connaissance, il n’existe encore aucune enquête publiée ou base de données disponibles sur l’exercice des voix aux assemblées générales en Suisse. Nous avons donc procédé à un large examen de la question au moyen d’une enquête pour effectuer une évaluation de la situation actuelle.

3 L'enquête

Les développements qui précèdent ont permis de présenter les différentes attentes à propos des assemblées générales. Cependant leurs évaluations empiriques sont confrontées aux problèmes de l'existence ou de l'obtention des informations. Pour ces raisons, nous avons élaboré un questionnaire permettant d'obtenir les données sur l'exercice des droits de vote aux assemblées générales.

3.1 *Le questionnaire*

Le questionnaire est construit pour obtenir des informations sur le pourcentage de voix pouvant être exercé aux assemblées générales, le taux effectivement exercé et le moyen pour exercer les droits de vote à l'assemblée générale 2003. Sa structure, composée de deux parties, est présentée au graphique 4, tandis qu'une copie du questionnaire se trouve à l'annexe 3.

- ◆ Première partie : définition du nombre de voix potentielles à l'assemblée générale.

Cette partie cherche à indiquer le comportement global par rapport aux droits sociaux attachés aux actions. Un pourcentage important d'actions sans droits de vote permet ainsi d'indiquer un désintérêt de la part des actionnaires externes.

Ainsi, à partir du nombre total des actions émises par l'entreprise (L1)²³, les actions dont les droits de vote ne peuvent être exercés, sont soustraites, tels que les actions propres (L2), les actions nominatives non inscrites (ou actions "dispo") (L3) et les actions sans droit de vote par suite d'une limitation de vote ou d'inscription (L4). Les questions relatives à L3 et L4 étaient quant à elles facultatives, puisque les entreprises ne sont pas tenues de communiquer ce type d'informations.

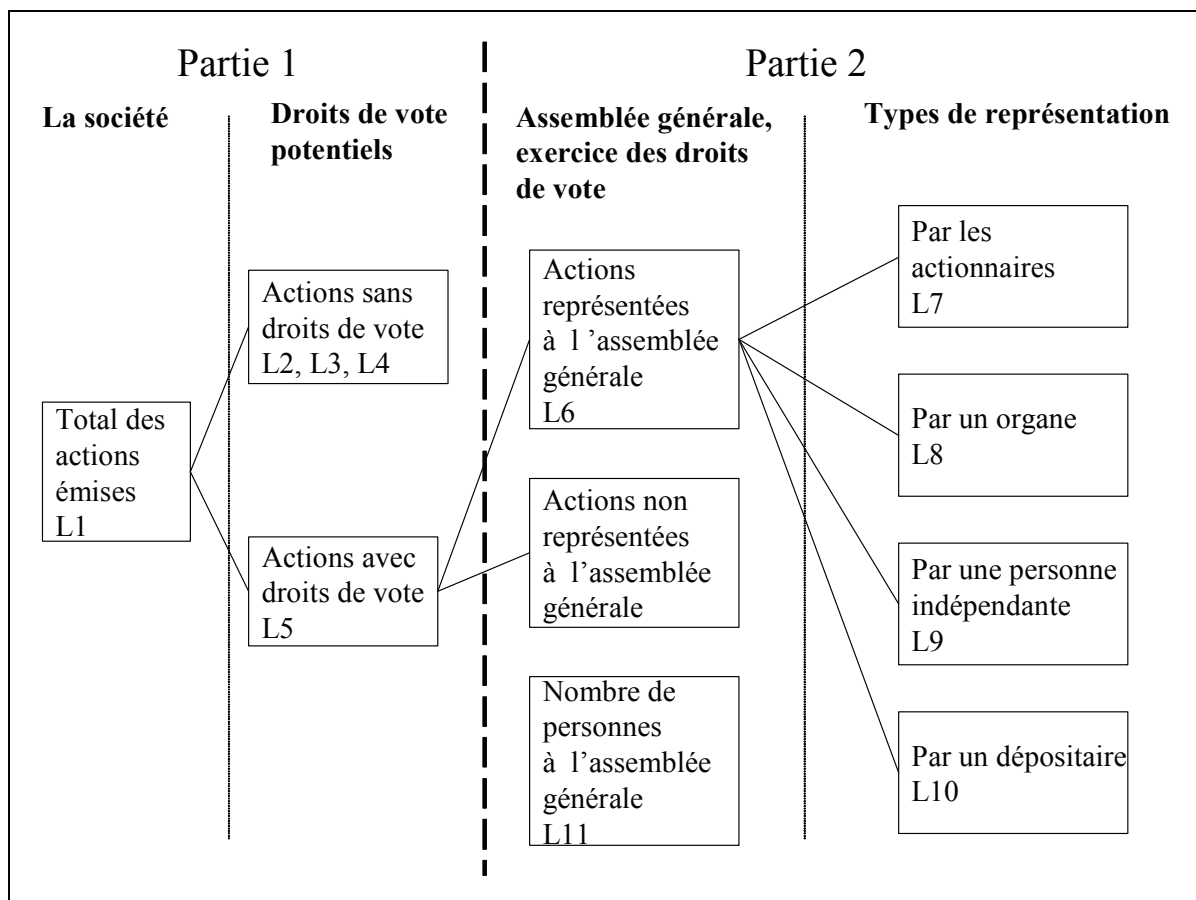
Ces calculs permettent ainsi d'obtenir le nombre total d'actions avec droit de vote pour l'assemblée générale (L5).

²³ Correspond à la ligne L1 du questionnaire se trouvant à l'annexe 3 et à l'élément L1 du graphique 3.

- ♦ La deuxième partie est consacrée aux voix effectivement exercées à l'assemblée générale et au type de représentation de ces droits de vote.

A partir du total des voix exercées à l'assemblée générale (L6), la répartition des droits de vote doit être indiquée en fonction du type de représentation, soit directement par les actionnaires (L7), soit par les organes²⁴ (L8), soit par une personne indépendante de la société (L9) ou encore par un dépositaire²⁵ (L10). Toutes ces informations (de L6 à L10) doivent être mentionnées dans le procès-verbal de l'assemblée générale, devant être mis à disposition des actionnaires pour consultation²⁶.

Une dernière question (L11) portait sur le nombre de personnes exerçant des droits de vote à l'assemblée générale.



Graphique 4 Structure du questionnaire

²⁴ Si la société propose aux actionnaires de les faire représenter à une assemblée générale par un membre de ses organes ou par une personne dépendant d'elle, elle doit aussi désigner une personne indépendante que les actionnaires puissent charger de les représenter. (CO art. 689c).

²⁵ Sont considérés comme représentants dépositaires les établissements soumis à la loi fédérale sur les banques et les caisses d'épargne ainsi que les gérants de fortune professionnels. (CO art. 689d al. 3)

²⁶ CO art. 702 al. 3.

3.2 Échantillon

Ce questionnaire a été envoyé à un échantillon de 111 entreprises cotées à la bourse suisse en 2003. Parmi ces 111 entreprises, 96 sont les entreprises non financières analysées à la partie II²⁷, 10 sont des banques et 5 des assurances. Suivant la localisation des entreprises, 89 questionnaires ont été envoyés en allemand et 22 en français. La liste des entreprises de l'échantillon se trouve à l'annexe 4.

3.3 Le taux de réponse

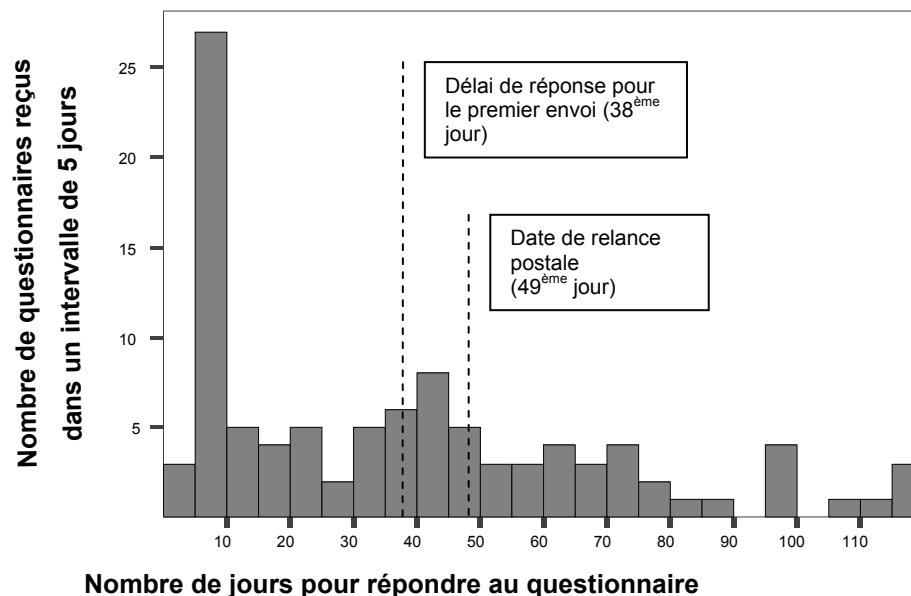
Sur les 111 questionnaires envoyés, nous avons reçu 104 questionnaires remplis, dont 101 exploitables, soit un taux de réponse de plus de 90%. Ce niveau très élevé peut s'expliquer par le suivi effectué au moyen de rappels, mais également par l'obligation légale pour les entreprises de mettre ces informations à disposition de leurs actionnaires, notamment grâce aux procès-verbaux des assemblées générales.

3.4 Echelonnement des réponses

Cette enquête a également permis d'évaluer le comportement des entreprises à l'égard de leurs actionnaires en dehors des assemblées générales. Cette évaluation peut être obtenue en mesurant le nombre de jours²⁸ nécessaires pour répondre au questionnaire. Le graphique 5 regroupe ces informations.

²⁷ Lors de l'envoi des questionnaires, ces 96 entreprises correspondaient à l'échantillon d'entreprises de la partie II. Cet échantillon a été réduit ultérieurement à 90 entreprises pour des raisons de continuité d'informations sur la période d'analyse.

²⁸ Date à laquelle nous avons reçu les lettres ou les fax.



Graphique 5 Durée en jours pour répondre au questionnaire

4 Analyse descriptive des résultats de l'enquête

La présentation des résultats de l'analyse descriptive suit la structure du questionnaire illustrée par le graphique 4.

4.1 Les voix potentielles à l'assemblée générale (Partie 1 du questionnaire)

L'analyse des résultats de la première partie du questionnaire doit être abordée avec précaution. Les entreprises n'étaient en effet pas obligatoirement tenues de répondre aux questions sur les actions nominatives non inscrites (L3) et sur les aspects de limitations de votes et d'inscription (L4). Les résultats présentés ci-dessous concernent les 90 entreprises de l'échantillon ayant des actions nominatives. Dans cet ensemble,

- 70 entreprises ont répondu à la question concernant le nombre d'actions propres détenues. 25 d'entre elles ont indiqué qu'elles n'en possédaient pas et pour les 45 restantes, cette valeur correspond en moyenne à 3% du total des actions nominatives.

- 55 entreprises ont répondu à la question concernant leur nombre d'actions nominatives non inscrites. Pour 22 d'entre elles, cette valeur est égale à zéro et pour les 33 restantes, ce niveau correspond en moyenne à 22% du total des actions nominatives.
- 62 entreprises ont répondu à la question concernant le nombre d'actions sans droit de vote dû à une limitation de droit de vote ou d'inscription. 38 d'entre elles ont indiqué qu'elles n'avaient pas de limitation et pour les 24 autres entreprises, ce niveau correspond en moyenne à 10% des actions nominatives.

Ces informations permettent d'apporter une première série d'éléments de réponse sur la proportion d'actions pouvant procurer des droits de vote aux assemblées générales. Elles permettent également de définir de manière approximative la proportion des actions nominatives sans droit de vote rattaché, au moyen des deux hypothèses suivantes :

- Première hypothèse : situation minimisant le nombre d'actions sans droit de vote. Nous admettons pour les entreprises n'ayant pas répondu aux questions L2 ou L3 ou L4, que ces valeurs sont égales à zéro. Le pourcentage d'actions nominatives avec droit de vote correspond alors à 87% (pour les 90 entreprises de l'échantillon ayant des actions nominatives).

- Deuxième hypothèse : situation maximisant le nombre d'actions sans droit de vote. Nous considérons cette fois uniquement les 45 entreprises ayant donné au moins une réponse différente de zéro sur une des questions L2, L3 ou L4. La proportion de leurs actions nominatives avec droit de vote correspond alors en moyenne à 80%.

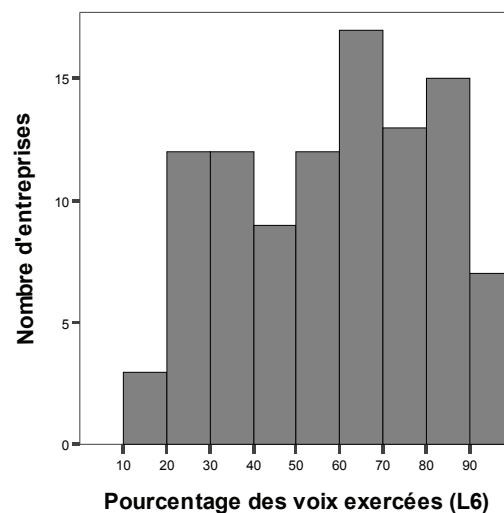
Selon ces deux hypothèses, la proportion moyenne des actions nominatives sans droit de vote est comprise entre 13 et 20 % de l'ensemble des actions nominatives. Cependant cette valeur est sujette à de fortes variations, notamment si les actions nominatives sont détenues en mains fermes dans le cas de plusieurs types d'actions ou si au contraire une société a un actionnariat dispersé ne s'étant pas inscrits au registre des actionnaires.

4.2 Exercice et représentation des voix à l'assemblée générale (Partie 2 du questionnaire)

L'ensemble des résultats relatifs à l'exercice des droits de vote est donné dans un tableau récapitulatif à l'annexe 5. Les développements qui suivent mettent en valeur les principaux résultats.

4.2.1 Exercice des voix à l'assemblée générale

Les résultats de l'enquête indiquent qu'en moyenne 58% des droits de vote totaux sont exercés à l'assemblée générale (L6/L1). La répartition du pourcentage des voix exercées dans les différentes entreprises est représentée dans le graphique 6. Cet histogramme montre que la proportion des voix exercées se répartit assez uniformément entre 20% et 90%, avec une fréquence légèrement supérieure entre 60 et 90%.



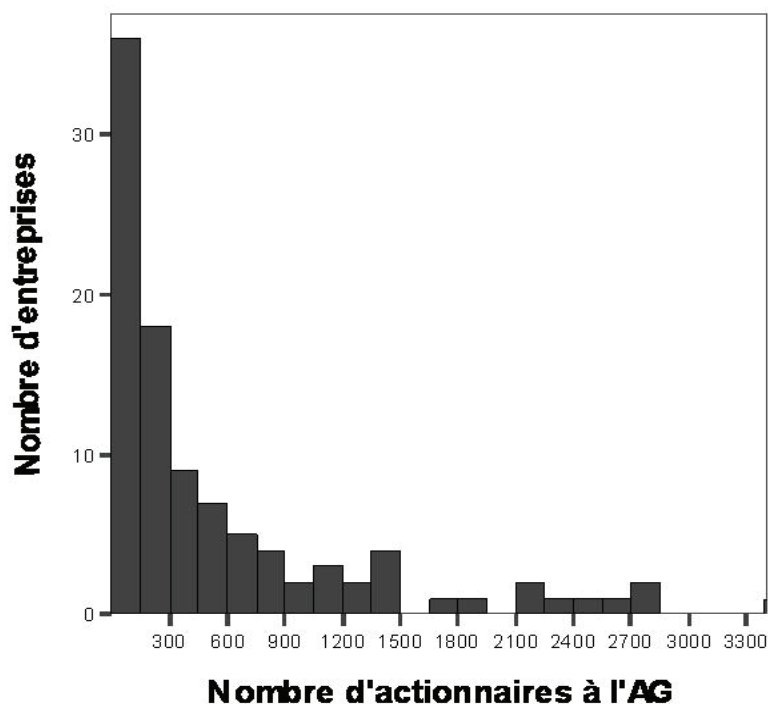
Graphique 6 Histogramme du niveau d'exercice des voix à l'assemblée générale

4.2.2 Type de représentation des voix à l'assemblée générale

Parmi les quatre types de représentation des droits de vote proposés par le CO, nos résultats indiquent qu'en moyenne 71% des droits de vote sont exercés par des actionnaires (L7/L6), 19% par une personne des organes de la société (L8/L6), 6% par une personne indépendante (L9/L6) et 4% par des dépositaires (L10/L6).

4.3 Nombres de personnes à l'assemblée générale

Le nombre de personnes présentes aux assemblées générales varie fortement entre les différentes entreprises. Sur notre échantillon, le nombre de participants varie ainsi entre 14 et 3'412 personnes. Le graphique 7 représente cette répartition.



Graphique 7 Histogramme du nombre de personnes présentes à l'assemblée générale

5 Influence de la structure de propriété et de pouvoir des entreprises sur l'assemblée générale

L'objectif est maintenant de vérifier le pouvoir exercé par les actionnaires principaux sur les assemblées générales. Cette vérification est effectuée en trois étapes successives. La première est consacrée à la comparaison des niveaux d'exercices des différents types d'actions, notamment en cas de cumul d'actions au porteur et nominative, afin de mettre en évidence l'application de ce mécanisme de différenciation pour contrôler les assemblées générales. La deuxième étape compare les liens existant entre la présence d'actionnaires importants et la proportion des droits de vote exercé à l'assemblée générale, pour évaluer l'influence que peuvent exercer les « petits » actionnaires. Pour finir, la dernière étape permet de vérifier, en

fonction du total du pourcentage des voix exercées à l'assemblée générale, si l'actionnaire principal y détient à lui seul la majorité.

5.1 Niveau d'exercice des différents types d'actions

L'existence de plusieurs types d'actions dans une société, notamment avec des valeurs nominales différentes, permet aux actionnaires fondateurs de conserver le pouvoir au sein de l'entreprise avec un capital moindre. Leur volonté de contrôle doit ainsi se refléter sur le taux d'exercice des voix des différents types d'actions aux assemblées générales.

Les entreprises ont ainsi été classées selon trois catégories : 1. Un seul type d'actions, 2. Plusieurs types d'actions (au porteur et nominatives), 3. Cumul d'actions et de bons de participation ou de jouissance.

Ce classement permet de mettre en évidence un taux d'exercice des voix plus important dans les entreprises ayant plusieurs types d'actions, 76% des voix contre 52% pour les entreprises avec un seul type d'action. Les entreprises de la catégorie 2 sont également caractérisées par la représentation des voix directement par les actionnaires. La catégorie 3, comprenant les entreprises ayant des bons de participation ou de jouissance, se caractérise par un niveau de représentation important par des dépositaires. Mais cette catégorie ne comprend que 8 entreprises ayant par ailleurs de fortes variations entre elles. Ces différents résultats sont présentés dans le tableau 18 ci-dessous.

Tableau 18 Exercice des voix en fonction des types d'actions des entreprises

	Nombre d'entreprises par catégorie	Voix exercées à l'AG en %	Type de représentation en % des voix exercées			
			Par les actionnaires	Par une personne des organes	Par une personne indépendante	Par des dépositaires
1. Un type d'actions	72	52	68	20	8	3
2. Plusieurs types d'actions	21	76	78	17	2	3
3. Cumul actions et bons	8	72	68	20	11	11
Moyenne globale	101	58	71	19	6	4

Pour évaluer de manière plus précise l'impact de ce cumul de différents types d'actions, les niveaux d'exercice des actions au porteur et des actions nominatives ont été comparés pour les 21 entreprises de la catégorie 2. Les résultats sont présentés ci-dessous et font référence au tableau 19 :

- 41% des voix des actions au porteur, contre 96% des voix des actions nominatives, sont exercées lors de l'assemblée générale.
- Du fait que les droits de vote des actions nominatives sont exercés dans leur quasi-totalité, ce résultat laisse supposer que des dernières sont détenues par les actionnaires de contrôle. Cette supposition est encore appuyée par les résultats présentés dans le tableau 20, qui montre que la presque totalité des droits de vote des actions nominatives est exercé à 83% par des actionnaires et à 17% par la personne des organes, qui doit être elle-même l'actionnaire de contrôle ou son représentant. Alors que les représentations par la personne indépendante et les dépositaires sont inférieures à 0.5
- Les 41% des droits de vote des actions au porteur correspondent à 16% des voix totales des sociétés, mais à 27% du capital-action total de l'entreprise. Alors que les 96% voix des actions nominatives exercées correspondent à 60% des voix totales, mais uniquement à 30% du capital.
- Ainsi les actionnaires détenant les actions nominatives détiennent en moyenne 60% des voix totales et 79% des droits de vote exercés aux assemblées générales, en ne possédant que 30% du capital-action des entreprises.

Tableau 19 Exercice des voix en fonction du type d'action dans les entreprises ayant plusieurs types d'actions

	Pourcentage des droits de vote exercé des deux types d'actions	Répartition du total des droits de vote exercé entre les deux types d'actions	Pourcentage du capital total correspondant aux voix exercées
1. Actions au porteur	41% ^a	16% ^b	27% ^c
2. Actions nominatives	96%	60%	30%

^a Ce résultat indique par exemple que 41% des droits de vote rattachés aux actions au porteur sont exercés lors de l'assemblée générale

^b Ce résultat indique par exemple que pour les actions au porteur, les 41% de droits de vote exercés représentent 16% des droits de vote totaux dans l'entreprise.

^c Ce résultat indique par exemple que pour les actions au porteur, les 16% des droits de vote représentent 27% du capital-action total de l'entreprise

Tableau 20 Répartition de la représentation des droits de vote en fonction du type d'actions

	<i>Par les actionnaires</i>	<i>Par une personne des organes</i>	<i>Par une personne indépendante</i>	<i>Par des dépositaires</i>
1. Actions au porteur	58%	19%	10%	13%
2. Actions nominatives	83%	17%	0% ^a	0% ^a

^a Les représentations par la personne indépendante et les dépositaires sont inférieures à 0.5%.

Ces résultats confirment l'application des mécanismes de différenciation pour dominer les assemblées générales. Lors de la présence simultanée d'actions nominatives et au porteur, les actions nominatives ont en moyenne une valeur nominale 5 fois inférieure à celle des actions au porteur. Cette situation crée un déséquilibre important au niveau du rapport entre le capital et le pouvoir, pénalisant fortement les actionnaires ne bénéficiant pas de ces droits de vote privilégiés. Cette méthode permet aux actionnaires principaux de dominer les assemblées générales, sans pour autant détenir la majorité du capital. Le point suivant va ainsi vérifier l'importance jouée par les actionnaires détenant plus de 5% des droits de vote sur l'exercice total des droits de vote.

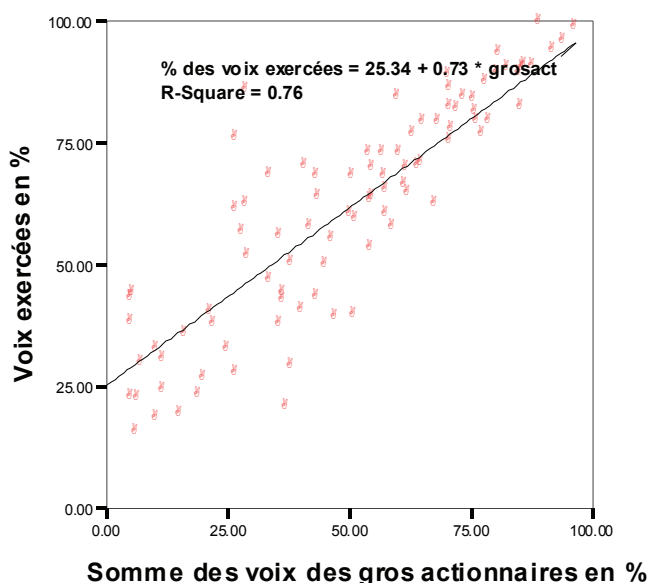
5.2 La présence d'actionnaires importants

La présence d'actionnaires importants dans une société devrait se refléter dans le taux de participation globale à l'assemblée générale. En effet, s'il est clair que l'actionnaire principal va exercer ses droits de vote à l'assemblée générale, les autres actionnaires importants, ayant également investi un montant élevé dans une société, vont vraisemblablement donner de la valeur à l'exercice de leurs droits de vote.

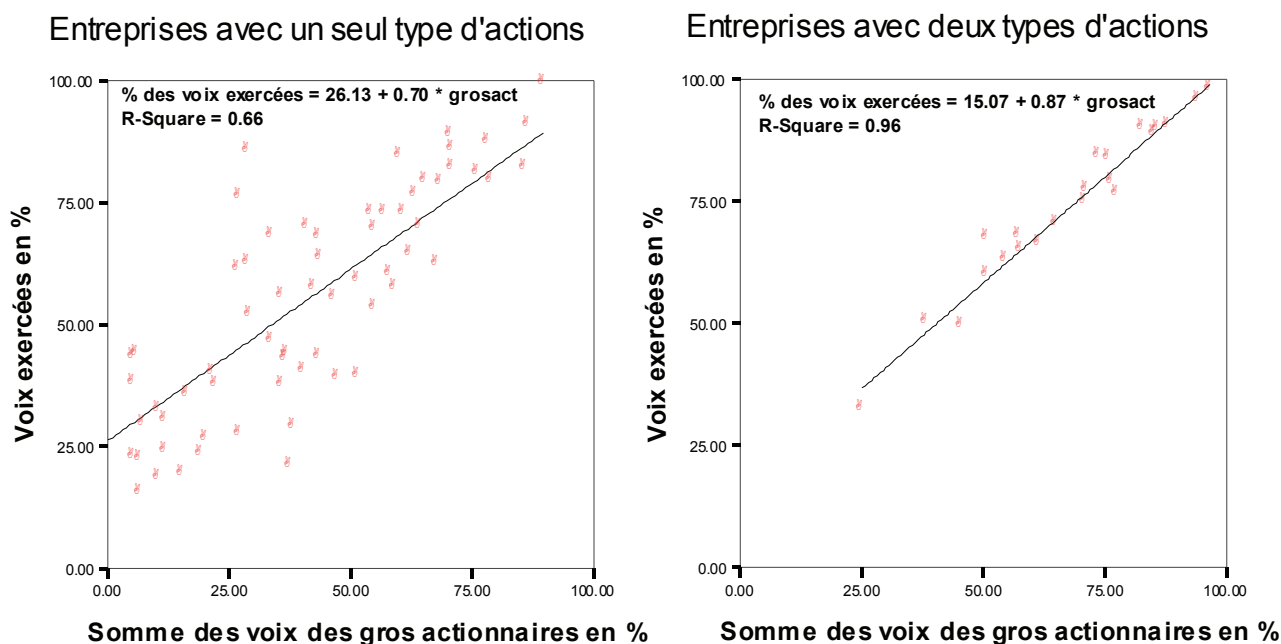
Ainsi avec l'hypothèse que les actionnaires détenant plus de 5% des droits de vote exercent leurs droits de vote lors des assemblées générales, nos résultats indiquent que ces derniers représentent en moyenne 73% des droits de vote exercés par entreprise. L'influence de ces derniers est également mise en évidence par la valeur très élevée du coefficient de corrélation de Spearman (0.866 significatif à 0.01 %) entre la somme de leurs droits de vote et le niveau d'exercice à l'assemblée générale.

Ce niveau de corrélation dépend également du cumul de types d'actions. Dans les entreprises avec plusieurs types d'actions, ce coefficient de corrélation est égal à 0.971, contre 0.781 pour les entreprises avec un seul type d'actions.

Ces valeurs confirment d'une part que la proportion des droits de vote exercés dépend largement de la présence d'actionnaires importants et d'autre part que les petits actionnaires n'y ont qu'un pouvoir marginal. La représentation graphique du lien entre ces variables est donnée par le graphique 8 pour l'ensemble des entreprises et par le graphique 9 en fonction du cumul de types d'actions.



Graphique 8 Voix exercées et somme des voix des gros actionnaires



Graphique 9 Voix exercées et sommes des voix des gros actionnaires, selon le nombre de types d'actions

5.3 Pouvoir de l'actionnaire principal lors de l'assemblée générale

Parmi les 101 entreprises de notre échantillon, 42 d'entre elles ont un actionnaire détenant plus de 50% des droits de vote totaux et 8 autres n'ont pas d'actionnaire ayant plus de 5% des droits de vote. L'objectif de ce point 5.3 est donc de vérifier pour les 51 entreprises ayant un actionnaire principal détenant entre 5 et 50 % des droits de vote, si ce dernier parvient à détenir la majorité absolue des voix exercées lors de l'assemblée générale 2003.

Les résultats présentés dans le tableau 21 indiquent qu'une détention de 20% à 30% des droits de vote totaux permet à l'actionnaire principal d'avoir la majorité absolue à l'assemblée générale dans 50% des cas. Tandis que si l'actionnaire principal détient entre 30 et 50%, il obtient la majorité absolue aux assemblées générales dans 66.67% des cas. En d'autres termes, si l'actionnaire principal détient la majorité absolue de l'ensemble des droits de vote dans 42 entreprises de notre échantillon de 101 entreprises, l'actionnaire principal détient la majorité absolue des voix exercées aux assemblées générales dans 57 entreprises de notre échantillon.

Tableau 21 Entreprises dans lesquelles l'actionnaire principal détient la majorité des droits de vote aux assemblées générales

Pourcentage des droits de vote totaux détenu par l'actionnaire principal	Nombre d'entreprises	Nombre (et pourcentages) des d'entreprises dans lesquelles l'actionnaire principal à la majorité absolue lors des assemblées générales
<5 %	8	0 (0%)
≥ à 5% et < à 10%	12	0 (0%)
≥ à 10% et < à 20%	15	1 (6.67%)
≥ à 20% et < à 30%	12	6 (50%)
≥ à 30% et < à 40%	9	6 (66.67%)
≥ à 40% et < à 50%	3	2 (66.67%)
≥ à 50%	42	42 (100%)
Total des entreprises	101	57 (56.44%)

6 Conclusion

Le but de cette partie était double, tout d'abord effectuer un état des lieux sur le niveau d'exercice des droits de vote à l'assemblée générale des actionnaires 2003, puis d'analyser le pouvoir des actionnaires importants et de l'actionnaire principal sur la tenue des assemblées générales. Cette enquête a été effectuée par l'envoi de questionnaires à 111 entreprises cotées à la bourse suisse. Le taux de réponse a été exceptionnellement élevé, soit plus de 90%. Cette démarche a permis de constituer, à notre connaissance, une base de données inédite en Suisse.

Cette étude indique qu'en moyenne moins de 60% des droits de vote totaux sont exercés aux assemblées générales. Parmi les quatre types de représentation des droits de vote proposés par le CO, nos résultats montrent qu'en moyenne 71% des droits de vote sont directement exercés par les actionnaires, 19% par une personne des organes de la société, 6% par une personne indépendante de la société et uniquement 4% par les dépositaires.

Le taux d'exercice augmente fortement en cas de cumuls de différents types d'actions. Il passe ainsi de 52% en moyenne pour les entreprises avec un seul type d'action, à 76% lorsque le capital de l'entreprise est constitué de plusieurs types d'actions. Cette augmentation provient principalement d'un taux d'exercice des actions nominatives de près de 96%. L'importance de ce taux est notamment due à la présence d'actions nominatives non cotées ou détenues en presque totalité par l'actionnaire principal.

Lors du cumul, les actions nominatives ont en moyenne une valeur nominale 5 fois inférieure à celle des actions au porteur. Cette situation crée un déséquilibre important au niveau du rapport entre le capital et le pouvoir. Ainsi l'exercice de 16% des voix totales par les actions au porteur correspond à 27% du capital, alors que l'exercice de 60% des voix totales par les actions nominatives correspond à 30% du capital. Cette méthode confirme que les actionnaires principaux dominent les assemblées générales, sans pour autant détenir la majorité du capital.

Un autre résultat intéressant est le niveau de corrélation extrêmement élevé entre le niveau d'exercice global des voix et les droits de vote détenus par les actionnaires importants. Nos résultats indiquent que l'actionnaire principal détient à lui seul la majorité absolue du total des voix dans 45% des sociétés et la majorité absolue des voix exercées à l'assemblée générale dans 56% des entreprises de notre échantillon. Ce pouvoir résulte donc non seulement de leurs proportions de voix importantes, mais également d'un taux élevé d'abstention des petits actionnaires. Ainsi un niveau de participation important aux assemblées générales n'est pas synonyme d'une implication importante de la part de l'ensemble des actionnaires, mais reflète plutôt la présence d'actionnaires importants et l'application de différents mécanismes pour augmenter leur pouvoir.

D'un point de vue général, le fait d'être coté en bourse indique des besoins de financement externe et le rôle joué par les actionnaires externes pour assurer leur croissance. Cependant ces résultats démontrent une volonté claire d'obtenir et conserver le contrôle des sociétés, tout en bénéficiant de l'apport en capital des petits actionnaires. Nos résultats indiquent d'autre part que, même regroupés, les petits actionnaires n'ont pas la capacité d'influencer de manière directe la gestion de l'entreprise, afin de protéger leurs intérêts.

Il est ainsi fondamental pour assurer la croissance des entreprises et des places financières en général, d'offrir des structures permettant des mesures adéquates quant à la protection des intérêts des actionnaires minoritaires désirant effectuer un placement financier, sans pour autant s'impliquer dans la gestion des entreprises.

La partie IV de notre recherche est ainsi consacrée à l'évaluation de la conduite des entreprises vis-à-vis de leurs actionnaires externes, en analysant leur conformité par rapport aux recommandations en matière de gouvernance d'entreprise.

Partie IV. Évaluation du comportement des entreprises suisses vis-à-vis de la gouvernance d'entreprise

1 Introduction

Disposer d'indices ou de mesures permettant d'évaluer la situation des entreprises en matière de gouvernance est une priorité pour toute personne travaillant dans le domaine de la gouvernance d'entreprise. Ces informations sont fondamentales pour effectuer la comparaison d'entreprises, pour analyser l'efficacité de l'introduction d'un nouveau texte, tel que par exemple le CBP, ou encore pour évaluer l'influence de la qualité de la gouvernance sur la performance des entreprises.

Etant donné l'importance de ces évaluations, il est primordial qu'elles reflètent au mieux la réalité des entreprises. Pour y parvenir, la réalisation des évaluations doit faire face à trois principaux types de difficulté : 1. Définir les aspects pertinents caractérisant la qualité de la gouvernance d'une entreprise, 2. Obtenir des données adéquates pour évaluer ces aspects, 3. Utiliser des méthodes d'agrégation des données permettant de conserver au mieux leur contenu informationnel.

Concernant la première difficulté, la publication de codes de bonne pratique en matière de gouvernance a permis de déterminer et de standardiser les lignes directrices pour l'évaluation de la situation des entreprises. Le code de bonne pratique de l'OCDE publié en 1999, a ainsi servi de référence pour la réalisation de nombreuses évaluations. Ses recommandations de portée internationale peuvent être utilisées lors de comparaisons entre la situation entre plusieurs pays ou encore pour l'analyse d'entreprises d'un pays ne possédant pas encore son propre code. La généralisation des codes nationaux de bonne pratique à la fin des années 2000 a permis d'améliorer la sélection et la pertinence des critères d'évaluation de la gouvernance des entreprises, notamment en fonction des contraintes nationales, telles que les cadres légaux ou réglementaires.

Concernant la deuxième difficulté liée au manque de transparence des entreprises, la situation s'est également améliorée, suite à l'augmentation des exigences des places boursières en matière de divulgation d'informations. Dans le cas de la Suisse, l'application en 2002 de la DCG a permis d'effectuer des analyses systématiques de la qualité de la gouvernance des entreprises.

La troisième difficulté est liée au mode d'agrégation des données récoltées. Pour pouvoir comparer la qualité de la gouvernance de différentes entreprises, il est nécessaire de définir des indicateurs standardisés. La méthode d'agrégation choisie joue ainsi un rôle considérable pour obtenir des indicateurs simples, mais reflétant au mieux la situation réelle des entreprises. Ces derniers peuvent correspondre à des moyennes générales de critères d'évaluation, comme dans le cas des notes scolaires, ou encore à des classements selon des catégories ordonnées, comme dans le cas de la classification du risque des émetteurs d'obligations (A^+ , A , A^- , etc.).

L'objectif de la partie IV de notre recherche est de présenter les indices que nous avons développés pour définir la qualité de la gouvernance des entreprises suisses. Nos évaluations sont effectuées sur les années 1997 à 2002, soit avant et après l'entrée en vigueur du CBP et de la DCG. Si les recommandations du CBP peuvent s'appliquer sur l'ensemble de la période d'analyse, il faut néanmoins attendre l'application de la DCG en 2002, pour pouvoir disposer des informations nécessaires aux évaluations. Pour cette raison, nous avons développé une première approche spécifique aux années 1997 à 2001, basée sur la transparence de l'ensemble des informations contenues dans les rapports annuels des entreprises. Tandis que pour l'année 2002, nous avons analysé les entreprises selon leur degré de conformité aux recommandations du CBP.

Pour effectuer l'agrégation des milliers d'informations analysées sur les six années d'évaluation, nous avons utilisé une méthode d'aide à la décision : la méthode ELECTRE TRI. L'application de cette méthode permet de trier les entreprises dans un nombre défini de catégories ordonnées, un peu à la manière des indices des agences de notation sur le risque des émetteurs d'obligations. L'intérêt principal de cette approche est de pouvoir trier les différentes entreprises, en fonction d'attentes prédéfinies sur les critères d'évaluation choisis, sans que nécessairement ces derniers soient comparables entre eux.

Cette quatrième partie est structurée de la manière suivante. Le chapitre 2 présente les principales approches utilisées pour évaluer la gouvernance d'entreprise sur notre période d'analyse. Le chapitre 3 présente tout d'abord la méthode d'aide à la décision ELECTRE TRI, puis la méthodologie que nous avons

développée pour créer nos indices de gouvernance. Le chapitre 4 est consacré à l'analyse des résultats obtenus et le chapitre 5 conclut cette partie IV.

2 Les méthodes d'évaluation de la gouvernance d'entreprise

2.1 Contexte international

L'évaluation de la situation des entreprises en matière de gouvernance remonte à l'origine des études sur les mécanismes de protection des actionnaires. Ces évaluations ont notamment permis d'analyser les cinq mécanismes principaux de la gouvernance d'entreprise :

- les offres publiques d'achat (OPA) (Grossman et Hart (1980)) et les mesures anti-OPA (Gompers et al. (2003)),
- la présence d'un bloc d'actionnaires (Demsetz et Lehn (1985), Demsetz et Villalonga (2001)),
- Le contrôle effectué par les créanciers importants ou les banques (Diamond (1984)),
- la composition du conseil d'administration (Yermack (1996), Eisenberg et al. (1998), Hermalin et Weisbach (1991), Bhagat et Black (2002)),
- la politique de rémunération (Loderer et Martin (1997)).

Avec la publication des codes de bonne pratique, les évaluations des entreprises en matière de gouvernance ont adopté une approche plus globale. Leur publication a ainsi été suivie par la réalisation de plusieurs études, utilisant ou créant des indices élaborés en fonction du respect des attentes définies par les codes. Par exemple, Drobetz, Schillhofer et Zimmermann (2004) construisent un indice de gouvernance d'entreprise pour 91 entreprises allemandes cotées. A partir d'un questionnaire, ils vérifient si ces sociétés se sont soumises de manière volontaire au code de gouvernance allemand, afin d'expliquer la performance et l'évaluation boursière des sociétés.

Parallèlement, des agences de rating ont créé de nouveaux produits destinés à donner des indications sur la gouvernance d'un échantillon d'entreprises ou de pays. Les critères composant leurs indices, correspondent généralement aux recommandations définies par les principaux centres de recherche en gouvernance d'entreprise, tels que l'Institut Européen de Gouvernance d'Entreprise (ECGI)²⁹ ou encore l'OCDE. Ces critères concernent ainsi principalement la structure du capital, les relations et le respect des droits des parties prenantes, la transparence et l'organisation du conseil d'administration.

Parmi les agences offrant ce genre de service, nous pouvons citer le « Corporate Governance Score » de Standard & Poor's³⁰, créé en 2000. Ce dernier regroupe les évaluations d'environ 1600 entreprises. Cet indice se compose de deux dimensions, la première en fonction de l'entreprise : la « Company Score » et la deuxième en fonction du pays : « Country Governance Review ». Il note les entreprises en fonction de : 1) la structure et l'influence de l'actionnariat, 2) la structure du conseil d'administration, 3) les droits des actionnaires et les relations entre l'entreprise et les stakeholders, 4) la transparence financière et la communication d'informations.

Le Crédit Lyonnais Securities Asia (CLSA) a également établi en 2001 un indice de gouvernance pour 495 firmes appartenant à 25 marchés émergents et couvrant 18 secteurs. Ce dernier est calculé en se basant sur 57 questions binaires. Ces questions portent sur la discipline des dirigeants, la transparence de l'information, la structure et le fonctionnement du conseil d'administration, la responsabilité et l'impartialité du comité d'audit.

Un autre indice est proposé par le groupe Deminor³¹, pionnier en matière de gouvernance d'entreprise en Europe. Leur indice évalue les entreprises faisant partie

²⁹ L'ECGI est une association scientifique internationale à but non lucratif. Elle propose un cadre pour le débat et le dialogue entre les universitaires, les législateurs et les praticiens. Elle se concentre sur les principales questions de la gouvernance d'entreprise, dans le but de promouvoir une meilleure pratique dans le domaine. Pour plus de détails : <http://www.ecgi.org>.

³⁰ Standard & Poor's est le principal fournisseur mondial indépendant de cotes de crédit, d'indices, d'évaluation des risques, ainsi que de recherche et de données portant sur les placements. Pour plus de détails : <http://www.governance.standardandpoors.com>.

³¹ Deminor est un cabinet de conseil indépendant fondé à Bruxelles en 1990. Ses activités se sont rapidement étendues à d'autres pays européens. Deminor est une société spécialisée dans le conseil aux actionnaires minoritaires de sociétés cotées et non-cotées. Pour plus de détails : <http://www.deminor.org/>.

de l'indice FTSE Eurotop 300, composé de 300 entreprises (dont 17 d'origine suisse) provenant de 17 pays européens. Il est basé sur quatre aspects : 1) les droits et devoirs des actionnaires, 2) l'engagement à créer de la valeur pour l'actionnaire, 3) l'information sur le gouvernement d'entreprise et 4) la structure et le fonctionnement du Conseil d'administration.

Les valeurs obtenues par ce type d'indices ont également servi de bases de données pour la réalisation de plusieurs études académiques. Par exemple, Klapper et Love (2004) utilisent l'indice du CLSA pour expliquer la performance de ces entreprises sur les marchés émergents. Durnev et Kim (2005) utilisent également l'indice du CLSA comme évaluation du niveau de gouvernance d'entreprise, mais le complètent avec l'indice de Standard & Poor's, pour expliquer la performance des entreprises évaluées.

2.2 Le cas suisse

La prise de conscience de l'importance de la gouvernance en Suisse est reflétée par la publication en 2002 de la DCG et du CBP. Ces deux textes marquent ainsi un changement fondamental pour la gouvernance d'entreprise en Suisse, ainsi que pour son analyse. Ces textes permettent de systématiser la disponibilité des informations nécessaires à l'évaluation de la gouvernance et de définir les lignes directrices correspondantes aux attentes des praticiens et des chercheurs. La publication de ces textes a eu une influence importante sur les méthodes d'analyse de situation des entreprises suisses en matière de gouvernance.

2.2.1 Les indices de gouvernance avant 2002

Pour les années antérieures à 2002, les évaluations de la gouvernance des entreprises suisses doivent pallier le problème du manque d'informations divulguées par les entreprises. Nos recherches ont permis d'identifier trois principales approches utilisées pour remédier à cette situation.

La première correspond aux évaluations ponctuelles effectuées par l'envoi de questionnaires. Une enquête de ce type a été menée par KPMG en collaboration avec l'Institut d'Accounting, Controlling et Audit de l'Université de St-Gall en 2001 (Flemming Ruud et Bodenmann (2002)), afin d'évaluer l'importance donnée à la

gouvernance d'entreprise par les conseils d'administration. Cette méthode par sondage permet d'obtenir des informations, sur des thèmes ne pouvant être analysés à partir de documents publics, tels que les rapports annuels. Mais elle peut également poser des problèmes d'interprétation. En effet, comme les réponses à ce type de questionnaire sont volontaires, le simple fait d'y répondre indique que les entreprises sont intéressées ou impliquées dans la problématique.

Comme la Suisse ne disposait pas encore de code national de bonne pratique, une seconde approche consistait à vérifier le respect par les entreprises suisses des recommandations des codes internationaux, tel que celui de l'OCDE. De telles approches étaient alors appliquées par Deminor ou Centre Info³². Ce type d'approche permettait de comparer la situation dans différents pays, mais proposait des résultats peu pertinents pour la comparaison d'entreprises d'un même pays. D'une part, le manque d'informations à disposition ne permettait pas d'évaluer certains aspects et d'autre part, certains critères n'étaient pas adaptés aux contraintes nationales, tels que le cadre légal ou les règlements de cotation.

La troisième approche évalue les entreprises uniquement en fonction des informations à disposition et en définissant des critères d'évaluation spécifiques à la situation suisse. Cette approche comprend deux voies différentes. La première correspond à des indices définis grâce à des contacts privilégiés avec les entreprises. Ce type d'indices correspond aux indices de transparence et de relations avec les investisseurs définis par les analystes de Finanz und Wirtschaft pour le guide des actions suisses, à partir de 1989. La deuxième voie correspond à l'analyse des documents à disposition de l'ensemble des actionnaires, telles que les cotes sur la politique d'information des entreprises, établies par la Commission des actionnaires de l'Association Suisse des Analystes Financiers et des Gestionnaires de Fortunes (ASAG) entre 1991 et 1997.

2.2.2 Les indices de gouvernance après 2002

A partir de la publication des rapports annuels 2002, l'évaluation de la gouvernance en Suisse a pu être effectuée de manière systématique grâce à

³² Société suisse spécialisée dans le conseil et la recherche sur la responsabilité sociale des entreprises, ainsi que sur la gouvernance d'entreprise (<http://www.centreinfo.ch>)

l'application de la DCG. Dès lors, les entreprises cotées en Suisse ont été obligées de divulguer les informations exigées par la DCG dans une partie spécifique de leur rapport annuel. Cette évolution s'est traduite par le développement de nouveaux indices, notamment définis sur la base des recommandations du CBP. De tels indices ont été développés par exemple par Ethos, Centre Info ou encore par la Banque Cantonale de Zurich. Parallèlement, des chercheurs, tels que Beiner et al. (2006) construisent également un indice de gouvernance en fonction des recommandations contenues dans le CBP. Ces derniers, cherchent ainsi à vérifier le lien existant avec la qualité de la gouvernance d'entreprise et leur évaluation boursière.

3 Développement de modèles d'évaluation du comportement des entreprises suisses vis-à-vis de la gouvernance

Ce chapitre 3 est consacré à la présentation des méthodes que nous avons développées afin d'évaluer la qualité de la gouvernance des entreprises cotées à la bourse suisse, pour les années 1997 à 2002.

Afin d'éviter les aléas liés à l'envoi de questionnaires, les données nécessaires à la réalisation de nos évaluations, proviennent des documents librement accessibles aux actionnaires. Une distinction importante doit donc être effectuée en fonction de l'année d'analyse. Pour les années de 1997 à 2001, une première méthode d'évaluation estime le comportement des entreprises vis-à-vis de la gouvernance en fonction de la transparence de leurs rapports annuels. L'indice global annuel de transparence de chaque entreprise est obtenu en agrégeant trois indices partiels. Le premier évalue la transparence de l'information sur des aspects de gouvernance d'entreprise, le deuxième sur des aspects prévisionnels et le troisième sur des aspects financiers.

Suite à l'application de la DCG, les données à disposition permettent d'effectuer des analyses plus précises. Ainsi, le modèle d'évaluation spécifique à l'année 2002, estime le comportement des entreprises vis-à-vis de la gouvernance, en fonction de leur degré de conformité aux recommandations du CBP. Cet indice global annuel de

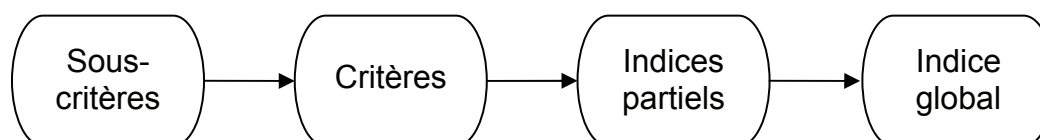
conformité est obtenu par l'agrégation de 3 indices partiels. Le premier évalue le respect des droits des actionnaires. Le deuxième est consacré à la structure et à l'organisation du conseil d'administration et de la direction. Le troisième estime quant à lui le degré d'application de la DCG.

La synthèse de ces informations pour les deux périodes se retrouve dans le tableau 22.

Tableau 22 Indices globaux et partiels permettant d'analyser le comportement des entreprises vis-à-vis de la gouvernance

Années	Indices globaux	Indices partiels
1997 – 2001	Transparence des rapports annuels	Financiers
		Prévisionnels
		Gouvernance
2002	Conformité aux recommandations CBP	Droit des actionnaires
		Conseil d'administration
		Degré d'application de la DCG

Si les aspects évalués par ces méthodes sont différents, leur méthodologie est cependant relativement proche (voir graphique 10). La situation propre à chacune des entreprises est estimée par un indice global. Cet indice global est déterminé en agrégeant trois indices partiels. Ces indices partiels sont déterminés par l'agrégation de critères. Ces critères sont déterminés en agrégeant des sous-critères. Les valeurs des sous-critères sont obtenues par l'analyse des informations transmises publiquement par les entreprises et quantifiées au moyen de grilles d'évaluation spécifique à chacune des deux périodes. L'indice global annuel de transparence sur la période 1997 à 2001, est par exemple déterminé par un processus d'agrégation successif de 81 sous-critères.



Graphique 10 Agrégations successives pour obtenir les indices globaux.

Pour que ces agrégations successives permettent de conserver au mieux le contenu informatif des éléments analysés, nous avons utilisé une méthode multicritère d'aide à la décision appelée ELECTRE TRI. Cette dernière permet d'évaluer chaque entreprise en fonction de catégories prédéfinies, comme déjà mentionné, un peu à la manière des agences de cotation du risque de défaut d'un émetteur d'obligations.

La suite du chapitre 3 est structurée en trois sections. La première présente le fonctionnement de la méthode ELECTRE TRI, ainsi que les avantages liés à son utilisation pour effectuer une analyse du comportement des entreprises en matière de gouvernance. La deuxième section est consacrée au modèle développé pour évaluer le comportement des entreprises face à la gouvernance, avant la publication de la DCG. Ce modèle couvre ainsi les années 1997 à 2001. La troisième section traite quant à elle de l'évaluation du comportement des entreprises vis-à-vis de la gouvernance suite à l'application de la DCG et se base ainsi sur l'année 2002.

3.1 La méthode d'aide multicritère à la décision ELECTRE TRI

3.1.1 Une approche multicritère

Notre analyse du comportement des entreprises vis-à-vis de la gouvernance se base sur l'évaluation de plusieurs dizaines d'éléments (ou critères), puis sur leur agrégation en trois phases successives pour obtenir un indicateur unique.

Cette approche correspond à une évaluation multicritère et non monocritère. Cette dernière présupposerait « que toutes les dimensions de la décision soient mesurées selon un critère existant »³³, tel que par exemple le chiffre d'affaire. Mais la réalité à étudier dans notre cas, dépend manifestement de plusieurs critères. Il nous serait ainsi difficile de trouver une échelle « réelle » unique pour comparer et agréger des critères comme le nombre de membres dans le conseil d'administration et l'existence de limitation de droit de vote. Dans cette situation, l'approche la plus répandue consiste à transformer les échelles propres à chaque critère évalué en une échelle commune. Cette transformation est obtenue au moyen de taux de conversion spécifique à chacun des critères. Cette dernière solution correspond par exemple à

³³ Andenmatten (1995), p.140.

la méthode la plus fréquemment adoptée pour les notes scolaires. Ainsi, les critères d'évaluation pour les examens de mathématique ne sont pas les mêmes que ceux d'un examen de gymnastique ou encore que ceux pour un cours de dessin. Cependant, il est communément accepté que l'évaluation d'un examen dans chacune de ces branches se fasse sur une échelle commune, par exemple de 1 à 6. Cette échelle commune permet par la suite d'agréger facilement les évaluations des différentes matières, par exemple avec une moyenne pondérée. Cette dernière permet d'obtenir la « moyenne générale » de l'étudiant, afin de déterminer la réussite de son année scolaire et son classement par rapport aux autres étudiants.

Sur la base d'une même échelle d'évaluation, la comparaison entre plusieurs alternatives (dans notre cas, les entreprises à évaluer) ne pose ainsi aucun problème. Il est possible de les ranger de la meilleure à la moins bonne. Ainsi, dans le cas des notes scolaires, il est toujours possible de dire qu'un étudiant a obtenu une meilleure moyenne qu'un autre. Cette démarche permet de se retrouver dans une situation comparable à une approche monocritère.

Néanmoins, cette approche trouve ses limites avec la difficulté de définir les taux de conversion lorsque l'hétérogénéité entre les critères est importante ou encore avec les problèmes liés à la compensation des valeurs entre critères. Le problème de compensation se retrouve par exemple avec les notes scolaires. Un étudiant pourrait ainsi compenser des mauvaises notes dans certaines matières grâce à de bons résultats dans d'autres matières. La moyenne générale est ainsi lissée, ne permettant pas de différencier un étudiant ayant un niveau moyen dans toutes les matières et un autre obtenant de forts écarts entre ses différentes notes. Pour remédier à cette difficulté, l'agrégation de notes scolaires peut faire appel à différentes clauses. On peut citer à ce sujet, la définition de branches éliminatoires sur lesquelles il faut obligatoirement avoir la moyenne (par exemple 4 sur 6) ou l'obligation de ne pas avoir de notes en dessous d'une certaine valeur (par exemple 3 sur 6) ou encore pas plus d'un certain nombre de notes en dessous de la moyenne (par exemple pas plus de 3 notes en dessous de 4).

3.1.2 Les méthodes de surclassement ELECTRE

Les méthodes de surclassement de type ELECTRE³⁴, initialement développées par Bernard Roy, proposent une alternative à la transformation des évaluations des critères en une échelle commune. Elles permettent par ailleurs de généraliser et d'automatiser l'application de contraintes sur les valeurs des différents critères analysés, telles que les clauses additionnelles sur les notes scolaires. Le principe de ces méthodes est de limiter la subjectivité liée à l'agrégation, à ce qui est acceptable et nécessaire pour atteindre un objectif fixé.

Comme leur nom l'indique, les méthodes de surclassement permettent d'obtenir une relation de surclassement entre deux alternatives³⁵, en les comparant deux à deux sur chacun des critères analysés. Ainsi, une alternative a surclasse une alternative b « s'il y a suffisamment d'arguments en faveur de l'affirmation a est au moins aussi bonne que b, sans qu'il y ait de raisons importantes de contredire cette affirmation »³⁶. Cette manière de comparer deux alternatives permet d'aboutir à trois types de relation : préférence, équivalence et incomparabilité.

- Il y a une relation de préférence si a surclasse b et que b ne surclasse pas a.
- Il y a une relation d'équivalence lorsque le surclassement se vérifie dans les deux sens, c'est-à-dire que a surclasse b et que b surclasse a.
- Il y a une relation d'incomparabilité, lorsqu'il n'y a pas de relation de surclassement, c'est-à-dire que a ne surclasse pas b et que b ne surclasse pas a.

Ces trois types de relation (préférence, équivalence et incomparabilité) sont à la base du traitement des problèmes d'analyse et de décision retenus par Roy et Bouyssou (1993) :

- Problématique de choix : sélection de l'alternative la plus satisfaisante et élimination des autres (par exemple embauche d'un candidat, décision d'investissement)

³⁴ L'acronyme ELECTRE signifie "élimination et choix traduisant la réalité".

³⁵ Ces alternatives peuvent être par exemple les étudiants dans le cas des notes scolaires ou dans notre cas, les entreprises à évaluer.

³⁶ Hurson et Zopounidis (1997), p. 23.

- Problématique de tri : affectation de chaque alternative dans l'une des classes prédéfinies et ordonnées hiérarchiquement (par exemple rating des entreprises selon des catégories de risque : A^+ , A , A^- , B^+ , ...))
- Problématique de rangement : classement des alternatives de la meilleure à la moins bonne, y compris les ex æquo (par exemple les candidats à un concours, les coureurs d'une compétition, ...)

Parmi ces trois problématiques pouvant être traitées par les méthodes ELECTRE, la problématique du tri a été retenue pour notre approche. Elle permet d'évaluer une entreprise en fonction de son classement dans des catégories ordonnées, comme déjà indiqué, un peu à la manière des ratings des agences de cotation de risque de défaut des émetteurs d'obligations.

La problématique de choix ne peut pas être considérée dans notre cas, puisqu'il ne s'agit pas uniquement de déterminer un ensemble d'entreprises les plus transparentes ou respectant le mieux les recommandations du CBP. Notre approche ne peut pas non plus être envisagée sous l'optique d'une problématique de rangement. Car, comme le soutient Andenmatten (1995), le classement d'une entreprise doit être effectué selon des exigences prédéfinies sur chacun des critères. Il ne s'agit pas d'effectuer un classement relatif entre les différentes alternatives, mais bien d'analyser la situation propre à chaque entreprise pour pouvoir vérifier l'évolution propre de chaque entreprise au cours de la période d'analyse.

Par ailleurs, la méthode ELECTRE TRI a été fréquemment appliquée dans la pratique, tels que pour le risque de défaillance des émetteurs d'obligations (Andenmatten (1995)), la gestion de portefeuille (Hurson et Zopounidis (1997)), la protection de l'environnement (Arondel et Girardin (2000), Georgopoulou et al. (2003)), la tarification des biens publics (Mousseau et al. (2000)). D'autre part, cette méthode fait toujours l'objet de nombreuses études (voir notamment Dias et Climaco (2000), Dias et al. (2002), Lourenco et Costa (2004), Dias et Mousseau (2006)).

3.1.3 La méthode ELECTRE TRI³⁷

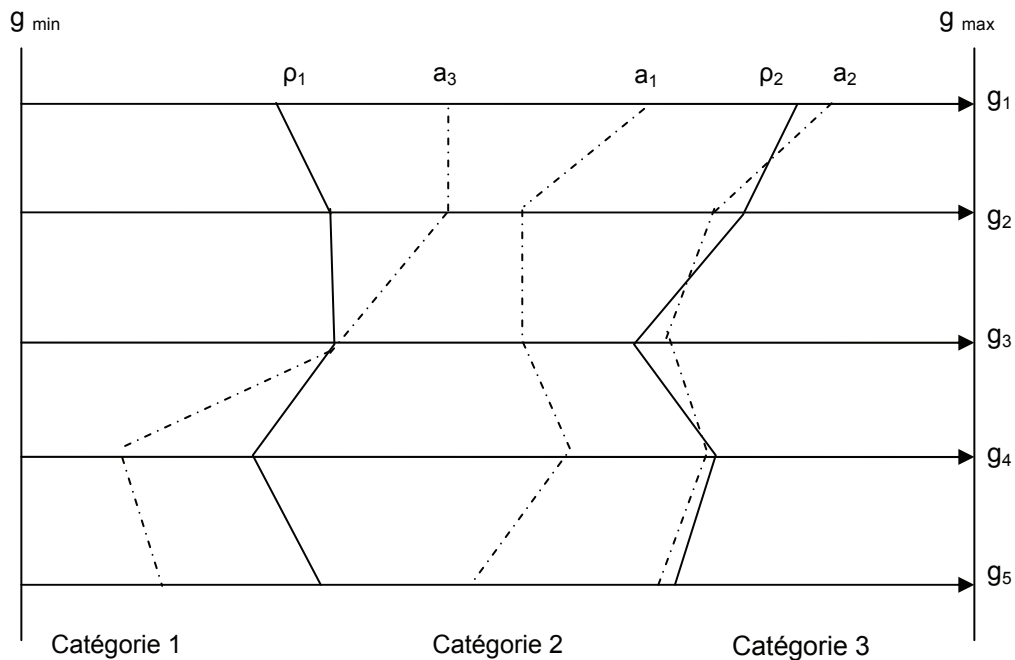
La méthode ELECTRE TRI a été développée au sein du groupe de recherche de Roy, par Wei (1992a) afin de trier des alternatives dans un nombre prédéfini de catégories. Les alternatives (notée a_n) correspondent dans notre cas aux entreprises à évaluer. Elles sont caractérisées par leurs évaluations sur chacun des critères retenus (noté g_i). Ces derniers, dans notre cas, correspondent par exemple au nombre de membres dans le conseil d'administration, à la qualité de la composition des comités du conseil d'administration et aux nombreux aspects de la gouvernance d'entreprise considérés par notre grille d'analyse.

Les catégories dans lesquelles sont triées les alternatives, sont parfaitement ordonnées. Ainsi, les alternatives de la catégorie 1 obtiennent un moins bon classement que celles de catégorie 2 et ainsi de suite (voir graphique 11).

Ces différentes catégories sont déterminées en fonction de profils de référence (notées p_j). Ces profils correspondent à des alternatives fictives, déterminées en fonction des attentes de l'analyste. Ainsi, chaque catégorie est délimitée par un profil haut et un profil bas. Par exemple, la catégorie 2 est délimitée par le profil bas p_1 et le profil haut p_2 . Les profils extrêmes correspondent quant à eux, toujours à la droite g_{\min} déterminée par le minimum des critères et à la droite g_{\max} déterminée par leur maximum.

L'affectation des alternatives dans les différentes catégories est obtenue grâce à leur comparaison avec les profils de référence. Cette répartition est effectuée sur la base d'une relation de surclassement entre l'alternative à classer et les profils de référence.

³⁷ Notre présentation du fonctionnement de la méthode ELECTRE TRI constitue une synthèse de Wei (1992a), Andenmatten (1995) et Hurson et Zopounidis (1997). Pour une présentation théorique, voir Roy et bouyssou (1993).



Graphique 11 Définition des catégories

Par exemple dans le graphique 11, l'alternative a_1 obtient de meilleures évaluations que ρ_1 et de moins bonnes que ρ_2 pour chacun des critères. a_1 sera donc logiquement attribuée à la catégorie 2. Par contre, les attributions des alternatives a_2 et a_3 ne peuvent pas être directement définies en regardant le graphique. L'application de la méthode ELECTRE TRI va alors permettre de définir si a_2 est préférée ou indifférente à ρ_2 . Dans ce premier cas, a_2 sera attribué à la catégorie 3, mais dans le deuxième cas, à la catégorie 2. Pour l'alternative a_3 , il est probable que l'application de méthode ELECTRE TRI indique que a_3 soit incomparable³⁸ à ρ_1 . Dans ce cas, comme nous le verrons par la suite, la procédure d'affectation choisie par l'analyste permettra de définir si a_3 doit être attribuée à la catégorie 1 ou à la catégorie 2.

3.1.3.1 Relations de surclassement entre les alternatives

Ainsi, l'affectation des différentes alternatives dans les différentes catégories est obtenue grâce à leur comparaison avec les profils de référence. Cette répartition est effectuée sur la base d'une relation de surclassement entre l'alternative à classer et

³⁸ Voir point 3.1.2 pour la notion de l'incomparabilité.

les profils de référence. L'établissement de cette relation de surclassement exige la définition et la mesure de plusieurs éléments, présentés ci-après.

a) Les indices de concordance

L'indice de concordance partielle de l'alternative a par rapport au profil de référence p_j sur le critère i (noté $C_i(a, p_j)$) évalue entre 0 et 1, l'affirmation « a est au moins aussi bonne que p_j pour le critère g_i ».

La valeur $C_i(a, p_j)$ est obtenue en comparant l'évaluation de l'alternative a sur le critère g_i (notée $g_i(a)$), avec de la valeur définie pour le profil de référence p_j sur le critère g_i (noté $g_i(p_j)$).

Afin d'effectuer la comparaison entre $g_i(a)$ et $g_i(p_j)$, il est nécessaire de définir deux paramètres concernant $g_i(p_j)$: un seuil d'indifférence, noté $q_i[g_i(p_j)]$ et un seuil de préférence, noté $p_i[g_i(p_j)]$.

Ainsi, si l'évaluation de l'alternative a sur le critère i est inférieure ou égale à la différence entre la valeur du profil de référence p_j sur le critère i et la valeur de son seuil de préférence, alors la valeur de l'indice de concordance partielle de l'alternative a par rapport au profil de référence p_j sur le critère i est égale à zéro. Donc a n'est pas au moins aussi bonne que p_j pour le critère g_i . Cette situation correspond à l'équation suivante et au segment de droite X dans le graphique 12.

- Si $g_i(a) \leq g_i(p_j) - p_i[g_i(p_j)]$, alors $C_i(a, p_j) = 0$

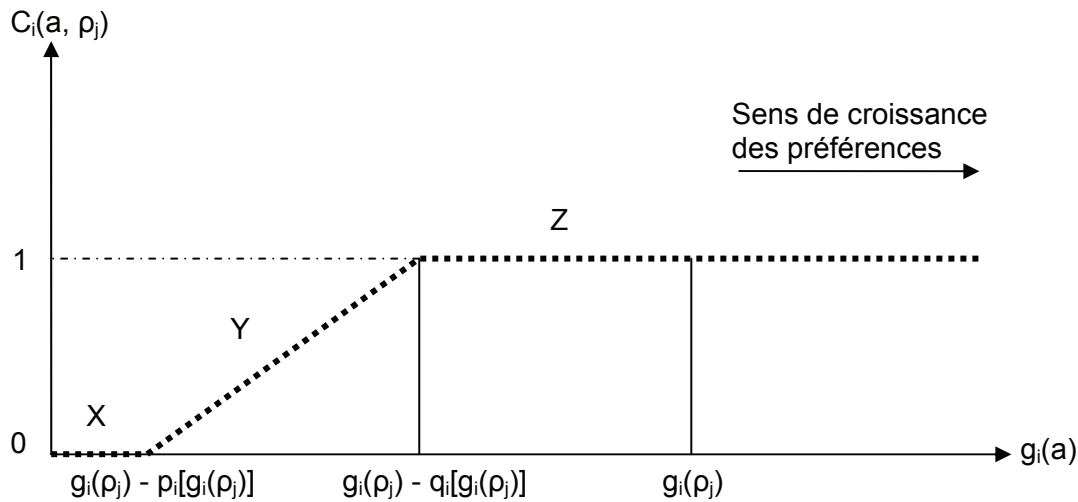
Si l'évaluation de l'alternative a sur le critère i est supérieure à la différence entre la valeur du profil de référence p_j sur le critère i et la valeur de son seuil de préférence, mais est inférieure à la différence entre la valeur du profil de référence p_j sur le critère i et la valeur de son seuil d'indifférence, alors la valeur de l'indice de concordance partielle de l'alternative a par rapport au profil de référence p_j sur le critère i est comprise entre zéro et un. Donc a est « partiellement » au moins aussi bonne que p_j pour le critère g_i . Cette situation correspond à l'équation suivante et au segment de droite Y dans le graphique 12.

- Si $g_i(p_j) - p_i[g_i(p_j)] < g_i(a) < g_i(p_j) - q_i[g_i(p_j)]$, alors $0 < C_i(a, p_j)^{39} < 1$

³⁹ Par interpolation linéaire $C_i(a, p_j) = (p_i[g_i(p_j)] - [g_i(p_j) - g_i(a)]) / (p_i[g_i(p_j)] - q_i[g_i(p_j)])$.

Si l'évaluation de l'alternative a sur le critère i est supérieure ou égale à la différence entre la valeur du profil de référence ρ_j sur le critère i et la valeur de son seuil d'indifférence, alors la valeur de l'indice de concordance partielle de l'alternative a par rapport au profil de référence ρ_j sur le critère i est égale à un. Cette situation correspond à l'équation suivante et au segment de droite Z dans le graphique 12.

- Si $g_i(a) \geq g_i(\rho_j) - q_i[g_i(\rho_j)]$, alors $C_i(a, \rho_j) = 1$



Graphique 12 Valeurs prises par l'indice de concordance partielle en fonction des valeurs prises par $g_i(a)$

L'indice de concordance globale exprime quant à lui, entre 0 et 1, la force de l'affirmation : l'alternative a est au moins aussi bonne que le profil de référence ρ_j , en fonction de l'ensemble des critères d'évaluation. Cet indice de concordance globale, noté $C(a, \rho_j)$, correspond alors à la moyenne des indices de concordance partielle entre a et ρ_j , pondérée par le poids que le décideur choisit de donner à chacun des critères. La formule utilisée est donc la suivante :

$$C(a, \rho_j) = \frac{\sum_{i=1}^m k_i \cdot C_i(a, \rho_j)}{\sum_{i=1}^m k_i}$$

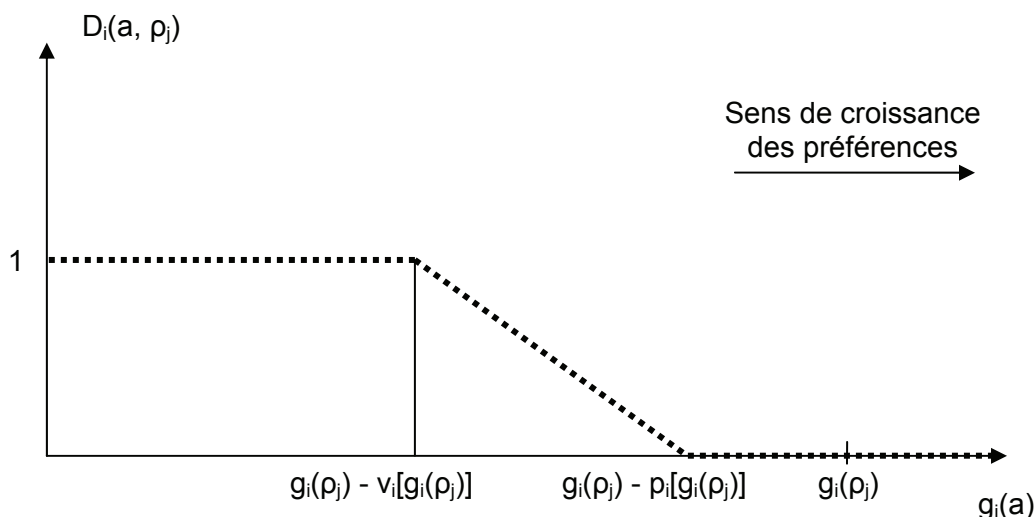
Où k_i est le poids attribué au critère g_i et m est le nombre de critères

b) Les indices de discordance

Un indice de discordance partielle évalue entre 0 et 1, la force de contradiction à l'affirmation « a est au moins aussi bonne que p_j pour le critère g_i ». Cet indice, noté $D_i(a, p_j)$, est obtenu selon une méthodologie proche de celle utilisée pour les indices de concordance partielle. La différence principale provient de l'abandon des seuils d'indifférences, au profit de seuils de veto. Ainsi, $v_i[g_i(p_j)]$ est le seuil de veto du critère g_i pour le profil p_j .

Comme l'indique le graphique 13, un indice de discordance est supérieur à zéro dès que la différence entre $g_i(p_j)$ et $g_i(a)$ est supérieure à la valeur du seuil de préférence. Ainsi, une évaluation en faveur de p_j sur le critère g_i constitue un argument contre l'affirmation « a est au moins aussi bonne que p_j pour le critère g_i », seulement si la différence de leur évaluation est supérieure à la valeur du seuil de préférence. L'indice de discordance prend une valeur égale à 1 dès que $g_i(p_j) - g_i(a)$ est supérieur au seuil de veto.

Contrairement aux indices de concordance, aucun indice de discordance globale n'est utilisé.



Graphique 13 Valeurs prises par l'indice de discordance du critère i en fonction des valeurs prises par $g_i(a)$

c) Le degré de crédibilité

L'indice de concordance globale et les indices de discordance partielle sont ensuite utilisés pour calculer le degré de crédibilité de la relation a surclasse p_j . Ce dernier est noté $\sigma(a, p_j)$.

En l'absence d'indices de discordance supérieurs à l'indice de concordance globale, l'indice de crédibilité correspond à l'indice de concordance. Alors qu'en présence d'un ou de plusieurs indices de discordance supérieurs à l'indice de concordance globale, la valeur de l'indice de crédibilité correspond à la valeur de l'indice de concordance globale, affaiblie par les indices de discordance supérieurs à l'indice de concordance globale. Concrètement, le degré de crédibilité est calculé de la manière suivante :

$$\sigma(a, p_j) = \begin{cases} C(a, p_j) & \text{si } \bar{G}(a, p_j) = \emptyset \\ C(a, p_j) \prod_{i \in \bar{G}} \frac{1 - D_i(a, p_j)}{1 - C_i(a, p_j)} & \text{si } \bar{G}(a, p_j) \neq \emptyset \end{cases}$$

Où G est l'ensemble des critères et $\bar{G}(a, p_j) = \{i \in G / D_i(a, p_j) > C_i(a, p_j)\}$

Ainsi, pour affaiblir la relation de surclassement, un indice de discordance n'est considéré suffisamment important que s'il est supérieur à l'indice de concordance globale. Donc, plus l'indice de concordance globale est important, plus les arguments en sa défaveur doivent être importants pour pouvoir exercer une influence.

Cependant, comme le montre la formule ci-dessus, dès qu'un seuil de veto est atteint, le degré de surclassement devient nul, et ceci indépendamment de la valeur de $C(a, p_j)$. Ainsi, un seul critère fortement discordant peut interdire le surclassement, d'où l'appellation de seuil de veto.

d) La relation de surclassement net

Le degré de crédibilité correspond à une relation de surclassement évaluée, prenant des valeurs comprises entre 0 et 1. Cette relation de surclassement évaluée est ensuite comparée à un seuil de surclassement noté λ , également appelé « niveau de coupe ». Cette comparaison permet d'obtenir une relation de surclassement nette. Ainsi, a surclasse p_j si et seulement si le degré de crédibilité du surclassement de p_j par a, est supérieur à λ . Par exemple, si le degré de crédibilité

de a par rapport à p_j est de 0.8 et que le niveau de coupe λ a été fixé à 0.75. Nous pourrions alors dire que a surclasse p_j , noté $a S p_j$.

La valeur du niveau de coupe λ fixe le degré de crédibilité à partir duquel le décideur estime qu'une relation de surclassement peut être établie. Cette valeur représente ainsi la majorité requise du pourcentage des poids des critères favorables à l'alternative a , éventuellement affaiblie par la présence de critères discordants, pour qu'il puisse y avoir une relation de surclassement nette de a sur p_j .

Ainsi, conformément à la formule ci-dessous, il est logique que la valeur du niveau de coupe λ soit supérieure ou égale à 0.5, indiquant que la majorité des poids des critères est en faveur de a . En fixant la valeur du niveau de coupe λ égale à 1, il est nécessaire que l'ensemble des critères soit en faveur de a . « Le domaine de variation de λ représente donc tous les états possibles de la majorité simple à l'unanimité. »⁴⁰ Donc, plus la valeur λ est proche de 1, plus la relation de surclassement nette est exigeante et plus le tri des alternatives dans les catégories sera sévère.

$$a S p_j \Leftrightarrow \sigma(a, p_j) \geq \lambda, \quad \text{avec } 0.5 \leq \lambda \leq 1$$

e) Le système de préférence

Jusqu'à présent, nous avons présenté la méthode pour obtenir une relation de surclassement net de l'alternative a sur le profil de référence p_j . Pour pouvoir établir un système de préférence entre a et p_j , il est nécessaire de calculer de manière identique, la relation de surclassement net du profil de référence p_j sur l'alternative a .

La comparaison des relations de surclassement net de a sur p_j et de p_j sur a permet de déterminer le système préférence entre ces deux alternatives. Ce système de préférence détermine les relations de préférence, d'indifférence et d'incomparabilité entre une alternative à trier (a) et un profil de référence (p_j).

⁴⁰ Hurson et Zopounidis (1997), p.63.

Ce système est déterminé de la manière suivante :

- a est préférée à $p_j \Leftrightarrow aSp_j$ et non p_jSa
- p_j est préférée à $a \Leftrightarrow$ non aSp_j et p_jSa
- a est indifférente à $p_j \Leftrightarrow aSp_j$ et p_jSa
- a est incomparable à $p_j \Leftrightarrow$ non aSp_j et non p_jSa

3.1.3.2 Les procédures d'affectation pessimiste et optimiste

Après avoir déterminé le système de préférence entre les alternatives et les profils de référence, ELECTRE TRI propose deux procédures d'affectation pour trier les différentes alternatives dans les différentes catégories : la procédure d'affectation pessimiste et la procédure d'affectation optimiste.

Tant pour l'approche optimiste que pessimiste, chaque alternative a est tout d'abord comparée au profil de référence le moins exigeant (p_1), puis au second (p_2) et ainsi de suite jusqu'à atteindre un profil qui soit préféré à l'alternative à trier. Ce profil peut également correspondre à celui représentant les évaluations maximums des critères (g_{\max}). Si ce profil est le $x^{\text{ième}}$ et qu'il n'y a eu aucune incomparabilité lors de la comparaison de l'alternative a avec les profils précédents, alors a est affectée selon les deux procédures à la catégorie x .

Par contre, les procédures d'affectation diffèrent en présence de situation d'incomparabilité. Cette dernière existe lorsqu'il n'est pas possible d'établir un jugement de préférence en faveur d'une alternative ou d'un profil de référence. Cette situation d'incomparabilité apparaît, lorsqu'une partie des critères est fortement en faveur du profil de référence, tandis qu'une autre partie des critères est en faveur de l'alternative.

Ainsi, si un nombre t d'incomparabilités est apparu au cours de la comparaison, la procédure d'affectation ELECTRE TRI optimiste, affecte a dans la catégorie x , tandis qu'avec ELECTRE TRI pessimiste, a est affectée à la catégorie $x-t$. Donc, la distinction entre les deux procédures d'affectation n'influence le classement des alternatives qu'en cas d'existence d'incomparabilités avec les profils de référence.

Comme son nom l'indique, la procédure d'affectation ELECTRE TRI optimiste favorise ainsi les alternatives ayant d'excellentes évaluations sur un certain nombre

de critères, même si les évaluations d'autres critères sont mauvaises. La procédure optimiste est alors adaptée pour créer des classements reflétant les aspects positifs des alternatives. Tandis qu'avec la procédure d'affectation ELECTRE TRI pessimiste, le classement d'une alternative indique que cette dernière possède réellement les évaluations nécessaires sur chacun des critères, pénalisant ainsi le classement des alternatives ayant des évaluations plus faibles sur certains critères.

A titre d'illustration, l'alternative a_3 indiquée dans le graphique 11, serait attribuée à la catégorie 1 selon la procédure d'affectation pessimiste et à la catégorie 2 selon la procédure d'affectation optimiste.

Pour Wei (1992) « ELECTRE TRI pessimiste peut être appliquée aux problèmes dans lesquels une politique de prudence s'impose ou dans lesquels les ressources disponibles sont très contraignantes. »⁴¹. Cette politique de prudence correspond à nos attentes pour effectuer l'évaluation de la situation des entreprises. Pour cette raison, nous avons choisi d'employer la procédure d'affectation pessimiste d'ELECTRE TRI pour développer nos modèles d'évaluation du comportement des entreprises vis-à-vis de la gouvernance.

3.1.4 Test de la méthode

Afin de tester l'application de la méthode ELECTRE TRI pessimiste, nous l'avons appliquée avec les données d'un échantillon de 100 entreprises, évaluées sur 16 critères de transparence de leur rapport annuel. Les résultats obtenus avec cette méthode ont ensuite été comparés avec ceux obtenus avec les mêmes données, mais agrégées selon une approche de type somme pondérée, appliquée grâce à la définition d'une échelle d'évaluation commune pour l'ensemble des critères⁴².

L'application de la méthode ELECTRE TRI a tout d'abord été effectuée grâce à l'élaboration par nos soins d'un programme sous Microsoft Excel. Puis, l'utilisation

⁴¹ Wei (1992b), p. 31.

⁴² Les résultats obtenus ont fait l'objet d'une publication spécifique (voir Ledentu et Pasquier-Dorthe (2003)).

d'un logiciel (Electre Tri 2.0a), développé par le Lamsade⁴³, nous a permis de faciliter les analyses de robustesse.

Le graphique 14 permet de synthétiser les résultats obtenus par chacune de ces méthodes. Son abscisse correspond aux résultats du tri par catégories de la méthode ELECTRE TRI pessimiste. Cette dernière a permis de classer les entreprises en fonction d'une échelle ordinale, correspondant à 5 catégories prédéfinies⁴⁴. Les entreprises attribuées à la catégorie 1 obtiennent les moins bons classements, tandis que celles de la catégorie 5 obtiennent les meilleurs. L'ordonnée du graphique 14 correspond aux résultats de l'approche par la moyenne pondérée. Cette dernière a ainsi permis de ranger les entreprises en fonction d'une échelle continue, qui dans notre cas, est comprise entre 0 à 1.1.

Cette représentation graphique indique que de manière générale, les classements effectués par l'approche de type somme pondérée et par l'approche ELECTRE TRI, suivent une même tendance. Une entreprise ayant une moyenne élevée (avec la méthode de la somme pondérée) est d'une manière générale attribuée à une catégorie élevée (avec la méthode ELECTRE TRI).

Cependant, la mise en évidence de trois groupes d'entreprises ayant de fortes différences de classement entre les deux méthodes, va nous permettre d'illustrer le fonctionnement de la méthode ELECTRE TRI pessimiste.

L'analyse des résultats de l'entreprise comprise dans le cercle 1 dessiné sur le graphique 15, nous indique qu'un seuil de veto a été atteint sur un des critères. Ce seuil de veto sur le profil de référence 4, empêche formellement l'entreprise d'être attribuée à la catégorie 5, malgré une valeur élevée de la somme pondérée des évaluations des différents critères. Par ailleurs, un niveau de discordance élevé sur ce même critère, empêche l'entreprise de surclasser le profil de référence 3, ayant comme conséquence son attribution à la catégorie 3.

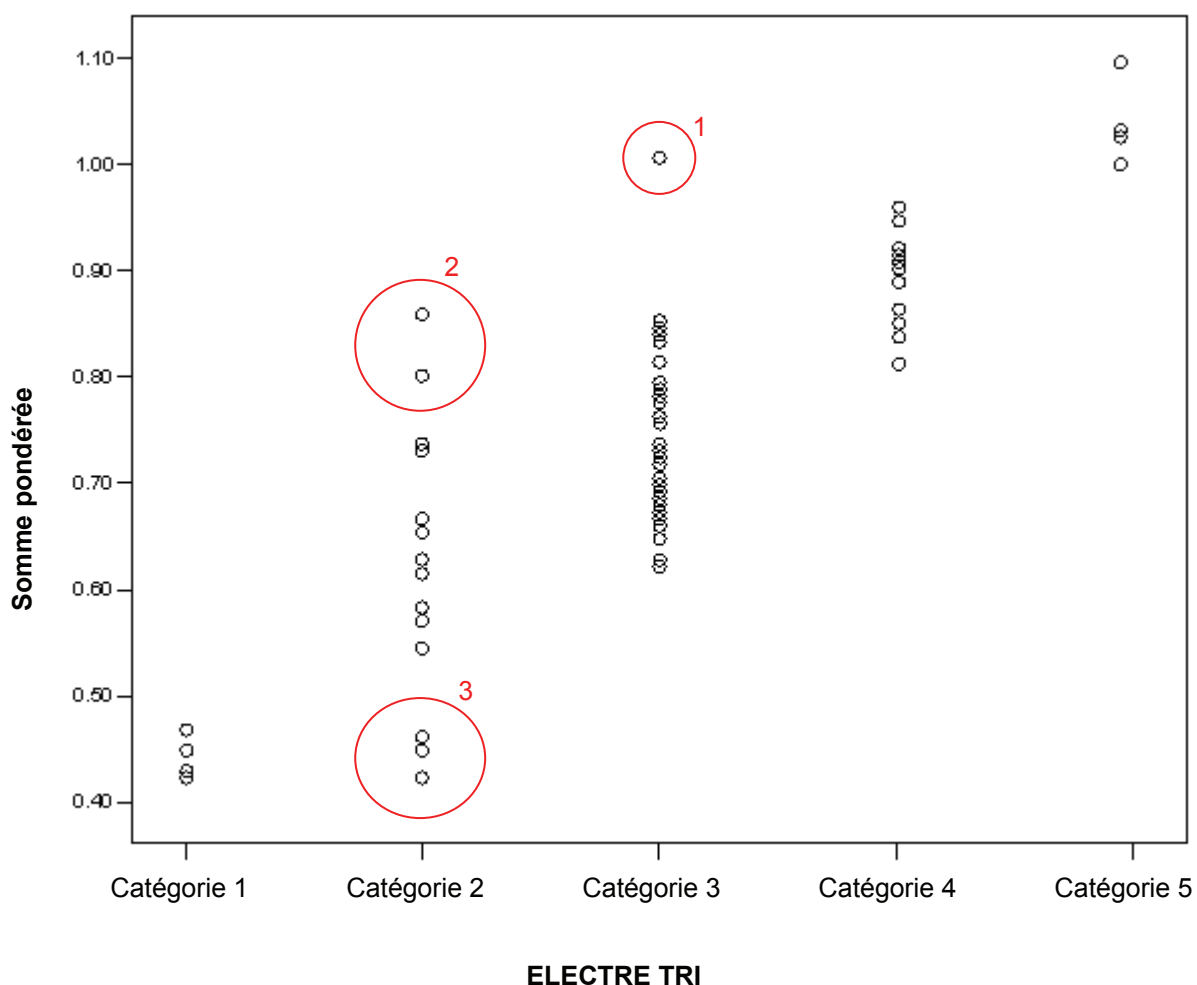
De même, malgré la valeur élevée de leur somme pondérée, les entreprises indiquées dans le cercle 2, sont attribuées à la catégorie 2. En effet, il existe alors des situations d'incomparabilité entre les entreprises à classer et le profil de

⁴³ Laboratoire d'Analyse et Modélisation de Systèmes pour l'Aide à la décision (LAMSADE), Université Paris-Dauphine <http://www.lamsade.dauphine.fr/>.

⁴⁴ Ce nombre de cinq catégories a été défini de manière arbitraire.

référence 2. Ainsi, du fait de l'application d'ELECTRE TRI pessimiste, ces dernières ne peuvent pas être attribuées à la catégorie 3. Car comme mentionné précédemment, les entreprises ayant un niveau insuffisant sur plusieurs critères, malgré de bons résultats sur d'autres, sont attribuées à une classe inférieure.

Dans le cas des entreprises comprises dans le cercle 3, la situation est opposée. Ces entreprises obtiennent relativement un meilleur classement en fonction d'ELECTRE TRI que ce que pourraient laisser imaginer la valeur de leur somme pondérée. Malgré des valeurs relativement faibles sur chacun des critères, ces entreprises obtiennent les minimums requis sur chacun d'eux, pour pouvoir surclasser le profil de référence 1 et être ainsi attribuées à la catégorie 2.



Graphique 14 Comparaison des résultats obtenus par la moyenne pondérée et par la méthode ELECTRE TRI

3.1.5 Commentaires sur l'application d'ELECTRE TRI

L'agrégation au moyen de la somme pondérée possède des avantages tels que la simplicité d'application, la facilité de compréhension ou encore le caractère intuitif de son raisonnement. D'autre part, la compensation entre les critères qui en découle, peut être notamment être intéressante lorsque la valeur individuelle des critères n'est pas déterminante. Ainsi, une approche par la création d'une échelle commune de type somme pondérée, donne une évaluation globale en fonction de l'ensemble des critères. Ce type d'agrégation peut cependant être problématique dans le cas d'une évaluation ou de la création d'un rating, où le classement obtenu devrait refléter un niveau de performance défini sur chacun des critères déterminants.

Pour remédier à ce problème, la méthode ELECTRE TRI pessimiste effectue un classement défini en fonction des résultats de chacun des critères. Cette nature différente apporte trois avantages principaux. Tout d'abord, il n'est pas nécessaire de transformer de manière subjective les évaluations des critères en fonction d'une échelle unique. Deuxièmement, le contrôle de la compensation entre les critères permet de mettre en évidence et de sanctionner les entreprises ayant, relativement aux autres critères, une évaluation insuffisante sur un critère jugé important. Le troisième avantage apparaît pour évaluer les entreprises sur plusieurs périodes. Le passage dans une catégorie supérieure (ou inférieure), demande d'atteindre (ou d'être inférieur à) un niveau d'exigence défini sur chacun des critères, reflétant ainsi les variations pertinentes pour l'évaluation.

Après avoir présenté la méthode d'aide à la décision ELECTRE TRI que nous allons utiliser pour agréger les résultats des critères d'évaluation, la section 3.2 est consacrée à la méthodologie des indices de transparence pour la période 1997 à 2001.

3.2 Indices de transparence pour la période 1997-2001

La difficulté principale lors de la création d'indices de gouvernance portant sur la période 1997-2001 provient du manque d'informations disponibles pour évaluer les entreprises. A défaut de pouvoir analyser le respect des recommandations du CBP, nous nous sommes concentrés sur un élément que nous pouvions analyser : la transparence des entreprises. Ainsi, nos indices pour cette première période ont été

développés afin d'évaluer la qualité de la divulgation d'informations par les entreprises.

La transparence constitue un élément fondamental de la gouvernance d'entreprise. La mise en évidence de son importance remonte aux origines de la gouvernance, avec la notion d'asymétrie d'information décrite par la théorie de l'agence. Le rôle de la transparence a par ailleurs été mis évidence par une enquête menée par KPMG en collaboration avec l'Institut d'Accounting, Controlling et Audit de Saint-Gall en 2001. Elle montre que la politique d'information est considérée par les présidents des conseils d'administration des entreprises suisses cotées, comme l'instrument le plus important de la gouvernance d'entreprise.

L'intérêt porté à la transparence est reflété également en Suisse avec l'application en 2002 de la DCG et par le point IV du CBP, consacré à la divulgation d'information sur le thème de la gouvernance d'entreprise.

3.2.1 Approche et données pour la période 1997-2001

Selon Botosan (1997), les informations contenues dans le rapport annuel sont représentatives de l'ensemble des informations transmises par l'entreprise. Ainsi, afin de systématiser l'évaluation de la transparence des entreprises, nous avons analysé le degré de divulgation d'informations dans leurs rapports annuels. Ces évaluations nous permettent ainsi d'estimer le comportement des entreprises vis-à-vis de la gouvernance.

L'évaluation de la transparence a été effectuée sur le même échantillon d'entreprises qu'à la partie II, soit une centaine d'entreprises cotées à la bourse suisse. Comme pour l'étude de Botosan (1997) analysant l'influence de la transparence des entreprises sur le coût du capital, notre échantillon se limite aux entreprises industrielles et commerciales. Les banques et les assurances sont en effet soumises à des exigences spécifiques en matière de transparence, notamment

pour leurs états financiers. La condition pour la sélection de ces 93 entreprises⁴⁵ faisant partie de notre échantillon était la présence de leur siège en Suisse.

Les données utilisées proviennent principalement d'une base de données entièrement originale, élaborée par le Séminaire de gestion financière de l'Université de Fribourg. Cette base de données a été créée en analysant le contenu des cinq rapports annuels (1997 à 2001) de chacune des entreprises de l'échantillon.

Concernant le choix des critères composant les différents indices, ainsi que le choix de l'application des méthodes d'agrégation, nous avons essayé de réduire au maximum les éléments subjectifs ou arbitraires. Cependant, une part de subjectivité fait partie intégrante d'un processus d'évaluation, pour un thème aussi ouvert que celui de la mesure de la transparence.

3.2.2 Présentation de nos indices de transparence

Conformément à la structure généralement adoptée par les rapports annuels, un premier indice mesure la transparence des informations comptables et financières, notamment contenues dans les annexes. Un deuxième indice évalue la communication des entreprises sur leurs perspectives d'évolutions futures. Un troisième indice évalue quant à lui la présence d'informations en rapport direct avec la gouvernance d'entreprise. L'agrégation de ces trois indices permet de définir notre indice global de transparence.

3.2.2.1 Éléments évalués par l'indice de transparence des états financiers

Pour définir les éléments constituant cet indice sur les états financiers, nous sommes basés sur les travaux de Gay (2001) et sur les critères retenus par l'Association Suisse des Analystes Financiers et des Gestionnaires de Fortunes (ASAG). Ces derniers ont publié une cote sur la politique d'information des entreprises entre 1991 et 1997.

Notre indice est ainsi défini en fonction de 10 critères, composés eux-mêmes au total de 30 sous-critères. L'ensemble de ces éléments est présenté dans le tableau 23. L'analyse des critères 6 à 10 porte sur la présence des informations dans les

⁴⁵ La liste de ces sociétés se trouvent à l'annexe 6. Les entreprises Bachem, Saia-Burges et Swisscom ne faisaient pas partie de l'échantillon de la partie II, pour des raisons de disponibilité d'informations.

rapports annuels, mais n'implique en aucun cas de vérifier si ces informations sont correctes, mission attribuée aux réviseurs internes et externes de l'entreprise. La méthodologie appliquée pour la pondération et l'agrégation de ces différents éléments sera quant à elle traitée au point 3.2.3.

Tableau 23 Critères formant l'indice sur les états financiers

Critères	Sous-critères / explications
1. États vérifiés	<ul style="list-style-type: none"> • Ce critère informe si l'organe de révision a donné une opinion sans réserve concernant la comptabilité et les comptes annuels.
2. Normes comptables	<ul style="list-style-type: none"> • Exigence des normes comptables appliquées par l'entreprise
3. Date de publication	<ul style="list-style-type: none"> • Ce critère indique si les états sont distribués moins de 3 mois après la fin de l'exercice
4. Changements comptables	<ul style="list-style-type: none"> • Ce critère indique, lors de changements comptables, si l'entreprise a effectué les ajustements pour assurer la comparabilité et les impacts sur le résultat.
5. Rapports intermédiaires	<ul style="list-style-type: none"> • Fréquence et contenu des rapports intermédiaires
6. Consolidations	<ul style="list-style-type: none"> • Identification du périmètre et changements du périmètre avec leurs influences sur les résultats • Identification des méthodes de consolidation des participations et traitement éventuel de dates de fin d'exercice différentes
7. Informations sectorielles	<ul style="list-style-type: none"> • Définitions précises et constantes des secteurs d'activités et/ou géographiques • Chiffre d'affaire par secteur • EBIT par secteur (ou élément de profitabilité par secteur) • Nombre d'employés par secteur • Actifs par secteur
8. Bilan	<ul style="list-style-type: none"> • Évaluation des stocks • Évaluations des titres négociables • Évaluation des actifs • Amortissements • Engagements de retraite et de prévoyance • Provisions ; détails des montants et de l'évolution des montants • Traitement des contrats de leasing • Détails des impôts différés • Traitement des conversions des devises • Détails des capitaux propres
9. Compte de résultat	<ul style="list-style-type: none"> • Constatation des revenus d'exploitation, y compris contrats à long terme • Ventilation détaillée des charges d'exploitation • Identification et commentaires des éléments non-récurrents et extraordinaires
10. Instruments financiers	<ul style="list-style-type: none"> • Instruments financiers : gains et pertes latents • Instruments financiers : description des risques • Produits dérivés : informations fournies (évaluation, produits de couverture ou non) • Engagements importants • Événements postérieurs à la date du bilan

3.2.2.2 Éléments évalués par l'indice de transparence sur les aspects prévisionnels

Ce deuxième indice évalue la présence d'informations dans le rapport de la direction, sur les éléments prévisionnels de l'entreprise et sur son positionnement stratégique. Contrairement à l'indice précédent, conditionné en grande partie par les exigences des normes comptables appliquées par l'entreprise, l'indice sur les aspects prévisionnels dépend davantage de la volonté de communiquer de l'entreprise.

Comme pour l'indice précédent, nous nous sommes basés sur les travaux de Gay (2001) et sur l'indice de l'Association Suisse des Analystes Financiers et des Gestionnaires de Fortunes (ASAG) pour choisir les critères estimant au mieux les éléments prévisionnels, comprenant notamment l'analyse du positionnement stratégique de l'entreprise. Cet indice est établi en fonction de 6 critères, composés eux-mêmes au total de 35 sous-critères (voir tableau 24).

Tableau 24 Critères formant l'indice de transparence sur les aspects prévisionnels

Critères	Sous-critères
1. Informations sur l'entreprise	<ul style="list-style-type: none"> • Description de l'activité • Principaux marchés et produits • Organigramme détaillé, informations sur les instances • Informations sur les titres détenus par les administrateurs et les gestionnaires • Nombre d'employés • Salaires totaux et plans éventuels de compensation (options notamment) • Sites de production / activité • Unités produites / vendues / en cours
2. Informations historiques	<ul style="list-style-type: none"> • Marge brute (ventes / EBITA) • Marge nette • Rotation des actifs • Rendement des actifs • Rendement du capital propre
3. Informations prévisionnelles	<ul style="list-style-type: none"> • Tendances futures des segments • Stratégie de l'entreprise • Part de marché prévisionnelle, ventes prévisionnelles, par secteur, tendances • Investissement en immobilisations et R & D • Éléments de profitabilité prévisionnelle (tendances)
4. Analyse et discussion de la direction	<ul style="list-style-type: none"> • Évolution des ventes • Évolution du bénéfice d'exploitation • Évolution des frais de vente et d'administration • Évolution des frais financiers • Évolution du bénéfice net • Évolution des stocks • Évolution des débiteurs • Évolution des investissements en immobilisation • Évolution des éléments non récurrents et extraordinaires • Évolution des parts de marché
5. Recherche et développement	<ul style="list-style-type: none"> • Dépenses totales • Traitement comptable • Produits ou procédés en développement • Ententes avec d'autres entreprises
6. Informations boursières	<ul style="list-style-type: none"> • Bénéfice par action (détail du calcul) • Dividende par action prévu • Nombre de titres émis durant les 5 derniers exercices

3.2.2.3 Éléments évalués par l'indice de transparence des informations sur la gouvernance d'entreprise

Ce troisième indice évalue la divulgation d'informations se rapportant à la gouvernance d'entreprise. Pour cette période d'analyse (1997-2001), le cadre légal et réglementaire laisse une grande liberté pour la publication d'informations sur ce thème. Il est alors important de choisir des critères adaptés à la situation suisse à cette période, afin de pouvoir décrire le comportement des entreprises de manière adéquate. En effet, la DCG exige la publication de nombreuses informations,

auparavant généralement non divulguées par les entreprises, comme par exemple les informations sur la rémunération des hauts dirigeants. Ainsi, parmi l'ensemble des informations exigées par la DCG, nous avons retenu les éléments pouvant déjà être évalué sur la période 1997 à 2001.

Les critères retenus sont indiqués dans le tableau 25. Du fait que la gouvernance recouvre des aspects relativement larges, certains sous-critères retenus pour définir les critères de l'indice de gouvernance, peuvent également se retrouver dans les indices précédents.

Tableau 25 Critères formant l'indice sur la publication des informations sur la gouvernance d'entreprise

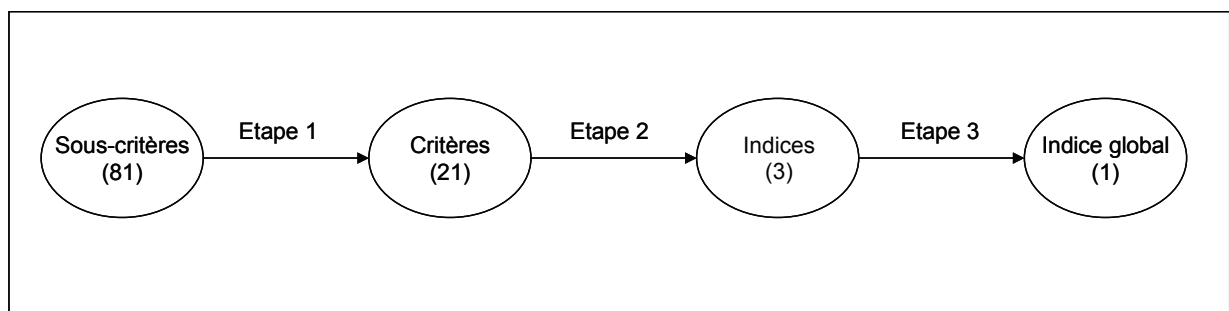
Critères	Sous-critères / explications
1. Structure d'un groupe de société	<ul style="list-style-type: none"> • Périmètre de consolidation : identification du périmètre et changements du périmètre avec leurs influences sur les résultats • Actionnaires importants : identification des détenteurs de titres avec plus de détails que l'obligation légale • Informations sectorielles
2. Structure de l'actionnariat	<ul style="list-style-type: none"> • Caractéristiques des titres (actions et bons), nombre de titres donnant droit au dividende • Capital action potentiel (options, warrants et titres convertibles potentiels) • Actions propres : information sur les titres en mains-propres • Nombre de titres émis durant les 5 derniers exercices
3. Conseil d'administration	<ul style="list-style-type: none"> • Organigramme détaillé, informations sur les instances : CA et comités. • Titres détenus par le conseil d'administration et la direction • Informations sur les titres détenus par les administrateurs et gestionnaires • Rémunération du CA : informations sur les indemnités versées au conseil d'administration • Salaires totaux et plans éventuels de compensation
4. Politique de dividendes	<ul style="list-style-type: none"> • Dividende prévu par action • Bénéfice net par action : nombre de titres et détails du calcul
5. Politique d'information	<ul style="list-style-type: none"> • Normes comptables appliquées par l'entreprise : RPC, IAS, US-GAAP • États distribués 3 mois après la fin de l'exercice comptable • Existence de rapports intermédiaires produits, rapports semestriels, trimestriels

3.2.2.4 Indice global de transparence

Cet indice évalue la transparence globale des entreprises. Il est obtenu en agrégeant les valeurs prises par les indices sur la transparence des états financiers, sur les données prévisionnelles et sur les informations sur la gouvernance d'entreprise.

3.2.3 Méthodologie pour le calcul des indices de transparence

Les valeurs des indices présentés ci-dessus sont obtenues par trois étapes successives d'agrégation des évaluations des 81 sous-critères. La première étape permet d'obtenir les valeurs des critères au moyen des évaluations des sous-critères. La deuxième étape permet quant à elle de définir les valeurs prises par les indices en fonction des valeurs des critères. La dernière étape agrège les valeurs prises par les trois indices pour obtenir l'indice global de transparence. Ces différentes étapes sont illustrées par le graphique 15 ci-dessous.



Graphique 15 Méthodes d'agrégation pour la période 1997-2001

3.2.3.1 Étape 1 : Agrégation des sous-critères

Pour cette première étape, la somme pondérée des évaluations des sous-critères est utilisée pour obtenir la valeur des critères. Ces derniers correspondent à la présence ou non dans les rapports, des éléments présentés dans les tableaux 23, 24 et 25.

Le choix de l'utilisation de la somme pondérée à cette étape est dû à l'intérêt de la compensation entre les valeurs prises par les sous-critères, lors de la détermination de la valeur des critères.

Par ailleurs, grâce à l'utilisation de la méthode ELECTRE TRI à l'étape suivante, il n'est pas nécessaire que l'échelle d'évaluation des critères soit identique. Car, comme présenté au point 3.1, la comparaison de deux alternatives (dans notre cas : entreprise à trier et profil de référence) est obtenue en les comparant deux à deux sur chacun des critères. Ainsi chaque critère peut être évalué sur une échelle qui lui est propre.

3.2.3.2 Etape 2 : Application de la méthode ELECTRE TRI pour obtenir les indices

Cette deuxième étape permet d'agréger les valeurs des critères obtenues à l'étape 1, afin de déterminer la valeur des indices. La méthode d'agrégation utilisée pour cette étape est la méthode ELECTRE TRI, dans sa version « pessimiste ».

Conformément à Andenmatten (1997), nous avons choisi de répartir les entreprises dans 5 catégories. Les entreprises obtenant les meilleurs résultats sont attribuées à la catégorie 1 et celles obtenant les moins bons à la catégorie 5⁴⁶. Ces dernières sont déterminées par la création de 4 profils de références.

Afin de pouvoir évaluer l'évolution des résultats entre 1997 et 2001, les valeurs de ces 4 profils restent identiques pour les 5 années d'analyse. Pour cette raison, les profils de référence ont été déterminés en fonction des évaluations des critères pour l'année se trouvant au milieu de notre période d'analyse : l'année 1999. Les valeurs des différents paramètres utilisés pour l'application de la méthode ELECTRE TRI se trouvent à l'annexe 7.

Les valeurs des critères des profils de référence ont été déterminées en fonction de la distribution des valeurs des critères d'évaluation. De manière générale, les valeurs des profils de référence ont été définies en fonction des quintiles de la distribution des valeurs de chaque critère. Les seuils d'indifférences ont été définis comme étant nuls, afin que toute différence entre les évaluations d'un critère soit prise en considération. Les seuils de préférence ont quant à eux été définis comme étant égaux à un écart-type de la distribution des évaluations sur le critère en question. Les seuils de veto ont été définis comme étant égaux à 3 écart-types, mais n'ont été appliqués que pour les comparaisons avec le profil de référence le plus élevé. Les critères sont équipondérés⁴⁷.

Suite à l'application de ces paramètres, les analyses de robustesse sur les résultats obtenus ont montré que ces derniers restaient relativement stables pour

⁴⁶ Ainsi le profil de référence p_1 est le profil ayant les exigences les plus importantes et le profil p_4 est celui ayant les exigences les moins importantes. Ce changement d'ordre par rapport à la notation utilisée lors la présentation de la méthode ELECTRE TRI a été effectué, car nous désirions que la meilleure catégorie soit la 1 et non pas la 5.

⁴⁷ Il faut encore mentionner que le poids des critères dans la méthode ELECTRE TRI ne représente plus un taux de substitution entre les critères comme dans le cas d'une somme pondérée, mais l'importance de ce critère lors de la comparaison de l'alternative évaluée avec le profil de référence.

des niveaux de coupe compris entre 0.7 et 0.8. Ce dernier a donc été fixé à 0.76, valeur supérieure à la valeur centrale de l'intervalle pertinent allant de 0.5 à 1.

3.2.3.3 Etape 3 : Agrégation des indices pour obtenir un indice global de transparence

L'agrégation des trois indices est obtenue grâce à l'utilisation d'une moyenne pondérée. Mais pour rester dans l'approche « pessimiste » d'ELECTRE TRI, les trois indices ont été pondérés en fonction de leur classement. Celui obtenant le moins bon classement reçoit une double pondération, tandis que les deux autres conservent une pondération simple. Cette démarche permet de pénaliser le classement des entreprises dont les résultats varient fortement entre les trois indices.

3.2.4 Résultats

Les classements obtenus par les différents indices pour les cinq années indiquent une augmentation constante du niveau de transparence des rapports annuels sur la période d'analyse. Comme indiqué dans le tableau 26, la valeur moyenne des classements des indices financiers, de prévision, de gouvernance et global de transparence progresse d'environ 25% entre 1997 et 2001. Pour rappel, la catégorie 1 correspond au meilleur classement et la catégorie 5 au moins bon.

Tableau 26 Valeurs moyennes des indices de transparence pour la période 1997- 2001

	1997	1998	1999	2000	2001
Financier	3.56	3.20	3.00	2.84	2.71
Prévision	3.60	3.41	3.18	2.95	2.75
Gouvernance	3.45	3.17	3.06	2.94	2.60
Transparence globale	3.66	3.39	3.20	3.02	2.83

Le tableau 27 permet de montrer les changements de répartition entre les cinq classes sur la période d'analyse.

Tableau 27 Nombre d'entreprises de l'échantillon dans chacune des classes de transparence pour les années 1997 à 2001

			Fréquence pour les années				
			1997	1998	1999	2000	2001
Classements pour les indices	Gouvernance :	1	0	3	6	11	18
		2	4	14	13	16	26
		3	45	42	45	38	25
		4	42	32	27	24	23
		5	2	2	2	4	1
	Prévisions :	1	1	1	2	11	12
		2	7	11	17	22	21
		3	38	43	43	33	42
		4	29	25	24	17	14
		5	18	13	7	10	4
	Financiers :	1	3	6	9	13	19
		2	14	20	24	28	27
		3	22	23	22	20	14
		4	36	37	34	26	28
		5	18	7	4	6	5

Le tableau 28 synthétise les valeurs de changement de classes des entreprises entre l'année 1997 et l'année 2001. Par exemple, une variation de -2 (+2) indique que l'entreprise a perdu (a gagné) 2 classes. Nous pouvons ainsi remarquer qu'environ un tiers des entreprises n'ont pas changé de niveau de transparence, qu'environ 5% ont régressé et qu'environ 60% ont progressé.

Tableau 28 Variation de classe de transparence par les entreprises entre l'année 1997 et l'année 2001

Variation de classe	Indice		
	Gouvernance	Prévision	Finance
-2	-	2	-
-1	5	3	7
0	30	31	33
+ 1	34	32	28
+ 2	22	22	18
+ 3	2	2	6
+ 4	-	1	1

Ces résultats permettent d'indiquer que la transparence des entreprises a augmenté chaque année sur les aspects financiers, prévisionnels et de gouvernance. Il est également intéressant de relever qu'il y a eu une forte augmentation de la transparence en rapport avec la gouvernance lors de l'année 2001. La publication des rapports annuels 2001 au début de l'année 2002, coïncide avec la fin de la mise en consultation de la DCG et de son acceptation. Cette amélioration peut alors être interprétée comme la prise de conscience de l'importance du rôle futur de la gouvernance d'entreprise.

Cependant, même si le niveau de transparence des entreprises augmente régulièrement sur ces différentes années, les informations divulguées ne nous permettent toujours pas d'analyser l'ensemble des aspects définis par les codes de bonne pratique en matière de gouvernance. Certains types d'informations ne sont encore systématiquement pas communiqués et il faut attendre l'introduction de la DCG pour qu'ils le soient, notamment sur les aspects de la rémunération.

Le point 3.3 est ainsi consacré au modèle développé pour évaluer le comportement des entreprises en 2002 vis-à-vis de la gouvernance, après l'application de la DCG. Le chapitre 4 sera quant à lui consacré à la comparaison des résultats obtenus pour chacune des deux périodes.

3.3 Indices de gouvernance pour l'année 2002

L'entrée en vigueur en juillet 2002 de la DCG et la publication du CBP permettent d'effectuer une analyse plus approfondie de la situation des entreprises

en matière de gouvernance. L'application de la DCG permet de systématiser la disponibilité des informations dans le rapport annuel des entreprises. Tandis que le CBP permet de définir, pour le cas suisse, un comportement de référence en matière de gouvernance d'entreprise.

3.3.1 Approche et données pour l'année 2002

L'approche utilisée pour évaluer le comportement des entreprises vis-à-vis de la gouvernance en 2002, correspond à l'analyse de leur degré de conformité aux recommandations du CBP. Comme les recommandations du CBP s'appliquent à l'ensemble des entreprises suisses, il est désormais possible d'analyser également la situation des banques et des assurances, qui jouent un rôle clé dans l'économie de la Suisse. Pour cette raison, l'échantillon d'entreprises pour l'année 2002 ne correspond plus à celui de la période précédente⁴⁸. Il regroupe désormais les 91 entreprises avec les capitalisations les plus importantes de la bourse suisse, à l'exception des sociétés de participation. La liste de ces entreprises⁴⁹ se trouve à l'annexe 8.

La base de données à partir de laquelle nous avons créé nos indices pour 2002, a été mise à notre disposition par Centre Info. Comme pour la période précédente, leurs évaluations ont été effectuées à partir de sources d'informations disponibles publiquement. Il s'agit principalement des rapports annuels des entreprises, et plus particulièrement de leur partie consacrée à la gouvernance d'entreprise⁵⁰, ainsi que des statuts des entreprises, de leur site internet ou encore des convocations à l'assemblée générale.

⁴⁸ Seules 39 entreprises se trouvent simultanément dans les échantillons des deux périodes d'évaluation (1997-2001 et 2002).

⁴⁹ Les 91 entreprises de l'échantillon représentent plus de 95% de l'ensemble de la valeur boursière du SPI au 28 juin 2002.

⁵⁰ Cette partie spécifique sur la gouvernance est en effet obligatoire depuis l'entrée en vigueur de la Directive SWX en 2002.

3.3.2 Présentation des indices de gouvernance

Notre indice global de gouvernance pour l'année 2002 est défini par le respect des recommandations du CBP. Il se compose de trois indices évaluant le comportement de l'entreprise :

- le respect des droits des actionnaires,
- la structure et l'organisation du conseil d'administration et de la direction,
- le degré d'application de la DCG.

3.3.2.1 Éléments évalués par l'indice sur le respect des droits des actionnaires

Ce premier indice évalue le comportement que les entreprises adoptent vis-à-vis de leurs actionnaires. Son but est de vérifier si l'égalité de leurs droits est respectée. Il correspond ainsi aux attentes définies par le point I du CBP. Les critères retenus pour définir cet indice sont indiqués dans le tableau 29.

Tableau 29 Critères d'évaluation du respect des droits des actionnaires pour l'année 2002

Critères	Thèmes / éléments composant les critères
1. Décision finale appartenant aux actionnaires	Possibilité d'élire l'ensemble du conseil d'administration
2. Exercice des droits des actionnaires	Niveau des seuils, ajustement des droits de vote, disponibilité des statuts
3. L'assemblée générale comme organe suprême de la société	Description des points traités, possibilité de mettre un point à l'ordre du jour, calendrier sur internet
4. Facilité de participation à l'assemblée générale	Délai pour les annonces et définition des détentions des droits de vote
5. Le droit à l'information	Disponibilité des procès-verbaux des AG sur internet et résultats des votes
6. Expression de la volonté de la majorité lors des élections	Élection individuelle ou globale des membres du CA
7. Contact de l'entreprise avec les actionnaires	Coordonnées des personnes de contact et absence de sanction de la part de la SWX

3.3.2.2 Éléments évalués par l'indice sur l'organisation du conseil d'administration et de la direction

Ce deuxième indice évalue l'organisation du conseil d'administration et la manière dont il accomplit les différentes missions qui lui sont confiées. Cet indice évalue le respect des recommandations des points II et III du CBP. Il comprend de nombreux aspects, tels que la composition du conseil d'administration, le cumul des fonctions, la présence des principaux comités ou encore le contrôle de l'organe de révision (voir tableau 30).

Tableau 30 Critères d'évaluation de l'organisation du conseil d'administration et de la direction pour l'année 2002

Critères		Thèmes / éléments composant les critères
1.	Règle d'organisation du conseil d'administration et de la direction	Explication des règles d'organisation appliquées
2.	Composition du conseil d'administration	Nombre, indépendance et nationalité des membres
3.	Élection et mandat des administrateurs	Durée, présentation lors des élections, principe de renouvellement
4.	Réunions et feed-back	Nombre de réunions et autoévaluation
5.	Conflits d'intérêts	Éléments pouvant créer des conflits d'intérêts et méthodes pour les résoudre
6.	Cumul des fonctions	Existence et mécanismes de surveillance en cas de cumul
7.	Description des comités	Nombre de réunions et thèmes traités
8.	Indépendance des comités	Éléments pour définir leur indépendance
9.	Composition du comité d'audit	Indépendance et formation des membres
10.	Fonction du comité d'audit	Tâches et rémunération des réviseurs externes
11.	Composition et fonctionnement du comité de rémunération	Indépendance, présence du directeur général ou du président du conseil d'administration
12.	Politique de rémunération	Attribution des options ou actions, clause en cas de changements au niveau de la direction
13.	Comité de nomination	Existence du comité de nomination

3.3.2.3 Éléments évalués par l'indice sur le degré d'application de la DCG

Ce troisième indice évalue le degré de divulgation d'informations en rapport direct avec la gouvernance d'entreprise. La valeur prise par cet indice correspond au degré de conformité des entreprises par rapport aux attentes de la DCG. Contrairement aux deux indices précédents, celui-ci n'évalue pas la qualité de l'organisation de l'entreprise, mais uniquement si les informations requises par la DCG ont été divulguées par l'entreprise. Cet indice correspond à l'évaluation des attentes du point IV du CBP, intitulé la publicité. Il n'y a donc pas de redondance entre les informations contenues dans ces trois indices.

Les 9 points traités par la DCG figurent dans le tableau 31, tandis que les 41 critères les composant se trouvent à l'annexe 9.

Tableau 31 Critères d'évaluation du respect de la DCG

Critères	
1.	Structure du groupe et actionnariat
2.	Structure du capital
3.	Conseil d'administration
4.	Direction générale
5.	Rémunérations, participation et prêts
6.	Droits de participation des actionnaires
7.	Prises de contrôle et mesures de défense
8.	Organe de révision
9.	Politique d'information

3.3.2.4 Indice global de gouvernance d'entreprise

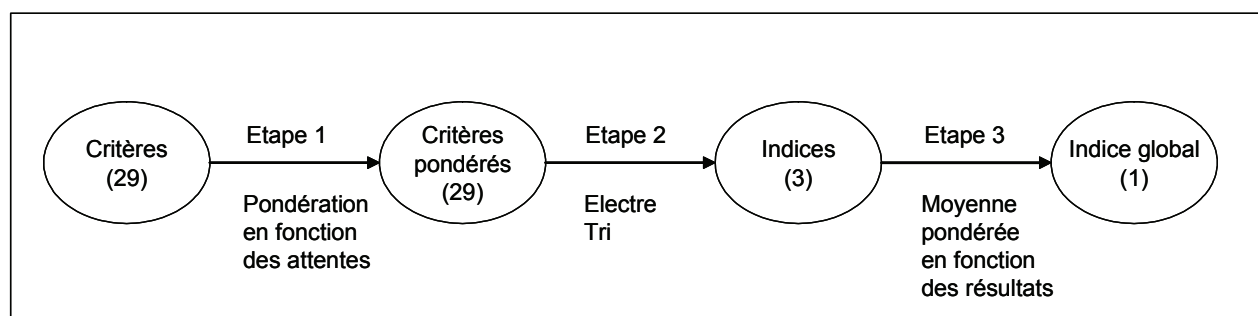
L'indice global de gouvernance permet d'indiquer le comportement des entreprises en fonction de leur niveau de conformité à l'ensemble des recommandations du CBP. Il est obtenu en agrégeant les indices sur les droits des actionnaires, sur le conseil d'administration et sur le respect de la DCG (voir tableau 32). Du fait que les recommandations sur la révision sont évaluées dans notre indice sur l'organisation du conseil d'administration, ces trois indices permettent d'évaluer l'ensemble des points définis par le CBP.

Tableau 32 Composition de l'indice global de gouvernance d'entreprise pour l'année 2002

Indice global	Indices
Respect du Code suisse de bonne pratique (CBP)	1. Droit des actionnaires
	2. Organisation du conseil d'administration
	3. Respect de la DCG

3.3.3 Méthodologie pour le calcul des indices de gouvernance

La méthodologie pour calculer les valeurs des indices de gouvernance pour l'année 2002 reprend les principes définis pour la période précédente. Une différence intervient cependant au stade du calcul des valeurs prises par les critères (voir graphique 16), qui sont pondérés en fonction des attentes du CBP (voir point 3.3.3.1) et de la DCG (voir point 3.3.3.2).

**Graphique 16 Méthodes d'agrégation des sous-critères pour l'année 2002**

3.3.3.1 Agrégation des indices partiels sur le droit des actionnaires et sur le conseil d'administration

L'analyse de la situation des entreprises montre que certaines d'entre elles choisissent d'appliquer des recommandations plus contraignantes que celles proposées par le CBP. Pour cette raison, l'évaluation des critères (présentés aux tableaux 29 et 30) a été pondérée en fonction des trois situations indiquées dans le tableau 33.

Tableau 33 Pondération des évaluations des sous-critères en fonction des attentes du Code suisse de bonne pratique (CBP)

Situations par rapport aux attentes du Code suisse de bonne pratique (CBP)	Pondération de l'évaluation du critère
L'entreprise applique des recommandations plus exigeantes que celles du CBP.	1.5
L'organisation de l'entreprise est conforme au CBP	1
L'organisation n'est pas conforme aux recommandations	0

Mise à part cette différence, les principes de l'agrégation des critères en critères pondérés, puis en indice partiel et pour finir en indice global, sont les mêmes que ceux présentés pour la période 1997-2001. L'étape 1 de l'agrégation correspond à la somme pondérée des évaluations des critères. L'étape 2 permet de définir les valeurs des indices sur le droit des actionnaires et sur le conseil d'administration. Ces derniers correspondent aux classements obtenus par l'application de la méthode ELECTRE TRI. Comme auparavant, les entreprises sont triées en cinq catégories en fonction des résultats qu'elles obtiennent pour chacun des critères. La catégorie 1 correspond à la meilleure et la 5 à la moins bonne.

Les principes pour déterminer les valeurs des différents paramètres nécessaires à l'application de la méthode ELECTRE TRI restent identiques. Ces valeurs utilisées se trouvent à l'annexe 10.

3.3.3.2 Agrégation de l'indice partiel sur respect de la DCG

Sur les 9 points traités par la DCG (voir tableau 31), seules les informations se rapportant au point 5 de la DCG (sur les rémunérations, participations et prêts) doivent être obligatoirement publiées. Les autres points sont soumis au principe «Comply or explain», permettant aux entreprises de ne pas publier certaines informations, à condition d'inclure une note expliquant le motif de cette non-publication.

Ce principe de «Comply or explain» est pris en considération lors de l'évaluation de la transparence. Ainsi, l'évaluation de chacun des 29 critères est pondérée en fonction des attentes de la DCG selon les situations indiquées dans le tableau 34.

Tableau 34 Pondération des évaluations des critères en fonction des exigences de la DCG

Situations par rapport aux exigences de la DCG	Pondération de l'évaluation du critère
L'entreprise donne plus d'informations que ce qui est demandé	1.5
L'entreprise donne les informations requises	1
L'entreprise ne donne pas l'information, mais donne les raisons	0.5
L'information n'est pas divulguée, sans donner d'explication	0

La somme pondérée des critères en fonction des quatre poids présentés dans le tableau 34 permet d'obtenir la valeur des critères pondérés, correspondant au coefficient de conformité de chacun des points de la DCG (voir tableau 31).

L'évaluation de l'application de la DCG est ensuite obtenue par l'agrégation des valeurs de ces 9 critères par l'emploi de la méthode ELECTRE TRI. Les paramètres nécessaires à son application se trouvent à l'annexe 10.

3.3.3.3 Agrégation de l'indice global de gouvernance d'entreprise

L'indice global de gouvernance d'entreprise correspond à la moyenne pondérée des valeurs des indices sur les droits des actionnaires, sur le conseil d'administration et sur le respect de la DCG. La méthode de pondération est identique à celle appliquée pour l'indice global de transparence pour la période 1997 à 2001. Afin de pénaliser le classement des entreprises dont les résultats varient fortement entre les trois indices, le moins bon des trois classements de chaque entreprise reçoit une pondération double, alors que les deux autres reçoivent une pondération simple.

3.3.4 Résultats

Les évaluations des 29 critères constituant les indices sur le respect du CBP et sur l'application de la DCG, donnent une image de la situation des entreprises suisses en matière de gouvernance. Chacun de ces critères a été évalué et pondéré en fonction des attentes déterminées par le CBP ou par la DCG. Ainsi, une évaluation est inférieure à 1 si sa situation ne correspond pas aux attentes et supérieure à 1 si l'entreprise fait mieux que ce qu'il lui est demandé. Les fréquences des évaluations des critères pour les 91 entreprises sont indiquées dans les tableaux 35, 36 et 37.

Les tableaux 35 et 36 indiquent la fréquence des évaluations des critères formant les indices sur le respect des recommandations du CBP. Les résultats varient fortement entre les différents critères d'évaluation et permettent ainsi de mettre en évidence les points sur lesquels les entreprises suisses doivent effectuer des améliorations. Il s'agit par exemple de l'expression de la volonté de la majorité lors des élections des membres du conseil d'administration, des conflits d'intérêts au sein du conseil d'administration ou encore des différents aspects en rapport avec les comités du conseil d'administration.

Tableau 35 Fréquence des évaluations des critères formant l'indice sur le respect des recommandations du Code suisse de bonne pratique (CBP) sur les droits des actionnaires

	>0 et ≤0.25	>0.25 et ≤0.5	>0.5 et ≤0.75	>0.75 et ≤1	>1 et ≤1.25	>1.25 et ≤1.5	Moyen- ne	Médiane
1. Décision finale appartenant aux actionnaires	9	0	0	82	0	0	0.90	1
2. Exercice des droits des actionnaires	0	2	3	35	39	12	1.14	1.25
3. L'assemblée générale comme organe suprême de la société	0	0	0	69	0	22	1.12	1
4. Facilité de participation à l'assemblée générale	5	24	44	14	4	0	0.62	0.66
5. Le droit à l'information	0	37	0	47	4	3	0.82	1
6. Expression de la volonté de la majorité lors des élections	88	0	0	0	3	0	0.03	0
7. Contact de l'entreprise avec les actionnaires	0	0	5	86	0	0	0.98	1

Tableau 36 Fréquence des évaluations des critères formant l'indice sur le respect des recommandations du Code suisse de bonne pratique (CBP) pour le conseil d'administration

	>0 et ≤0.25	>0.25 et ≤0.5	>0.5 et ≤0.75	>0.75 et ≤1	>1 et ≤1.25	>1.25 et ≤1.5	Moyen- ne	Médiane
1. Règle d'organisation du conseil d'administration	0	0	0	82	0	9	1.05	1
2. Composition du conseil d'administration	1	3	8	21	58	0	1.06	1.16
3. Election et mandat des administrateurs	0	39	34	18	0	0	0.59	0.66
4. Réunions et feed-back	5	78	0	8	0	0	0.52	0.5
5. Conflits d'intérêts	17	64	0	10	0	0	0.46	0.5
6. Cumul des fonctions	10	0	0	6	0	75	1.30	1.5
7. Description des comités	36	0	0	55	0	0	0.60	1
8. Indépendance des comités	0	58	7	24	2	0	0.67	0.5
9. Composition du comité d'audit	16	9	21	5	38	2	0.83	0.75
10. Fonction du comité d'audit	14	35	0	42	0	0	0.65	0.5
11. Composition et fonctionnement du comité de rémunération	34	11	25	3	16	2	0.55	0.75
12. Politique de rémunération	2	11	19	59	0	0	0.84	1
13. Comité de nomination	49	0	0	42	0	0	0.46	0

Le tableau 37 indique les fréquences des évaluations des 9 critères formant l'indice sur le degré d'application de la DCG. La présentation par intervalles permet de d'indiquer la répartition des résultats. Les valeurs des moyennes et des médianes, comprises entre 0.75 et 1, indiquent que les entreprises respectent généralement les attentes de la DCG sur les différents critères. Ainsi, pour le point 5 sur les rémunérations et le point 8 sur l'organe de révision, certaines entreprises ont choisies de divulguer plus d'informations que celles requises par la DCG. Dans ce cas, il peut s'agir par exemple de la divulgation de la rémunération à titre individuel des membres de la haute direction. Par contre, d'autres points doivent encore être améliorés, tels que les informations sur la structure du capital des entreprises, obtenant la moyenne la plus basse ou encore sur les prises de contrôle et les

mesures de défense pour lequel 18 entreprises ne divulguent presque pas d'informations.

Tableau 37 Fréquence des évaluations des critères formant l'indice sur l'application de la DCG

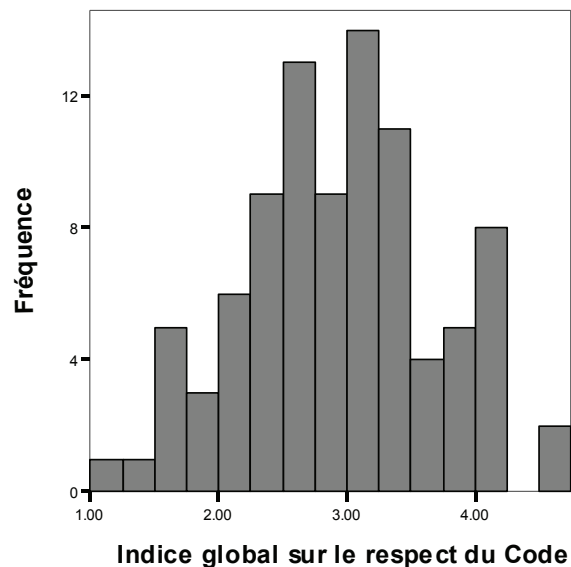
	>0 et ≤0.25	>0.25 et ≤0.5	>0.5 et ≤0.75	>0.75 et <1	1	>1 et ≤1.5	Moyen- ne	Médiane
1. Structure du groupe et actionnariat	0	1	14	35	41	0	0.88	0.89
2. Structure du capital	2	6	14	37	32	0	0.79	0.86
3. Conseil d'administration	0	1	10	35	45	0	0.87	0.88
4. Direction générale	1	3	19	6	62	0	0.89	1.00
5. Rémunérations, participation et prêts	0	4	7	37	33	10	0.88	0.89
6. Droits de participation des actionnaires	2	7	10	25	47	0	0.82	0.95
7. Prises de contrôle et mesures de défense	6	12	0	3	70	0	0.86	1.00
8. Organe de révision	0	2	21	40	22	6	0.81	0.75
9. Politique d'information	4	0	0	0	87	0	0.96	1.00

Les valeurs prises par les indices permettent quant à elles d'avoir une approche de synthèse de la situation des entreprises en fonction de leur classement dans cinq classes ordonnées. Les entreprises attribuées à la classe 1 correspondent à celles ayant obtenu quasiment la meilleure évaluation sur tous les critères, tandis que celles de la classe 5 ont un niveau insuffisant sur la plupart des critères. Le tableau 38 indique par exemple que 14 entreprises atteignent un niveau de transparence maximal et que 11 autres ont un niveau de transparence insuffisant. Pour les indices sur le conseil d'administration et sur les droits des actionnaires, il y a relativement peu d'entreprises qui se situent dans les extrêmes, avec une tendance vers la classe moyenne pour le conseil d'administration et vers la deuxième classe pour les droits des actionnaires.

Tableau 38 Fréquences par classe des indices de gouvernance pour l'année 2002

		Conseil d'administration	Droit des actionnaires	Transparence
Fréquence pour les classes	1. (bon)	4	8	14
	2.	16	45	14
	3.	49	27	29
	4.	16	6	23
	5. (mauvais)	6	5	11

Concernant l'indice global de gouvernance, les entreprises obtiennent un résultat moyen de 3.06 et une médiane à 3. Le graphique 17 indique la distribution des valeurs prises par les indices globaux sur le respect du CBP.

**Graphique 17 Histogramme de l'indice global du respect du Code suisse de bonne pratique (CBP)**

Afin de d'évaluer les liens entre les résultats des trois indices partiels de chaque entreprise, nous avons calculé leurs coefficients de corrélation. Les résultats, présentés au tableau 39, indiquent que la corrélation est positive et significative entre les 3 indices. Le lien le plus important est celui existant entre le degré d'application de la DCG et la qualité d'organisation de la haute direction, avec un coefficient de 0.312, significatif au seuil de 1%. Tandis que les liens entre la qualité d'organisation

de la haute direction et le respect des droits des actionnaires sont moins importants, de même qu'entre le respect des droits des actionnaires et le degré d'application de la DCG.

Tableau 39 Coefficients de corrélation de Spearman entre les indices partiels de gouvernance

	Qualité d'organisation de la haute direction	Respect droit des actionnaires	Degré d'application de la DCG
Qualité d'organisation de la haute direction	1		
Respect droit des actionnaires	0.238*	1	
Degré d'application de la DCG	0.312**	0.240*	1

** Statistiquement significative au seuil de 1%

* Statistiquement significative au seuil de 5%

4 Commentaires des résultats

La réalisation de l'évaluation du comportement des entreprises en matière de gouvernance pour les périodes 1997-2001 et 2002, appelle deux nouveaux thèmes d'analyse. Nous avons ainsi voulu vérifier l'influence des normes comptables sur la qualité de la transparence et de l'organisation des entreprises. Nous avons ensuite voulu comparer les résultats obtenus par la méthode basée sur la transparence des rapports annuels pour l'année 2001 avec ceux obtenus par la méthode basée sur le respect du CBP pour l'année 2002.

4.1 Influence des normes comptables

La disponibilité des informations dans le rapport annuel des entreprises est fortement influencée par les obligations légales ou réglementaires. Concernant le niveau global de transparence, ces obligations proviennent principalement des normes comptables choisies et appliquées par les entreprises.

Depuis 1996, les RPC (Recommandations relatives à la Présentation des Comptes) sont reconnues par la bourse suisse comme normes minimales pour l'établissement des comptes annuels des sociétés cotées en Suisse. Cependant ces dernières peuvent choisir d'appliquer d'autres normes comptables plus

contraignantes, telles que les IAS⁵¹ (International Accounting Standards) ou encore plus contraignantes, les US GAAP (United States Generally Accepted Accounting Principles).

Nous avons donc vérifié l'influence des normes comptables adoptées par les entreprises sur le degré de transparence des entreprises pour les années 1997 à 2001, et sur le respect des recommandations du CBP et de la DCG pour l'année 2002.

Les résultats de la segmentation de l'échantillon en fonction des normes comptables appliquées par les entreprises pour la période 1997-2001 sont présentés dans le tableau 40. Ces résultats indiquent que les entreprises appliquant des normes comptables plus contraignantes, ont un niveau de transparence supérieur et que ce dernier augmente plus rapidement que celui des entreprises appliquant des normes moins contraignantes.

⁵¹ Correspondant actuellement aux IFRS (International Financial Reporting Standards).

Tableau 40 Valeurs moyennes des indices de transparence en fonction des normes comptables pour la période 1997-2001

Année	Normes comptables	Nombre d'entreprises	Valeur moyenne des indices				Croissance annuelle de l'indice global
			Financier	Prévisionnel	Gouvernance	Global	
1997	Toutes	93	3.56	3.60	3.45	3.66	
	US GAAP	4	3.00	3.25	3.00	3.25	
	IAS	50	3.08	3.32	3.22	3.34	
	RPC	39	4.23	4.00	3.79	4.12	
1998	Toutes	93	3.20	3.41	3.17	3.39	8%
	US GAAP	4	2.75	2.75	2.00	2.75	18%
	IAS	53	2.74	3.13	2.89	3.04	10%
	RPC	36	3.94	3.89	3.72	3.97	4%
1999	Toutes	93	3.00	3.18	3.06	3.20	6%
	US GAAP	4	2.50	2.75	2.50	2.69	2%
	IAS	56	2.48	2.89	2.77	2.84	7%
	RPC	33	3.94	3.73	3.64	3.86	3%
2000	Toutes	93	2.83	2.92	2.94	3.02	6%
	US GAAP	5	1.80	2.40	2.00	2.15	25%
	IAS	53	2.23	2.53	2.53	2.57	11%
	RPC	35	3.89	3.60	3.69	3.81	1%
2001	Toutes	93	2.71	2.75	2.60	2.83	7%
	US GAAP	5	1.20	2.40	1.60	1.95	10%
	IAS	54	2.09	2.44	2.17	2.37	8%
	RPC	34	3.91	3.29	3.44	3.68	4%

Ces résultats sont également reflétés par le calcul des coefficients de corrélation de Spearman (tableau 41) entre les valeurs des indices obtenus et les normes comptables appliquées, classées en fonction de leur niveau d'exigence (US-GAAP > IAS > RPC). Il ressort très clairement qu'il existe une corrélation très importante entre les normes comptables appliquées et les différents indices de transparence. Le lien le plus fort se trouve logiquement avec l'indice de transparence sur les aspects financiers, fortement conditionné par les normes comptables. Alors que les liens sont moins importants sur les aspects prévisionnels et sur les informations à propos de la gouvernance d'entreprise, sur lesquels il existe une plus grande marge de liberté.

Tableau 41 Coefficients de corrélation de Spearman entre les normes comptables et les indices de transparence

	Financier	Prévision	Gouvernance	Global
1997	0.530**	0.379**	0.487**	0.525**
1998	0.537**	0.432**	0.520**	0.579**
1999	0.636**	0.416**	0.496**	0.613**
2000	0.706**	0.443**	0.577**	0.655**
2001	0.752**	0.393**	0.596**	0.698**

** Statistiquement significatif à 1%

Si les normes comptables ont un impact indiscutable sur le niveau de transparence des rapports annuels, ces dernières n'ont plus d'influence directe sur le respect des recommandations du CBP. Les coefficients de corrélation non paramétrique de Spearman entre les valeurs des indices de gouvernance obtenus par les 91 entreprises pour l'année 2002 et les normes comptables qu'elles appliquent, sont présentés au tableau 42.

Tableau 42 Coefficients de corrélation de Spearman entre les exigences des normes comptables appliquées et le respect des recommandations du Code de bonne pratique d'Economiesuisse (CBP)

	Droits des actionnaires	Organisation de la haute direction	Application de la DCG	Indice global
Normes comptables appliquées	-0.024	0.164	0.076	0.101

** Statistiquement significatif à 1%

* Statistiquement significatif à 5%

Ces résultats permettent de confirmer que le niveau de transparence des rapports annuels des entreprises est fortement corrélé aux normes comptables appliquées. Ce lien découle des exigences spécifiques liées à l'application des différentes normes, principalement sur les aspects financiers. Cependant il ne faut pas négliger la marge de liberté laissée aux entreprises sur des aspects tels que la transparence en matière de gouvernance d'entreprise. Par contre, les résultats du tableau 42 pour l'année 2002 indiquent l'absence de lien entre le respect des droits des actionnaires, l'organisation de la haute direction, l'application de la DCG et l'application des normes comptables.

4.2 Comparaison des évaluations obtenues pour l'année 2001 et pour l'année 2002

Les méthodes pour la première et la deuxième période d'analyse visent un même objectif, mais leurs approches sont relativement différentes. Pour l'année 2002, la disponibilité des informations permet de construire des indices reflétant de manière précise la situation face aux attentes en matière de gouvernance en Suisse. Alors que pour la période précédente, la situation suisse nous a imposé d'effectuer une estimation du comportement des entreprises vis-à-vis de la gouvernance, par le niveau de transparence de leurs rapports annuels.

Afin de vérifier la validité de cette estimation par le niveau de transparence, nous avons comparé les résultats obtenus en calculant les coefficients de corrélation de Spearman entre les indices de 2001 et les indices de 2002. Cette analyse a été effectuée sur la partie commune des échantillons, soit 39 entreprises⁵². Les coefficients de corrélation obtenus sont présentés dans le tableau 43.

Tableau 43 Corrélation de Spearman entre les valeurs des indices de 2001 et 2002 pour les 39 entreprises communes aux deux échantillons

2001 \ 2002	Droit des actionnaires	Organisation de la haute direction	Application de la DCG	Respect du CBP
Gouvernance ₀₁	.41**	.35*	.13	.35*
Financier ₀₁	.30	.27	.14	.30
Prévision ₀₁	.08	.30	.00	.12
Transparence ₀₁	.29	.32*	.04	.25

** Statistiquement significatif à 1%

* Statistiquement significatif à 5%

Les coefficients indiquent que les résultats obtenus pour l'année 2001 ont une relation positive ou nulle avec ceux obtenus pour l'année 2002. L'indice global de transparence pour l'année 2001 (Transparence₀₁) obtient des coefficients de corrélation de Spearman relativement important avec l'indice global sur le respect du CBP, ainsi qu'avec les indices sur le respect des droits des actionnaires et sur la qualité de l'organisation de la haute direction.

Au niveau des indices, celui sur la transparence des informations en rapport avec la gouvernance d'entreprise pour l'année 2001 obtient les coefficients de corrélation les plus importants avec ceux de l'année 2002, indiquant que les

⁵² La liste de ces entreprises se trouve à l'annexe 11

entreprises communiquant sur le thème de la gouvernance avant l'application de la DCG, étaient effectivement déjà impliquées dans ce domaine.

Par contre, il est intéressant de constater que l'indice Gouvernance₀₁ n'est pas plus corrélé avec l'indice partiel de 2002 sur l'application de la DCG. Ainsi, les entreprises atteignant un bon niveau de transparence en matière de gouvernance avant l'application de la DCG, ne sont pas celles qui ont le mieux respecté l'application de cette directive en 2002. Ce résultat peut provenir du fait, que l'application de la DCG ne reflète pas uniquement la volonté de transparence des entreprises, mais également les moyens mis à disposition pour répondre aux nouvelles exigences de la DCG.

5 Conclusion

La partie IV de notre recherche est consacrée au développement de méthodes d'évaluation du comportement des entreprises vis-à-vis de la gouvernance d'entreprise, sur les années 1997 à 2002. Ces évaluations portent sur une centaine d'entreprises cotées à la bourse suisse et sont effectuées à partir de données provenant de documents accessibles publiquement.

L'analyse des entreprises, avant et après l'application de la DCG, est rendue possible grâce au développement d'une première approche spécifique aux années 1997-2001 et une deuxième spécifique à l'année 2002. Pour les années 1997 à 2001, le comportement des entreprises vis-à-vis de la gouvernance est estimé en fonction de la transparence de leur rapport annuel. Ces indices sont obtenus en analysant et en agrégeant la transparence de trois différents aspects : les informations en rapport direct avec la gouvernance d'entreprise, les aspects prévisionnels de l'évolution de l'entreprise et les aspects financiers. Pour l'année 2002, le comportement des entreprises vis-à-vis de la gouvernance d'entreprises est évalué en fonction de la conformité des entreprises aux recommandations du CBP. Cette évaluation est basée sur l'analyse de trois aspects : le respect des droits des actionnaires, l'organisation de la haute direction, et le degré d'application de la DCG.

Pour la période 1997-2001, nous avons développé une base de données originale sur la transparence des rapports annuels. Quant à l'année 2002, nous

avons utilisé une base de données créée par l'un des principaux organismes suisses travaillant dans le domaine de la gouvernance d'entreprise : le Centre Info.

Pour les méthodes d'agrégation, notre choix s'est porté sur la méthode d'aide à la décision ELECTRE TRI. Cette dernière permet de trier les différentes entreprises dans un nombre défini de classes ordonnées, en fonction d'attentes prédéfinies sur chacun des critères d'évaluation. Cette approche permet ainsi de contrôler la compensation inter critère et ne demande pas que les critères soient comparables entre eux. Le tri des entreprises par catégories ordonnées correspond alors aux types d'indices proposés par les agences de notation sur le risque des émetteurs d'obligations. Comme la méthode ELECTRE TRI est encore peu connue, nous avons expliqué au préalable son fonctionnement et les avantages liés à son utilisation dans le cas de la création d'indice.

Les résultats obtenus montrent que la transparence globale des rapports annuels augmente fortement sur la période 1997 à 2001. Il faut cependant attendre la publication des rapports annuels 2002, pour que la quantité et la qualité des informations en rapport direct avec la gouvernance d'entreprise permettent d'analyser le comportement des entreprises en la matière. Ces résultats indiquent que les éléments de la DCG et du CBP, étant déjà bien respectés par les entreprises et ceux sur lesquels des progrès doivent encore être effectués. Par ailleurs, même si une entreprise respecte bien les droits des actionnaires, ce n'est pas pour autant que la qualité de l'organisation de sa haute direction sera élevée ou que le degré d'application de la DCG sera important. L'analyse montre également que l'application de normes comptables plus exigeantes influence positivement la transparence globale des rapports annuels, mais n'influence pas les évaluations de la conformité aux recommandations du CBP.

Concernant les méthodes utilisées, les valeurs des coefficients de corrélation non paramétriques entre les résultats obtenus en 2001 (avec la première méthode basée sur la transparence) et ceux obtenus en 2002 (avec la méthode basée sur la conformité au CBP), indiquent que certains résultats de ces deux approches sont relativement proches. Par exemple, pour les entreprises faisant simultanément partie des deux échantillons, l'indice sur la transparence des informations sur la gouvernance d'entreprise peut constituer un bon estimateur du niveau réel de

gouvernance pour les années avant l'application de la DCG. Il faut toutefois rappeler que nos indices doivent faire face à de nombreuses limites. Ainsi, il est inévitable d'avoir recours à la subjectivité lors de la création de tels indices, particulièrement lors de la sélection des critères d'évaluation ou lors de la définition des paramètres d'agrégation. Néanmoins, nous avons essayé de limiter la subjectivité au maximum, notamment en évaluant des aspects reconnus comme important pour la gouvernance, en déterminant des grilles d'évaluation précises, ou encore en appliquant une méthode d'agrégation adaptée à la création d'indice.

Ces indices nous ont permis d'évaluer la situation des entreprises suisses en matière de gouvernance. C'est grâce à ces résultats que nous pourrons analyser à la partie V, l'influence des stakeholders et notamment des actionnaires importants, sur le comportement des entreprises vis-à-vis de la gouvernance.

Partie V.

Influence des actionnaires principaux dans le système de gouvernance des entreprises suisses

1 Introduction

La gouvernance d'entreprise dans les pays ayant une forte concentration de l'actionnariat, telle que la Suisse, doit permettre d'améliorer la protection des intérêts des actionnaires minoritaires, non seulement contre l'enracinement et les déviances des managers, mais également contre l'existence de bénéfices privés que pourraient s'attribuer les actionnaires principaux.

Afin d'améliorer la protection des actionnaires minoritaires, différents Codes de bonne conduite ont été développés. Ces derniers ont pour but d'inciter les dirigeants d'entreprise à modifier l'organisation de leur entreprise, afin d'atteindre un équilibre des pouvoirs et un bon niveau de transparence. En Suisse, deux documents ont été publiés en 2002. Tout d'abord, le CBP propose une série de recommandations afin d'améliorer le respect des droits des actionnaires, l'organisation de la haute direction de l'entreprise, l'efficacité de la révision externe et la divulgation d'informations sur la situation des entreprises. Le deuxième texte, la DCG oblige les entreprises cotées à divulguer certaines informations en rapport direct avec la gouvernance.

Les dirigeants des entreprises ont cependant une marge de liberté importante quant à l'application ou non de ces différents éléments. Les entreprises suisses sont libres d'appliquer les recommandations du CBP. D'autre part, même si le fait d'être cotées à la bourse suisse oblige les entreprises de notre échantillon à respecter les exigences de la DCG, le principe du « *complain or explain* » les contraint uniquement à divulguer les informations sur la rémunération des dirigeants.

L'application des mécanismes de gouvernance décrits par ces textes est sous la responsabilité du conseil d'administration. Mais comme ces mécanismes ont tendance à limiter leur espace discrétionnaire, il est probable que leur application ne soit effectuée que si les membres du conseil d'administration y sont contraints ou s'ils peuvent en retirer d'autres avantages. L'application de ces mécanismes de gouvernance peut ainsi être assimilée à des coûts de dédouanement, décrits par la théorie de l'agence, engagés par la haute direction pour répondre aux attentes des différentes parties prenantes de l'entreprise (les stakeholders). Selon cette approche, plus les stakeholders possèdent un pouvoir fort sur l'entreprise, plus le conseil

d'administration doit montrer que l'entreprise est gérée conformément à leurs intérêts, influençant ainsi son niveau de gouvernance.

Parmi les stakeholders désirant maximiser la qualité de la gouvernance de l'entreprise, les actionnaires principaux pourraient au contraire tenter de la limiter, en utilisant le pouvoir qu'ils peuvent exercer sur le conseil d'administration. L'application de mécanismes de gouvernance, ayant pour but d'équilibrer les pouvoirs au sein de l'entreprise et de diminuer l'asymétrie d'information, pourrait affaiblir leur domination de l'entreprise, avec les avantages qui y sont associés.

L'objectif de la partie V notre recherche est donc de développer un modèle permettant de mesurer empiriquement l'influence des actionnaires principaux et des autres stakeholders dans le système de gouvernance des entreprises suisses.

Cette dernière partie est organisée de la manière suivante. Le chapitre 2 pose l'approche théorique, en fonction des interactions des mécanismes de gouvernance et du pouvoir des stakeholders. Le chapitre 3 présente notre modèle d'évaluation du comportement des actionnaires principaux et des autres stakeholders, ainsi que les données utilisées. Le chapitre 4 est consacré à la présentation et aux commentaires des résultats obtenus. Le chapitre 5 conclut cette partie V.

2 Approche théorique

2.1 Système de gouvernance : mécanismes internes et externes

Les origines de la gouvernance d'entreprise indiquent que les mécanismes qui la composent, doivent permettre de limiter ou de contrôler les problèmes d'agence entre les dirigeants et les stakeholders. Ces mécanismes peuvent avoir des origines diverses et des modes de fonctionnement différents. Cette diversité peut être illustrée par une typologie, proposée par Charreaux (1997), les différenciant en fonction de leurs spécificités à l'entreprise et de leurs intentionnalités de mise en œuvre (voir tableau 44).

Tableau 44 Typologie des mécanismes de gouvernance d'entreprise

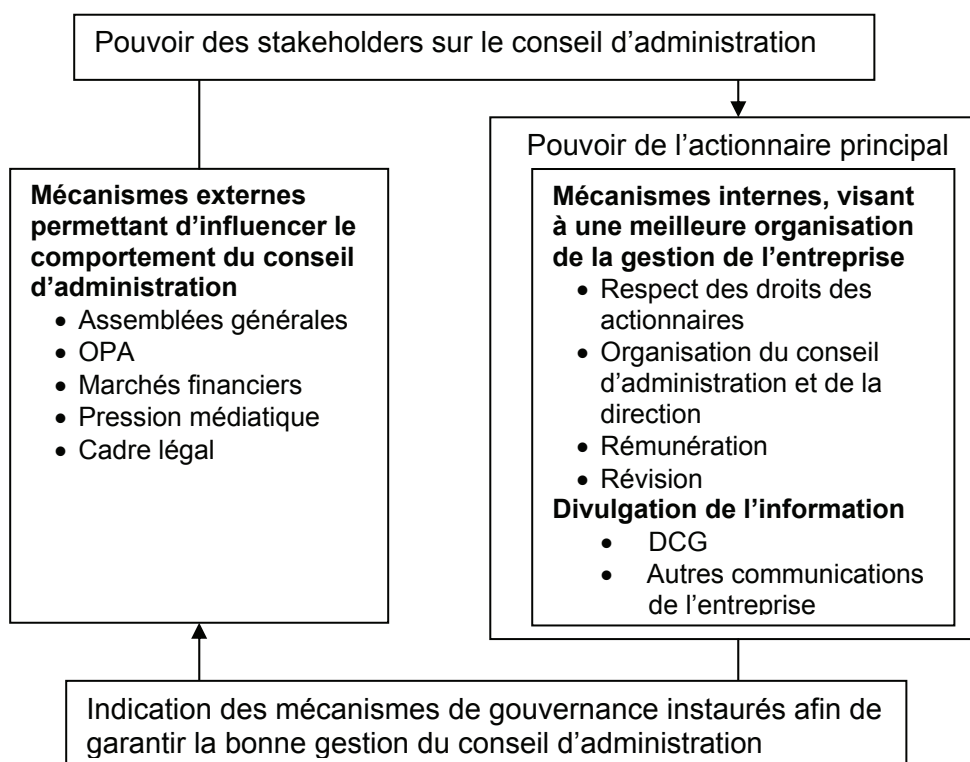
	Spécifique à l'entreprise	Non spécifique à l'entreprise
Mise en œuvre intentionnelle	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Contrôle direct des actionnaires ◆ Conseil d'administration ◆ Rémunération des dirigeants ◆ Statuts des entreprises 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Environnement légal ◆ Règlements, code de bonne conduite
Mise en œuvre spontanée	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Surveillance mutuelle des employés ◆ Culture d'entreprise 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Marché financier ◆ OPA ◆ Marché du travail ◆ Environnement médiatique

Source : adapté de Charreaux 1997, p. 427

Sur la base de cette typologie, nous allons définir le système de gouvernance, en fonction des interactions entre les mécanismes externes et les mécanismes internes (voir graphique 18) :

- Les mécanismes de type externe sont ceux sur lesquels l'entreprise ne peut pas exercer d'influence directe. Ils correspondent au pouvoir ou à l'influence que peuvent exercer les stakeholders sur l'entreprise, tel que les assemblées générales avec le risque d'offres publiques d'achat (OPA), les marchés financiers, la pression médiatique et le cadre légal et réglementaire.
- Les mécanismes internes correspondent à ceux devant être mis en place par l'entreprise et donc appliqués par le conseil d'administration. Ces mécanismes doivent permettre d'obtenir un meilleur équilibre des pouvoirs et un contrôle efficace de la gestion des entreprises, notamment grâce à une baisse de

l'asymétrie de l'information. Ces mécanismes correspondent à ceux généralement proposés par les différents codes de bonne pratique. Ils portent ainsi principalement sur le respect des droits des actionnaires, l'organisation de la haute direction, la politique de rémunération, la qualité de révision et la divulgation des informations.



Graphique 18 Interactions entre les mécanismes internes et externes de gouvernance

2.1.1 Mécanismes internes : application par le conseil d'administration

Les missions du conseil d'administration comprennent la définition des stratégies suivies par la société, les directives nécessaires pour atteindre les buts fixés et le suivi de la mise en œuvre et des résultats de la stratégie. Le conseil d'administration doit donc organiser la société à son niveau supérieur, c'est-à-dire recruter les dirigeants, contrôler activement leur gestion, déterminer leur rémunération et assurer leur succession. Il veille également au respect de l'application des normes comptables et de révision, ainsi qu'à la qualité des informations transmises aux actionnaires et au marché, notamment grâce à l'établissement des rapports de gestion. Il est également chargé de préparer et de

convoquer l'assemblée générale des actionnaires, puis d'exécuter ses décisions. Ses différentes missions lui confèrent donc un rôle fondamental dans l'application et le respect des mécanismes internes de gouvernance d'entreprise.

Comme les mécanismes internes doivent être mis place par le conseil d'administration et que ces mécanismes ont pour but de mieux contrôler les agissements des membres du conseil d'administration, l'instauration de ces mécanismes va donc dépendre des pressions exercées par les stakeholders (les mécanismes externes).

Selon cette approche et selon la théorie de l'agence entre les stakeholders et le conseil d'administration, l'application des mécanismes internes peut être assimilée, comme indiqué à l'introduction de cette partie V, à des coûts de dédouanement de la part du conseil d'administration suite aux contrôles effectués par les stakeholders. La qualité des mécanismes internes de gouvernance d'une entreprise peut ainsi être considérée comme la situation d'équilibre des pouvoirs et des attentes de ses différents stakeholders.

2.1.2 Mécanismes externes : le pouvoir des stakeholders

Si la qualité des mécanismes internes peut être estimée par le respect des recommandations des codes de bonne pratique, il est nécessaire de préciser l'efficacité des mécanismes externes, en fonction des pouvoirs des stakeholders.

2.1.2.1 Le pouvoir des actionnaires

La répartition des pouvoirs entre les différents actionnaires est déterminante pour l'efficacité de mécanismes externes tels que les assemblées générales et les menaces d'OPA.

Il faut ainsi différencier le pouvoir des actionnaires principaux, qui peuvent exercer un contrôle constant et efficace sur la gestion de l'entreprise, du pouvoir des autres actionnaires de l'entreprise, qui ne peuvent exercer qu'une influence indirecte sur la gestion des entreprises.

La domination de l'assemblée générale permet aux actionnaires principaux de contrôler la constitution du conseil d'administration et ainsi, d'influencer directement ou indirectement ses agissements. Comme mentionné précédemment, ces actionnaires n'ont ainsi pas besoin des mécanismes internes de gouvernance pour

contrôler les agissements du conseil d'administration. L'application des mécanismes internes pourrait au contraire diminuer l'asymétrie d'informations avec les actionnaires externes et ainsi réduire le pouvoir des actionnaires principaux dans l'entreprise.

D'autre part, la présence d'actionnaires détenant une large proportion des droits de vote ou encore le non respect du principe « une action – une voix » lié à leur présence, limite fortement la menace d'une OPA hostile sur l'entreprise, réduisant ainsi l'influence de ce mécanisme externe sur le conseil d'administration.

Différentes études ont permis de mettre en évidence l'influence significative de la répartition de la structure de propriété sur la qualité de la transparence ou d'application de codes de bonne pratique. Chau et Gray (2002) montrent que la publication volontaire est corrélée positivement à la dispersion de la propriété pour les entreprises cotées à Hong Kong et à Singapour. Concernant également les entreprises cotées à la Bourse de Singapour, les résultats d'Eng et Mack (2003) montrent que plus les membres de la haute direction détiennent une part importante des droits de vote de l'entreprise, moins celle-ci divulgue d'informations volontaires. Lakhal (2004) trouve que les entreprises françaises ayant une structure d'actionnariat dispersée divulguent plus d'informations volontaires. Fernandez-Rodriguez et Gomez-Anson (2005) montrent qu'un free float important exerce une influence positive sur le respect du code de bonne pratique en Espagne.

Conformément aux résultats de ces études, nous formulons l'hypothèse que la présence d'un actionnaire principal important a un impact négatif sur l'application des mécanismes internes de gouvernance. Alors que la présence d'autres actionnaires importants à côté de l'actionnaire principal devrait permettre de contrecarrer le pouvoir de ce dernier et ainsi influencer positivement l'application des recommandations du CBP.

2.1.2.2 Le pouvoir des marchés boursiers

L'efficacité du marché boursier dans le domaine de la gouvernance d'entreprise va dépendre de sa capacité à sanctionner une mauvaise gestion de l'entreprise ou un comportement déviant de la part des dirigeants, par une baisse du cours de l'action de l'entreprise. Cette baisse permet alors d'activer d'autres mécanismes pour

sanctionner les dirigeants, tels que les OPA hostiles, une baisse de la rémunération des dirigeants, si cette dernière comprend une partie variable, définie en fonction du cours boursier ou encore une dégradation de la réputation des dirigeants.

L'importance de la capitalisation boursière peut alors servir d'estimateur à de nombreux éléments favorisant l'efficacité du marché boursier dans le cadre de la gouvernance d'entreprise. La capitalisation boursière est ainsi fortement liée avec le nombre d'analystes suivant l'entreprise, une liquidité suffisante du titre, la présence d'investisseurs institutionnels parmi les actionnaires ou encore le suivi médiatique de l'entreprise.

Plusieurs études sur la publication volontaire montrent que la fréquence est plus importante pour les entreprises de grande taille (Lang et Lundholm (1993), Kasznik et Lev (1995), Raffournier (1995), Kasznik et al. (2001)). Concernant le respect des recommandations des codes de bonne pratique, Fernandez-Rodriguez et Gomez-Anson (2005) montrent qu'une capitalisation importante exerce une influence positive sur le respect du code espagnol.

Nous faisons alors l'hypothèse qu'une capitalisation boursière importante influence positivement le respect des recommandations du CBP.

2.1.2.3 Le pouvoir des créanciers

Le marché de la dette peut également exercer un pouvoir important sur le comportement du conseil d'administration. Afin que le coût de leur capital étranger ne soit pas trop élevé, les entreprises ont intérêt à satisfaire les exigences des créanciers en matière de transparence et de garanties concernant les standards d'organisation. Différentes études indiquent que les publications volontaires augmentent avec le levier financier (Lang et Lundholm (1993), Raffournier (1995), Healy et al. (1999)). Durnev et Kim (2005) montrent quant à eux qu'une proportion élevée de financement extérieur exerce une influence positive sur la gouvernance d'entreprise.

Nous pouvons ainsi accepter l'hypothèse que le ratio d'endettement est positivement corrélé avec le respect du CBP.

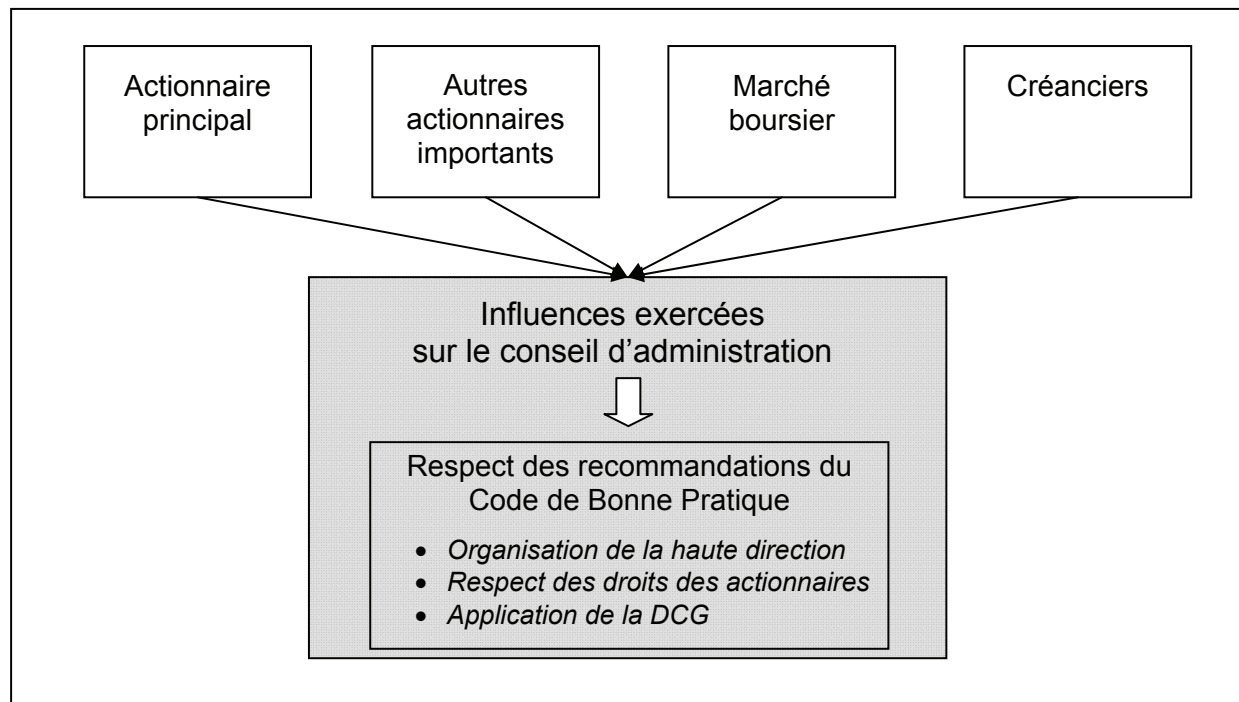
2.1.2.4 L'influence de l'environnement légal

L'environnement légal et réglementaire a un impact fort sur la qualité de la gouvernance des entreprises. Les variations de l'environnement légal modifient également les approches par rapport à la gouvernance (Shleifer et Vishny (1997), La Porta et al. (1999), La Porta et al. (2000), Durnev et Kim (2005)). Cependant dans notre cas, il n'y a pas lieu de les prendre en considération dans notre modèle, étant donné que les entreprises analysées sont soumises aux mêmes contraintes légales et réglementaires.

3 Méthodologie et données

3.1 *Le modèle*

L'objectif de la partie V est d'analyser empiriquement l'influence et les interactions des pressions exercées par les principaux stakeholders sur le conseil d'administration dans le cadre de la gouvernance d'entreprise. En nous basant sur la définition du système de gouvernance en fonction des interactions entre mécanismes internes et externes, nous avons montré dans le chapitre 2 de cette partie V que l'application des mécanismes internes de gouvernance (l'organisation de l'entreprise) peut être assimilée à des coûts de dédouanement engagés par le conseil d'administration, suite aux pressions exercées par les mécanismes externes de la gouvernance (le pouvoir des stakeholders) (voir graphique 19).



Graphique 19 Influence exercée sur le conseil d'administration par les stakeholders, en fonction du niveau d'application des recommandations du Code suisse de bonne pratique (CBP)

Pour mesurer l'influence des stakeholders sur le conseil d'administration, nous allons régresser la qualité de l'organisation des entreprises, évaluée en fonction de l'application des recommandations du CBP, sur le pouvoir des différents stakeholders.

Les variables expliquées correspondent à l'évaluation des mécanismes internes de gouvernance d'entreprise. Elles comprennent quatre indices reflétant le niveau d'application des recommandations du CBP :

- Le respect du CBP dans son ensemble (notée CODE)
- L'organisation de la haute direction (notée CA)
- Le respect des droits des actionnaires (notée DROIT)
- L'application de la DCG (notée SWX)

Les variables explicatives correspondent à l'évaluation du pouvoir des différents stakeholders selon l'approche des mécanismes externes, c'est-à-dire le pouvoir qu'ils peuvent exercer sur le conseil d'administration. Elles comprennent :

- Le pouvoir de l'actionnaire principal (noté AP).
- Le pouvoir des autres actionnaires importants (noté AI).
- Le pouvoir des marchés (noté CAP)
- Le pouvoir des créanciers (noté FE)

Si GE représente la valeur des différents indices sur le respect des recommandations du CBP, l'équation de la régression est alors la suivante :

$$GE_i = a_0 + a_1 * AP_i + a_2 * AI_i + a_3 * CAP_i + a_4 * FE_i + \text{résidu}_i$$

Pour $i = 1, \dots, N$

3.2 Les données

L'analyse porte sur l'année 2002, correspondant à la première année de l'application du CBP et de la DCG. Elle est effectuée sur les 91 entreprises avec les capitalisations les plus importantes de la bourse suisse, à l'exception des sociétés de participation. Ces entreprises correspondent à celles analysées à la partie IV de nos recherches.

3.2.1 Variables expliquées

Les variables expliquées comprennent quatre indices permettant de refléter le niveau d'application des recommandations du CBP.

Les évaluations de ces indices correspondent tout d'abord à celles que nous avons présentées à la partie IV de notre recherche, avec l'application de la méthode ELECTRE TRI. Cependant, afin de disposer d'indices évalués sur une échelle continue et non plus ordinale comme avec l'emploi d'ELECTRE TRI, nous avons recalculé chacun de ces indices, en utilisant les mêmes données, mais en les agrégeant au moyen d'une méthode d'agrégation totale : la moyenne.

Les indices obtenus par la méthode ELECTRE TRI correspondent à des évaluations selon une échelle ordinale, allant du meilleur classement (le 1) au moins

bon (le 5). Tandis que les autres indices sont évalués sur une échelle continue, allant de zéro (meilleur niveau) à 1 (moins bon niveau).

Dans le cas où les échelles des indices sont continues, nous avons utilisé la méthode de régression des moindres carrés ordinaires (MCO). Dans le cas où elles sont ordinales, nous avons employé des régressions de type Probit multinomial. L'utilisation de ces deux types de données permet d'effectuer une analyse de robustesse des résultats.

Afin de différencier les indices obtenus selon ces deux approches, ceux agrégés par la méthode ELECTRE TRI reçoivent un indice E (soit CA_E , $DROIT_E$ et SWX_E) et ceux agrégés par la moyenne, un indice S (soit CA_S , $DROIT_S$, SWX_S , $CODE_S$). L'indice évaluant le respect global du CBP avec la méthode ELECTRE TRI ($CODE_E$) est également considéré comme un indice continu, car comme indiqué à la partie IV, il correspond à la moyenne des trois indices ordinaux : CA_E , $DROIT_E$ et SWX_E .

3.2.2 Variables explicatives

Les variables explicatives correspondent au pouvoir des stakeholders sur le conseil d'administration.

- Le pouvoir de l'actionnaire principal (noté AP).

Afin d'évaluer le pouvoir de l'actionnaire principal, nous avons utilisé son pourcentage de voix détenu dans l'entreprise. Les résultats de la partie II de notre recherche ont montré que le pourcentage de voix détenu par l'actionnaire principal constitue un bon estimateur du pouvoir de l'actionnaire principal, car cette valeur permet également de refléter les moyens mis en œuvre pour dissocier la propriété du pouvoir. Les données utilisées proviennent du rapport annuel 2002 des entreprises et du Guide des actions suisses 2002-2003.

- Le pouvoir des autres actionnaires importants (noté AI).

Le pouvoir des autres actionnaires importants est estimé par la somme des pourcentages des droits de vote détenus par les actionnaires importants (ceux détenant plus de 5% des droits de vote), à l'exception de l'actionnaire principal. Ces

données proviennent des rapports annuels 2002 des entreprises et du Guide des actions suisses 2002-2003.

- Le pouvoir des marchés (noté CAP)

Le contrôle exercé par les marchés boursiers est estimé par le logarithme de la capitalisation boursière des entreprises au 24 juin 2002. L'utilisation du logarithme permet de limiter l'influence des capitalisations boursières les plus importantes de notre échantillon.

- Le pouvoir des créanciers (noté FE)

Le pouvoir des créanciers est estimé par la part des fonds étrangers des entreprises, par rapport à la valeur totale du bilan des entreprises. Ces données proviennent du Guide des actions suisses 2002-2003.

4 Résultats et commentaires

Ce chapitre 4 est constitué de deux sections : la première présente l'analyse descriptive des données et la deuxième est consacrée aux résultats obtenus.

4.1 Analyse descriptive

4.1.1 Variables expliquées

Les variables expliquées mesurent la qualité des mécanismes internes de gouvernance d'entreprise. Ils sont obtenus en évaluant le respect des recommandations du CBP.

Le tableau 45 indique la répartition des valeurs des indices CA_E , $DROIT_E$ et SWX_E , c'est-à-dire ceux agrégés grâce à la méthode ELECTRE TRI. Ces valeurs sont ordinales, la catégorie 1 constitue le meilleur classement et la catégorie 5 le moins bon. Les résultats montrent que les valeurs de l'indice CA_E sont concentrées sur la catégorie moyenne, les valeurs de l'indice $DROIT_E$ sur la catégorie 2 et les valeurs de l'indice SWX_E sont répartis sur l'ensemble des catégories.

Tableau 45 Fréquences des valeurs des indices évalués selon une échelle ordinale

	Catégories				
	1	2	3	4	5
CA _E	4	16	49	16	6
DROIT _E	8	45	27	6	5
SWX _E	14	14	29	23	11

CA: organisation de la haute direction, DROIT: respect des droits des actionnaires, SWX: application de la DCG. L'indice E indique qu'ils sont agrégés par la méthode ELECTRE TRI (soit des indices ordinaux).

La distribution des valeurs des indices agrégés par des sommes pondérées est présentée au tableau 46. Il s'agit des indices : CA_S, DROIT_S, SWX_S et CODE_S. Ces derniers sont évalués de 0 à 1, 0 étant le meilleur résultat. L'indice évaluant le respect du CBP avec la méthode ELECTRE TRI (CODE_E) est également considéré comme un indice continu, car il est obtenu en effectuant la moyenne des trois indices ordinaux : CA_S, DROIT_S et SWX_S. Le tableau indique pour chacun d'eux, leur minimum, leur maximum, leur moyenne et leur écart-type. Les résultats indiquent que les évaluations des indices agrégés avec la moyenne (avec l'indice _S) obtiennent des évaluations assez élevées (0 étant la meilleur et 1 la moins bonne), comparativement aux classements obtenus avec ELECTRE TRI. Cependant cet écart peut s'expliquer facilement par les différences d'agrégation entre les deux méthodes.

Tableau 46 Analyse descriptive des indices évalués sur une échelle continue

	N	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart-type
CA _S	91	0	0.68	0.36	0.15
DROIT _S	91	0	0.64	0.34	0.12
SWX _S	91	0	0.54	0.18	0.12
CODE _S	91	0	0.49	0.23	0.10
CODE _E	91	1.00	4.75	3.06	0.76

CODE: respect du CBP dans son ensemble, CA: organisation de la haute direction, DROIT: respect des droits des actionnaires, SWX: application de la DCG. L'indice E indique qu'ils sont agrégés par la méthode ELECTRE TRI (soit des indices ordinaux). L'indice S indique qu'ils sont agrégés par la somme pondérée (soit des indices continus).

Le tableau 47 indique les valeurs des coefficients de corrélation de Spearman entre les huit indices. Ces résultats montrent que les indices obtenus selon une même méthode d'agrégation, sont faiblement corrélés entre eux, soit entre 0.238 et 0.312 pour CA_E, DROIT_E et SWX_E et entre 0.322 et 0.428 pour CA_S, DROIT_S, SWX_S. Par contre, il existe une forte corrélation entre les indices globaux sur les codes et leurs indices CA, DROIT et SWX. Ce résultat s'explique par le fait que les indices

CODE_S et CODE_E sont obtenus à partir de leurs indices respectifs. Par contre, malgré le fait que leur méthode d'agrégation soit différente, les indices obtenus avec ELECTRE et les indices obtenus avec la moyenne, sont hautement corrélés entre eux, obtenant des coefficients de corrélations compris entre 0.805 et 0.923.

Tableau 47 Corrélation de Spearman entre les variables expliquées

	CA _E	DROIT _E	SWX _E	CODE _E	CA _S	DROIT _S	SWX _S	CODE _S
CA _E	1.000							
DROIT _E	.238(*)	1.000						
SWX _E	.312(**)	.240(*)	1.000					
CODE _E	.620(**)	.609(**)	.806(**)	1.000				
CA _S	.805(**)	.288(**)	.298(**)	.549(**)	1.000			
DROIT _S	.286(**)	.863(**)	.213(*)	.560(**)	.386(**)	1.000		
SWX _S	.407(**)	.311(**)	.923(**)	.824(**)	.428(**)	.322(**)	1.000	
CODE _S	.696(**)	.607(**)	.560(**)	.827(**)	.822(**)	.709(**)	.698(**)	1.000

* Coefficient de corrélation statistiquement significatif à 5%.

** Coefficient de corrélation statistiquement significatif à 1%.

CODE: respect du CBP dans son ensemble, CA: organisation de la haute direction, DROIT: respect des droits des actionnaires, SWX: application de la DCG. L'indice E indique qu'ils sont agrégés par la méthode ELECTRE TRI (soit des indices ordinaux). L'indice S indique qu'ils sont agrégés par la somme pondérée (soit des indices continus).

4.1.2 Variables explicatives

Les variables explicatives correspondent à l'évaluation du pouvoir des stakeholders ou selon notre approche, au pouvoir exercé sur l'entreprise par les mécanismes externes de gouvernance. Il s'agit des indices sur le pouvoir de l'actionnaire principal (AP), sur le pouvoir des autres actionnaires importants (AI), sur le logarithme de la capitalisation boursière en million de francs suisses (CAP) et sur le rapport entre les fonds étrangers et le total du bilan (FE). Le tableau 48 indique pour chacun d'eux, leur minimum, leur maximum, leur moyenne et leur écart-type. Ce tableau indique que pour notre échantillon sur l'année 2002, l'actionnaire le plus important détient jusqu'à 84.9% des droits de vote et que la moyenne est à environ 30%. Les autres actionnaires importants (ceux ayant au moins 5% des droits de vote) détiennent collectivement jusqu'à 37.3% des droits de vote, mais la valeur moyenne est inférieure à 9%. Les entreprises analysées ont des capitalisations boursières comprises entre 290 millions et 185 milliards de francs suisses. Leur pourcentage de capital étranger est compris entre 6.10% à 97.40% du total du bilan.

La moyenne élevée de cette valeur peut s'expliquer par la présence de banques dans l'échantillon.

Tableau 48 Analyse descriptive des variables explicatives

	N	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart-type
AP	91	0.00	84.90	30.43	24.41
AI	91	0.00	37.30	8.87	9.12
CAP	91	5.67	12.13	7.69	1.48
FE	91	6.10	97.40	63.04	23.75

Le pouvoir de l'actionnaire principal est noté AP, le pouvoir des autres actionnaires importants est noté AI, le pouvoir des créanciers est noté FE et le pouvoir des marchés est noté CAP.

Le tableau 49 indique les coefficients de corrélation de Spearman entre les 4 variables explicatives. Leurs valeurs indiquent qu'elles ne sont pas corrélées entre elles et donc qu'il n'y a pas de problème de multicollinéarité.

Tableau 49 Corrélation entre les variables explicatives

	AP	AI	CAP	FE
AP	1.000			
AI	.044	1.000		
CAP	.015	-.126	1.000	
FE	.016	-.169	.082	1.000

* Coefficient de corrélation statistiquement significatif à 5%.

** Coefficient de corrélation statistiquement significatif à 1%.

Le pouvoir de l'actionnaire principal est noté AP, le pouvoir des autres actionnaires importants est noté AI, le pouvoir des créanciers est noté FE et le pouvoir des marchés est noté CAP.

4.2 Résultats de la modélisation

La présentation des résultats obtenus pour la modélisation du système de gouvernance est divisée en deux étapes. La première est consacrée au respect des recommandations du CBP d'un point de vue global, donc pour les variables expliquées CODE_E et CODE_S. La deuxième étape met en évidence les particularités liées aux éléments qui composent le CBP, soit le respect des droits des actionnaires (DROIT), la qualité de l'organisation de la haute direction (DA) et l'application de la DCG (SWX).

4.2.1 Respect du Code suisse de bonne pratique d'Economiesuisse (CBP)

Concernant le respect global du CBP ($CODE_E$ et $CODE_S$), les résultats du tableau 50 confirment l'influence statistiquement significative du pourcentage de voix détenu par l'actionnaire principal, de la capitalisation boursière (CAP) et du ratio capital étranger sur capital total (FE). Les signes de ces coefficients confirment nos hypothèses sur l'influence de ces derniers. Ainsi, plus l'actionnaire principal (AP) est important, moins le conseil d'administration applique les recommandations du CBP. Par contre, plus la capitalisation boursière des entreprises est importante et plus la part de fonds étranger est élevée (FE), plus les recommandations du CBP sont respectées.

Cependant, les résultats non statistiquement significatifs du pourcentage des voix détenues par les autres actionnaires importants, ne permettant pas de conclure que la présence d'actionnaires importants au côté de l'actionnaire principal ait un effet positif ou négatif sur le respect de l'ensemble des recommandations du CBP.

Avec un R^2 ajusté de 0.509, la régression sur $CODE_S$ permet d'expliquer plus de la moitié de la variance sur l'application du CBP, indiquant la forte influence de ces trois variables sur le respect des recommandations du CBP. Cette valeur est plus faible pour la régression sur l'agrégation obtenue avec ELECTRE TRI, avec un R^2 ajusté de 0.251. Cette baisse du R^2 peut provenir du fait que la variable expliquée ($CODE_E$) corresponde dans ce dernier cas, à la moyenne des indices CA_E , $DROIT_E$ et SWX_E , qui sont évalués sur une échelle ordinale. Les valeurs de la statistique F sont significatives, indiquant que notre modèle est valide pour expliquer les variations des variables dépendantes.

Tableau 50 Résultats des régressions sur le respect du Code suisse de bonne pratique (CBP)

	CODE _E	CODE _S
Constante	4.096 (0.000)	0.488 (0.000)
AP	0.009 (0.011)	0.001 (0.000)
AI	0.011 (0.154)	0.001 (0.125)
CAP	-0.129 (0.004)	-0.033 (0.000)
FE	-0.010 (0.000)	-0.001 (0.000)
R² aj.	0.251	0.509
F	8.550 (0.000)	24.282 (0.000)
Type de régression	MCO	MCO

Régression linéaire de type moindre carré ordinaire. La première régression est effectuée sur l'évaluation du respect du CBP obtenue par la méthode d'agrégation ELECTRE TRI (CODE_E) et la deuxième sur l'indice obtenu par agrégation effectuée par l'utilisation de moyenne sur les variables identiques à la première (CODE_S). Les variables explicatives sont le pourcentage de vote détenu par l'actionnaire principal (AP), le pourcentage de voix détenu par les autres actionnaires importants (AI), l'importance de la capitalisation boursière (CAP), la proportion des fonds étrangers (FE). L'équation de la régression est la suivante : $GE_i = a_0 + a_1 * AP_i + a_2 * AI_i + a_3 * CAP_i + a_4 * FE_i + \text{résidu}_i$ (avec $i = 1, \dots, N$) où GE représente la valeur des indices de gouvernance. La probabilité critique associée à la stat-t des coefficients (ou *p-value*) est indiquée entre parenthèses.

4.2.2 Respect des droits des actionnaires, qualité de l'organisation de la haute direction et application de la DCG

Après l'étude de l'influence exercée par les stakeholders sur le respect du CBP dans son ensemble, l'analyse des résultats obtenus pour les trois éléments constituant le CBP : respect des droits des actionnaires, qualité de la haute direction et application de la DCG, permet d'affiner l'analyse de l'influence des stakeholders sur le conseil d'administration.

Des régressions de type moindre carré ordinaire (MCO) ont été appliquées pour les indices évalués sur une échelle continue (DROIT_S, CA_S, et SWX_S) et de type Probit multinomial pour les indices agrégés avec la méthode ELECTRE TRI (DROIT_E, CA_E et SWX_E). Les résultats obtenus se trouvent au tableau 51.

Concernant le respect des droits des actionnaires (DROIT_E et DROIT_S), les résultats indiquent que tous les coefficients des variables explicatives sont significatifs. Conformément aux résultats obtenus pour le CBP, les signes des paramètres sont positifs pour le pourcentage des droits de vote des actionnaires principaux et négatifs pour la taille de la capitalisation boursière et pour le

pourcentage de capital étranger. Par contre, la présence d'actionnaires importants aux côtés de l'actionnaire principal exerce une influence positive sur le respect des droits des actionnaires (DROIT). Les régressions portant sur le respect des droits des actionnaires obtiennent des R^2 ajustés importants, mais légèrement plus faibles que l'indice global sur le CBP, soit 0.440 pour DROIT_S et 0.124 pour DROIT_E.

Contrairement à l'indice sur le respect des droits des actionnaires, la présence d'autres actionnaires importants aux côtés de l'actionnaire principal a un effet négatif sur la qualité de l'organisation de la haute direction (CA). Mais il faut relever, que les p-values sont plus élevées que précédemment, avec des coefficients uniquement statistiquement significatifs à 6%. L'influence négative des actionnaires principaux est également significative à 6% pour la régression MCO, mais n'est plus significative pour la régression Probit multinomial. Les variables sur le pouvoir des marchés boursiers et de la dette sont par contre toujours largement significatifs et de signe négatif, indiquant qu'ils ont une influence positive sur la qualité de l'organisation de la haute direction. Les R^2 ajustés sont légèrement moins élevés que pour le respect des droits des actionnaires, avec des valeurs de 0.365 pour CA_S et de 0.106 pour CA_E.

Contrairement aux indices sur le respect des droits des actionnaires et de la qualité de l'organisation de la haute direction, l'indice sur le respect de l'application de la DCG évalue un aspect sur lequel les conseils d'administration sont soumis à des exigences précises d'un autre stakeholder : la bourse suisse. Cette marge de liberté moins importante est reflétée par un plus faible pouvoir explicatif de notre modèle, avec des R^2 ajustés de 0.191 pour SWX_S et de 0.060 pour SWX_E. Au niveau de l'influence des variables explicatives, le pouvoir des actionnaires principaux (AP) devient non significatif, tandis que le pouvoir des autres actionnaires (AI) exerce une influence négative sur l'application de la DCG. Les variables sur le pouvoir des marchés boursiers et de la dette exercent toujours une influence positive sur l'application de la DCG. Cependant le pouvoir des marchés boursiers (CAP) n'est significatif que pour la régression MCO.

Tableau 51 Résultats des régressions sur le respect des droits des actionnaires, la qualité de l'organisation de la haute direction et l'application de la DCG

	DROIT _E	DROIT _S	CA _E	CA _S	SWX _E	SWX _S
Constante	Const*	0.459 (0.000)	Const*	0.684 (0.000)	Const*	0.321 (0.000)
AP	0.018 (0.000)	0.002 (0.000)	0.005 (0.267)	0.001 (0.051)	0.008 (0.070)	0.001 (0.120)
AI	-0.029 (0.031)	-0.002 (0.047)	0.025 (0.054)	0.003 (0.052)	0.033 (0.009)	0.003 (0.012)
CAP	-0.256 (0.003)	-0.034 (0.000)	-0.201 (0.013)	-0.048 (0.000)	-0.073 (0.350)	-0.018 (0.006)
FE	-0.011 (0.030)	-0.001 (0.027)	-0.017 (0.001)	-0.002 (0.000)	-0.011 (0.025)	-0.001 (0.010)
R ² aj.	0.124	0.440	0.106	0.365	0.060	0.191
F		18.659 0.000		13.957 0.000		6.325 0.000
Type de régression	Probit	MCO	Probit	MCO	Probit	MCO

Les variables expliquées correspondent au respect des droits des actionnaires (DROIT), à la qualité de l'organisation de la haute direction (CA) et au respect l'application de la DCG (SWX). Les régressions sont de type moindre carré ordinaire (MCO) pour les indices évalués sur une échelle continue (CA_S, DROIT_S et SWX_S) et de type probit multinomial pour les indices agrégés avec la méthode Electre (CA_E, DROIT_E et SWX_E). Les variables explicatives sont le pourcentage de vote détenu par l'actionnaire principal (AP), le pourcentage de voix détenu par les autres actionnaires importants (AI), l'importance de la capitalisation boursière (CAP), la proportion des fonds étrangers (FE). L'équation de la régression est la suivante : $GE_i = a_0 + a_1 * AP_i + a_2 * AI_i + a_3 * CAP_i + a_4 * FE_i + \text{résidu}_i$ (avec $i = 1, \dots, N$), où GE représente la valeur des indices de gouvernance. La probabilité critique associée à la stat-t des coefficients (ou *p-value*) est indiquée entre parenthèses. Const* : les différentes constantes pour les régressions ordinales ne sont pas relevantes pour notre analyse. Afin de ne pas alourdir le tableau, elles ne sont pas reportées, mais sont disponibles auprès de l'auteur.

5 Conclusion

L'objectif de la partie V de notre recherche était d'analyser empiriquement l'influence et les interactions des pressions exercées par les principaux stakeholders sur les décisions du conseil d'administration en matière de gouvernance d'entreprise. En nous basant sur la théorie de l'agence, nous avons montré que l'application des mécanismes internes de gouvernance (l'organisation de l'entreprise) peut être assimilée à des coûts de dédouanement engagés par le conseil d'administration, suite aux pressions exercées par les mécanismes externes de la gouvernance (le pouvoir des stakeholders). Cette approche nous a permis de mesurer l'influence effective des stakeholders sur le conseil d'administration, en régressant les pouvoirs des différents stakeholders sur le niveau d'application des recommandations du CBP par l'entreprise.

Pour la première année d'application du CBP, nos résultats confirment qu'il existe un lien fort entre le pouvoir des stakeholders et la qualité des mécanismes internes de gouvernance d'entreprise. Conformément à nos hypothèses, cette influence varie en fonction des attentes des différents stakeholders. Ainsi, l'importance de la capitalisation boursière et une forte proportion de capital étranger ont une influence positive sur la qualité de la gouvernance d'entreprise, alors que la présence d'un actionnaire principal important limite au contraire l'application des recommandations du CBP. L'influence de la présence d'autres actionnaires détenant une participation importante à côté de l'actionnaire principal, varie en fonction de l'aspect en question. Leur présence est positive pour la protection des droits des actionnaires, mais négative pour la qualité de l'organisation de la haute direction et pour l'application de la DCG. Ces résultats confirment clairement que les actionnaires principaux jouent un rôle particulier dans le domaine de la gouvernance d'entreprise. Leur réticence face à l'application d'une meilleure gouvernance laisse supposer qu'ils bénéficient d'avantages, financiers ou non, qu'ils ne désirent pas perdre ou partager avec les autres stakeholders, suite à un meilleur respect du principe « une action – une voix » ou encore à une plus forte indépendance du conseil d'administration.

Les résultats confirment également que l'influence positive ou négative des différents stakeholders est élevée sur les mécanismes dont l'application dépend de la bonne volonté des entreprises (principe de la soft law), tels que les recommandations du CBP sur la qualité de l'organisation de la haute direction ou sur le respect des droits des actionnaires. Alors que leur influence est plus faible sur le niveau d'application de la DCG, qui même si elle laisse une marge de liberté importante aux entreprises, peut sanctionner les entreprises en cas de non respect des exigences de base. La comparaison de l'évolution des résultats de ces deux types d'approches, en fonction du pouvoir des différents stakeholders, pourrait ainsi apporter de précieuses informations sur leur efficacité respective dans le cadre de la Suisse.

Conclusion générale

La fin des années 2000 a été marquée par la publication de nombreux codes nationaux de bonne pratique en matière de gouvernance. La Suisse ne s'est préoccupée que relativement tardivement des problèmes liés à la gouvernance d'entreprise, avec l'application en 2002 de la DCG et la publication du CBP. Une des raisons invoquées pour ce retard était que l'actionnariat concentré des entreprises suisses ne correspondait pas à la situation décrite par l'approche anglo-saxonne de la gouvernance, basée sur les conflits d'agence entre les actionnaires et le dirigeant.

Dans cette problématique liée à la présence d'actionnaires de contrôle au sein des entreprises suisses, l'objectif de notre recherche était de parvenir à mesurer l'influence des actionnaires principaux sur la qualité de la gouvernance des entreprises suisses. Pour y parvenir, nous avons alors procédé à une approche exploratoire de la situation suisse.

La partie I de notre recherche est ainsi consacrée à la présentation des origines et de l'évolution de la gouvernance d'entreprise dans le monde, et plus particulièrement dans le cas de la Suisse. Cette première partie permet d'indiquer que l'approche appliquée en Suisse, avec la DCG et le CBP, s'intègre dans un mouvement de pensées touchant les principales places financières mondiales. Ces documents prennent cependant en considération les spécificités suisses, telles que le cadre légal, mais restent cependant relativement discrets sur la problématique du pouvoir des actionnaires principaux.

La partie II traite de l'évaluation de la structure de propriété des entreprises suisses cotées, et plus particulièrement du pouvoir de leur actionnaire principal. Les comparaisons internationales montrent que les entreprises suisses sont fréquemment dominées par un actionnaire détenant une proportion importante des droits de vote. Dans cette optique, nous avons procédé à l'analyse de la structure de propriété des entreprises suisses. Après avoir dressé le cadre légal suisse en rapport avec la structure de propriété des sociétés cotées, nous avons présenté les conflits d'intérêts pouvant opposer l'actionnaire principal aux autres actionnaires. L'analyse approfondie de la structure de propriété et de pouvoir des entreprises, effectuée en

fonction de la structure de l'actionnariat et de l'organisation de l'entreprise, a montré que le pouvoir de l'actionnaire principal est fréquemment amplifié par l'application de mécanismes contraires au principe « une action – une voix ». Ces mécanismes de différenciation se basent principalement sur des clauses spécifiques des statuts des entreprises, telles que l'existence d'actions à droit de vote privilégié, mais rarement sur des prises de participation sur les marchés boursiers, telles que des structures pyramidales. Nos résultats permettent également d'indiquer que l'actionnaire principal détient à lui seul la majorité absolue du total des voix dans environ 45% des sociétés analysées.

Dans la partie III de notre recherche, nous avons analysé le pouvoir des actionnaires principaux dans le cadre de l'exercice des droits de vote aux assemblées générales. Cette analyse a été rendue possible grâce à la création et à l'envoi de questionnaires aux entreprises cotées à la bourse suisse. Le taux de réponse a été exceptionnellement élevé, soit plus de 90%. Les résultats obtenus indiquent qu'en moyenne moins de 60% des droits de vote totaux sont exercés aux assemblées générales, mais que le taux d'exercice augmente fortement en cas de cumul de différents types d'actions. Il passe ainsi de 52% en moyenne pour les entreprises avec un seul type d'action, à 76% lorsque le capital de l'entreprise est constitué de plusieurs types d'actions. Si comme déjà mentionné, l'actionnaire principal détient à lui seul la majorité absolue du total des voix dans 45% des sociétés de notre échantillon, nos résultats indiquent qu'ils détiennent la majorité absolue des voix exercées à l'assemblée générale, dans 56% des entreprises.

Après avoir confirmé et mesuré la domination des entreprises par les actionnaires principaux dans les parties II et III, la partie IV est quant à elle consacrée au développement de méthodes d'évaluation de la qualité de la gouvernance des entreprises. Ces méthodes doivent permettre de mesurer, le plus objectivement possible, la situation propre à chaque entreprise, afin d'obtenir des indices reflétant au mieux leur situation. Pour cette raison, après avoir défini les éléments pertinents pour évaluer la qualité de la gouvernance des entreprises, nous avons agrégé les évaluations des différentes entreprises au moyen de la méthode d'agrégation partielle ELECTRE TRI. Pour la période avant l'application de la DCG, comme nous n'avons pas suffisamment d'informations à disposition pour évaluer le

respect du CBP, l'analyse des entreprises a été effectuée pour la période 1997 à 2001, en fonction de la transparence de leur rapport annuel. Les résultats obtenus montrent que la transparence augmente d'année en année, mais que la transparence est très fortement liée aux différentes exigences des normes comptables appliquées par les entreprises, et ceci également concernant la publication d'informations volontaires. Pour l'année 2002, nous avons pu évaluer la qualité de la gouvernance des entreprises en fonction de l'application des recommandations du CBP. Les résultats obtenus indiquent qu'il existe de fortes variations entre les différentes entreprises, mais que contrairement à l'approche utilisée pour les années précédentes, ces derniers ne dépendent plus de la sévérité des normes comptables appliquées par les entreprises.

Grâce à ces différents résultats, nous avons pu mesurer à la partie V de notre recherche, l'influence des actionnaires principaux sur la qualité de la gouvernance des entreprises suisses. En nous basant sur la théorie de l'agence, nous avons montré que l'application des mécanismes internes de gouvernance (correspondant à l'organisation de l'entreprise) peut être assimilée à des coûts de dédouanement engagés par le conseil d'administration, suite aux pressions exercées par les mécanismes externes de la gouvernance (correspondant au pouvoir des différents stakeholders). Grâce à cette approche permettant de définir le système de gouvernance des entreprises, nous avons pu mesurer l'influence effective des stakeholders sur la qualité de la gouvernance d'entreprise. Cette mesure a ainsi été obtenue en régressant les pouvoirs des différents stakeholders sur le niveau d'application par les entreprises, des recommandations du CBP. Les résultats pour l'année 2002 confirment l'existence de liens forts entre le pouvoir des stakeholders et l'application des recommandations du CBP. Cette influence varie en fonction des attentes et du pouvoir des différents stakeholders. Ainsi, l'importance de la capitalisation boursière et une forte proportion de capital étranger ont une influence positive sur la qualité de la gouvernance d'entreprise, tandis que la présence d'un actionnaire principal important limite au contraire l'application des recommandations du CBP. Ces résultats confirment que les actionnaires principaux jouent un rôle particulier parmi les stakeholders, dans le domaine de la gouvernance d'entreprise. Leur réticence face à l'application d'une meilleure gouvernance laisse supposer qu'ils bénéficient d'avantages, financiers ou non, qu'ils ne désirent pas partager avec les

autres stakeholders, suite par exemple, à un meilleur respect du principe « une action – une voix » ou encore à une plus forte indépendance du conseil d'administration. Ce comportement peut laisser penser que les avantages qu'ils pourraient obtenir suite à une meilleure gouvernance, ne compenseraient pas leurs avantages actuels dans l'entreprise.

Ces résultats permettent d'apporter une explication au comportement adopté par les entreprises vis-à-vis de la gouvernance. Conformément à la théorie de l'agence développée par Jensen et Meckling, l'entreprise doit donc être appréhendée comme un noeud de contrats entre les différents stakeholders. L'espace discrétionnaire des dirigeants est alors déterminé par l'équilibre des pouvoirs des différents stakeholders. Cet espace discrétionnaire va ainsi être reflété par l'application des mécanismes internes de gouvernance. La gouvernance d'entreprise doit donc être considérée comme un système, composé de mécanismes de types interne et externe, ainsi que de leurs interactions. L'évolution de la qualité de la gouvernance d'une entreprise est provoquée par la modification de l'équilibre des pouvoirs des différents stakeholders. Ce constat implique, que pour améliorer la qualité de la gouvernance, il est nécessaire de modifier cet équilibre en augmentant le contrôle potentiel sur le conseil d'administration de la part des stakeholders, autres que l'actionnaire principal. L'application de la DCG en est un exemple. En diminuant l'asymétrie d'informations, les stakeholders (les actionnaires principaux mis à part) ont pu contrôler plus efficacement les agissements du conseil d'administration et ainsi faire augmenter la qualité de la gouvernance des entreprises. Suite aux résultats obtenus lors de notre recherche, il serait intéressant de mesurer l'influence de la modification des pouvoirs des différents stakeholders, sur l'évolution de la qualité de la gouvernance des entreprises au cours des dernières années.

Annexes

Annexe 1. Liste des entreprises analysées dans la partie II

1 Accu Holding	31 Galenica	61 Phonak Holding
2 Adecco Holding	32 Gavazzi	62 Publigroupe
3 Affiche Holding	33 Golay Buchel Holding	63 Richemont
4 Agie Charmilles Holding	34 Gurit-Heberlein	64 Rieter Holding
5 Ascom Holding	35 Henniez	65 Roche Holding
6 Asklia Holding	36 Hero	66 Sarna Plastiques Holding
7 Aar et Tessin	37 Holcim Ltd	67 Scana
8 Baumgartner	38 Huber + Suhner	68 Schindler Holding
9 Belimo Holding	39 Interroll	69 Schlatter Holding
10 Bell Holding	40 Intershop Holding	70 Schweiter Technologies
11 Bobst Group	41 IVF Hartmann	71 Serono
12 Bossard Holding	42 Kaba Holding	72 SEZ Holding
13 Bucher Industries	43 Kardex	73 SGS Holding
14 Calida Holding	44 Komax Holding	74 SIG Holding
15 Canon	45 Kühne & Nagel International	75 Sihl
16 Cementia	46 Kuoni Voyage Holding	76 Sika
17 Ciba Spécialités Chimiques	47 Leclanché	77 Starr-Heckert Holding
18 CKW	48 Lindt & Sprüngli	78 Sulzer
19 Clariant	49 Logitech International	79 Swatch Group Ltd.
20 COS Computer Systems	50 Maag Holding	80 Swisslog Holding
21 Crossair	51 Metall Zug	81 UMS Holding
22 Dätwyler Holding	52 CFM	82 Tecan Group Ltd.
23 Disetronic Holding	53 Mikron Holding	83 Valora Holding
24 Edipresse	54 Mövenpick	84 Vetropack Holding
25 Eichhof Holding	55 Motor-Colombus	85 Villars Holding
26 Ems-Chemie Holding	56 Nestlé	86 Von Roll Holding
27 Escor	57 Novartis	87 WMH Holding
28 Esec Holding	58 Orell Füssli Holding	88 Zehnder Group
29 Georg Fischer	59 Pelikan Holding	89 Zellweger Luwa
30 Forbo Holding	60 Phoenix Mecano	90 Zschokke Holding

Annexe 2 Classification des entreprises selon le niveau de vote l'actionnaire principal et influences sur les mécanismes de différenciation

Type de concentration	1997					1998					1999					2000					2001				
	N	Min	Max	Moy.	Ecart-type	N	Min	Max	Moy.	Ecart-type	N	Min	Max	Moy.	Ecart-type	N	Min	Max	Moy.	Ecart-type	N	Min	Max	Moy.	Ecart-type
Actionnaire principal détenant plus de 50% des voix totales	43	50.00	98.30	63.65	12.11	40	50.00	98.30	64.21	12.34	41	50.00	98.30	64.32	12.84	41	50.00	98.30	64.13	13.43	41	50.01	98.30	63.89	12.78
	43	0.00	36.60	4.61	9.30	40	0.00	36.60	4.63	9.51	41	0.00	36.60	5.75	9.18	41	0.00	40.10	5.33	9.34	41	0.00	40.10	7.16	10.99
	43	1.00	57.82	3.64	8.90	40	1.00	57.82	3.86	9.21	41	1.00	57.82	3.89	8.99	41	1.00	57.82	3.99	9.04	41	1.00	57.82	4.17	9.58
	43	3.64	20.00	12.58	5.51	40	3.64	20.00	12.80	5.64	41	3.64	20.00	13.40	5.64	41	3.64	20.00	13.48	5.67	41	3.64	20.00	13.50	5.66
	43	0.00	1.00	0.81	0.39	40	0.00	1.00	0.80	0.41	41	0.00	1.00	0.73	0.45	41	0.00	1.00	0.68	0.47	41	0.00	1.00	0.68	0.47
	43	0.00	1.00	0.51	0.51	40	0.00	1.00	0.48	0.51	41	0.00	1.00	0.46	0.50	41	0.00	1.00	0.41	0.50	41	0.00	1.00	0.41	0.50
	43	0.00	1.00	0.19	0.39	40	0.00	1.00	0.15	0.36	41	0.00	1.00	0.15	0.36	41	0.00	1.00	0.15	0.36	41	0.00	1.00	0.15	0.36
Actionnaire principal détenant entre 10 et 50% des voix totales	43	0.00	1.00	0.20	0.40	40	0.00	1.00	0.26	0.44	41	0.00	1.00	0.38	0.48	41	0.00	1.00	0.37	0.49	41	0.00	1.00	0.39	0.49
	43	0.00	1.00	0.40	0.47	40	0.00	1.00	0.34	0.46	41	0.00	1.00	0.27	0.43	41	0.00	1.00	0.23	0.40	41	0.00	1.00	0.23	0.40
	31	10.80	49.00	26.94	8.63	34	10.80	48.70	28.47	8.17	35	10.50	49.60	25.97	5.76	35	10.80	43.50	24.67	5.24	39	10.00	41.20	22.41	5.61
	31	0.00	40.00	15.36	4.78	34	0.00	54.80	12.91	4.47	35	0.00	54.80	16.64	5.70	35	0.00	49.90	16.73	7.38	39	0.00	49.90	15.85	5.17
	31	0.01	0.94	0.31	0.22	34	0.00	0.93	0.35	0.24	35	0.00	0.96	0.29	0.14	35	0.00	0.72	0.25	0.13	39	0.01	0.54	0.21	0.11
	31	5.00	20.00	16.10	6.14	34	5.00	20.00	16.77	5.76	35	5.00	20.00	17.04	5.64	35	5.00	20.00	17.27	6.11	39	5.00	20.00	18.15	5.92
	31	0.00	1.00	0.52	0.52	34	0.00	1.00	0.39	0.51	35	0.00	1.00	0.31	0.52	35	0.00	1.00	0.29	0.47	39	0.00	1.00	0.21	0.40
Pas d'actionnaire détenant plus de 10% des voix totales	31	0.00	1.00	0.26	0.52	34	0.00	1.00	0.12	0.43	35	0.00	1.00	0.14	0.42	35	0.00	1.00	0.11	0.40	39	0.00	1.00	0.10	0.40
	31	0.00	1.00	0.58	0.53	34	0.00	1.00	0.53	0.52	35	0.00	1.00	0.54	0.53	35	0.00	1.00	0.57	0.50	39	0.00	1.00	0.59	0.52
	31	0.00	1.00	0.11	0.21	34	0.00	1.00	0.19	0.33	35	0.00	1.00	0.26	0.35	35	0.00	1.00	0.21	0.25	39	0.00	1.00	0.16	0.34
	31	0.00	1.00	0.34	0.50	34	0.00	1.00	0.31	0.50	35	0.00	1.00	0.33	0.50	35	0.00	1.00	0.27	0.40	39	0.00	1.00	0.29	0.30
	16	0.00	9.90	3.85	3.61	16	0.00	9.90	3.69	3.28	14	0.00	9.50	4.58	3.23	14	0.00	8.10	4.01	2.72	10	0.00	5.40	1.64	2.27
	16	0.00	10.00	2.67	3.53	16	0.00	48.00	6.39	12.76	14	0.00	22.90	4.71	8.15	14	0.00	15.00	4.02	5.85	10	0.00	5.30	0.96	2.04
	16	0.00	0.11	0.02	0.04	16	0.00	0.06	0.02	0.02	14	0.00	0.10	0.03	0.03	14	0.00	0.07	0.02	0.02	10	0.00	0.06	0.01	0.02
Pas d'actionnaire détenant plus de 10% des voix totales	16	6.56	20.00	18.58	3.58	16	15.00	20.00	19.69	1.25	14	15.00	20.00	19.64	1.34	14	15.00	20.00	19.64	1.34	10	20.00	20.00	20.00	0.00
	16	0.00	1.00	0.31	0.48	16	0.00	1.00	0.19	0.40	14	0.00	1.00	0.07	0.27	14	0.00	1.00	0.07	0.27	10	0.00	0.00	0.00	0.00
	16	0.00	0.00	0.00	0.00	16	0.00	0.00	0.00	0.00	14	0.00	0.00	0.00	0.00	14	0.00	0.00	0.00	0.00	10	0.00	0.00	0.00	0.00
	16	0.00	1.00	0.81	0.40	16	0.00	1.00	0.88	0.34	14	0.00	1.00	0.93	0.27	14	0.00	1.00	0.93	0.27	10	0.00	1.00	0.90	0.32
	16	0.00	1.00	0.06	0.25	16	0.00	1.00	0.13	0.34	14	0.00	1.00	0.07	0.27	14	0.00	1.00	0.07	0.27	10	0.00	0.00	0.00	0.00
	16	0.00	1.00	0.19	0.40	16	0.00	1.00	0.31	0.48	14	0.00	1.00	0.36	0.50	14	0.00	1.00	0.29	0.47	10	0.00	1.00	0.20	0.42
	16	0.00	1.00	0.19	0.40	16	0.00	1.00	0.31	0.48	14	0.00	1.00	0.36	0.50	14	0.00	1.00	0.29	0.47	10	0.00	1.00	0.20	0.42

Annexe 3 Copie du questionnaire francophone envoyé aux entreprises

Université de Fribourg - Séminaire de gestion financière
Prof. Dr. Max Boemle Prof. Dr. Jacques Pasquier-Dorthe

Enquête sur la représentation à l'assemblée générale 2002

Nom de la société :

Adresse de la personne de contact :

.....

Téléphone : Fax :

E-mail :

Le questionnaire est à retourner jusqu'au 10 janvier 2003 à l'adresse suivante :

Université de Fribourg
Séminaire de gestion financière
Prof. Dr. Jacques Pasquier-Dorthe
Av. de l'Europe 20
1700 Fribourg

Personne de contact : Florent Ledentu
Tél. : 026/300.82.48 Fax : 026/300.97.92
E-mail : florent.ledentu@unifr.ch

Nom de la société :

1. Structure des droits de vote de la société à la date de l'assemblée générale 2002

	Actions au porteur	Actions nominatives		Total	
		À fr.	À fr.		
Nombre total de voix					L1
Nombre de voix des actions propres					L2
Nombre de voix des actions dispo (non inscrites)					L3 ^a
Nombre d'actions sans droit de vote dû à des limitations de vote ou d'inscription					L4 ^a
Nombre de voix maximal possible lors de l'assemblée générale					L5 ^b

^a L3 et L4 selon les informations disponibles

^b L5 = L1 - L2 - L3 - L4

2. Structure des droits de vote effectivement présents ou représentés à l'assemblée générale 2002

	Actions au porteur	Actions nominatives		Total	
		À fr.	À fr.		
Total des voix représentées à l'assemblée générale					L6 ^c
Nombre de droits de vote représentés directement par les actionnaires					L7
Nombre de voix représentées par les organes (CO 689 c)					L8
Nombre de voix représentées par une personne indép. de la société (CO 689 c)					L9
Nombre de voix représentées par un dépositaire (CO 689 d)					L10

Nombre des actionnaires présents à l'assemblée générale		L11
---	--	-----

^c L6 = L7 + L8 + L9 + L10

Annexe 4 Liste des entreprises analysées dans la partie III

1	Accu Holding SA	38	Sources Minérales Henniez SA	75	Schweiter Technologies AG
2	Adecco SA Holding	39	Hero	76	Serono SA
3	Affichage Holding	40	Holcim Ltd	77	SEZ Holding SA
4	Agefi Groupe SA	41	Huber + Suhner SA	78	SGS Holding SA
5	Agie Charmilles Holding SA	42	Interroll Holding SA	79	SIG Holding SA
6	Lonza Group SA	43	Intershop Holding SA	80	Sihl
7	Ascom Holding SA	44	IVF Hartmann SA	81	Sika AG
8	Askia Holding AG	45	Jelmoli Holding SA	82	Starrag-Heckert Holding AG
9	Aar et Tessin SA	46	Kaba Holding AG	83	Sulzer SA
10	Bachem AG	47	Kardex Remstar International Gruppe	84	The Swatch Group Ltd.
11	Baumgartner Papiers Holding SA	48	Komax Holding AG	85	Swisscom SA
12	Belimo Holding AG	49	Kühne & Nagel International AG	86	Swisslog Holding AG
13	Bell Holding SA	50	Kuoni Voyage Holding SA	87	UMS Holding SA
14	Bobst Group SA	51	Lechanché SA	88	Tecan Group Ltd.
15	Bossard Holding SA	52	Lindt & Sprüngli SA	89	Valora Holding SA
16	Bucher Industries SA	53	Logitech International SA	90	Vetropack Holding SA
17	Calida Holding SA	54	Maag Holding SA	91	Villars Holding SA
18	Canon SA	55	METALL ZUG AG	92	Von Roll Holding SA
19	Ciba Spécialités Chimiques SA	56	CFM	93	WMH Holding SA
20	CKW	57	Mikron Holding AG	94	Zehnder Group SA
21	Clariant SA	58	Mövenpick Holding	95	Zellweger Luwa SA
22	COS Computer Systems AG	59	Motor-Colombus SA	96	Zschokke Holding Sa
23	Swiss International Air Lines Ltd.	60	Nestlé SA	97	UBS SA
24	Dätwyler Holding SA	61	Novartis AG	98	Crédit Suisse Group
25	Disetronic Holding SA	62	Orell Füssli Holding AG	99	Banque Cantonale Bernoise
26	Edipresse SA	63	Pelikan Holding SA	100	Valiant Holding
27	Eichhof Holding SA	64	Phoenix Mecano SA	101	BCV
28	Ems-Chemie Holding AG	65	Phonak Holding SA	102	Banque Cantonale de St-Gall
29	Escor Casinos & Entertainment SA	66	Publigroupe SA	103	Luzerner Kantonalbank
30	Esec Holding SA	67	Compagnie Financière Richemont SA	104	Vontobel Holding AG
31	REG AG	68	Rieter Holding SA	105	Bank Linth
32	Georg Fischer SA	69	Roche Holding SA	106	Julius Baer Holding AG
33	Forbo Holding SA	70	Saia-Burgess Electronics Holding AG	107	Rentenanstalt/Swisslife
34	Galenica SA	71	Sarna Plastiques Holding SA	108	Zurich Financial Services Group
35	Carlo Gavazzi AG	72	Scana Holding AG	109	Compagnie Suisse de Réassurances
36	Golay Buchel Holding SA	73	Schindler Holding AG	110	Bâloise-Holding AG
37	Gurit-Heberlein AG	74	Schlatter Holding SA	111	Compagnie d'assurances Nationale Suisse

Annexe 5 Tableau récapitulatif des résultats de l'enquête

Parties	Aspects	Critères selon la structure des actions des sociétés	Nombre d'entreprises	Moyenne des voix exercées en %	Voix exercées par les actionnaires en %	C3 en % de C2	Voix exercées par les organes en %	C5 en % de C2	Voix exercées par un indépendant en %	C7 en % de C2	Voix exercées par un dépositaire en %	C9 en % de C2
			C1	C2	C3	C4	C5	C6	C7	C8	C9	C10
I. Exercice des voix a l'AG	A. Exercice des voix par rapport aux voix globales	1. Au niveau global	101	58	41	71	11	19	3	6	2	4
		2. Entreprise avec 1 seul type d'actions	72	52	35	68	10	20	4	8	2	3
		3. Entreprises avec 2 types d'actions	21	76	59	78	13	17	2	2	2	3
		4. Entreprises avec des actions et des bons	8	72	49	68	15	20	1	1	8	11
	B. Capital correspondant aux voix exercées	1. Au niveau global	101	54	37	68	11	20	4	7	3	5
		2. Entreprise avec 1 seul type d'actions	72	52	35	68	10	20	4	8	2	3
		3. Entreprises avec 2 types d'actions	21	57	40	70	10	18	3	5	4	7
		4. Entreprises avec des actions et des bons	8	68	45	66	14	21	1	1	8	12
II. Exercice des voix des actions au porteur	A. Exercice des voix par rapport aux voix globales	1. Au niveau global	35	28	17	61	3	12	3	11	5	17
		2. Entreprise avec 1 seul type d'actions	9	52	36	70	1	1	8	16	7	13
		3. Entreprises avec 2 types d'actions	21	16	10	64	2	14	1	9	2	13
		4. Entreprises avec des actions et des bons	5	36	11	31	12	34	1	2	13	34
	B. Capital correspondant aux voix exercées	1. Au niveau global	35	35	21	60	4	12	4	11	6	17
		2. Entreprise avec 1 seul type d'actions	9	52	36	70	1	1	8	16	7	13
		3. Entreprises avec 2 types d'actions	21	27	16	60	4	15	3	10	4	15
		4. Entreprises avec des actions et des bons	5	43	17	39	13	29	1	2	13	30
	C. Exercice des voix par rapport aux actions au porteur	1. Au niveau global	35	46	27	60	7	15	5	10	7	15
		2. Entreprise avec 1 seul type d'actions	9	52	36	70	1	1	8	16	7	13
		3. Entreprises avec 2 types d'actions	21	41	24	58	8	19	4	10	5	13
		4. Entreprises avec des actions et des bons	5	55	27	50	13	24	1	2	14	25
III. Exercice des voix des actions nominatives	A. Exercice des voix par rapport aux voix globales	1. Au niveau global	90	55	40	73	11	21	3	5	1	1
		2. Entreprise avec 1 seul type d'actions	63	52	35	68	12	23	4	7	1	2
		3. Entreprises avec 2 types d'actions	21	60	49	81	11	18	0	0	0	0
		4. Entreprises avec des actions et des bons	6	66	56	85	9	14	0	0	0	1
	B. Capital correspondant aux voix exercées	1. Au niveau global	90	47	33	71	10	22	3	6	1	2
		2. Entreprise avec 1 seul type d'actions	63	52	35	68	12	23	4	7	1	2
		3. Entreprises avec 2 types d'actions	21	30	24	79	6	21	0	0	0	0
		4. Entreprises avec des actions et des bons	6	55	46	83	8	15	0	1	0	1
	C. Exercice des voix par rapport aux actions nominatives	1. Au niveau global	90	64	48	75	13	20	3	4	1	1
		2. Entreprise avec 1 seul type d'actions	63	52	35	68	12	23	4	7	1	2
		3. Entreprises avec 2 types d'actions	21	96	79	83	16	17	0	0	0	0
		4. Entreprises avec des actions et des bons	6	86	76	88	10	11	0	0	0	0

Annexe 6. Liste des entreprises analysées dans la partie IV (pour les années 1997 à 2001)

1 Accu Holding	32 Galenica	63 Publigroupe
2 Adecco Holding	33 Gavazzi	64 Richemont
3 Affiche Holding	34 Golay Buchel Holding	65 Rieter Holding
4 Agie Charmilles Holding	35 Gurit-Heberlein	66 Roche Holding
5 Ascom Holding	36 Henniez	67 Saia-Burges
6 Asklia Holding	37 Hero	68 Sarna Plastiques Holding
7 Aar et Tessin	38 Holcim Ltd	69 Scana
8 Bachem	39 Huber + Suhner	70 Schindler Holding
9 Baumgartner	40 Interroll	71 Schlatter Holding
10 Belimo Holding	41 Intershop Holding	72 Schweiter Technologies
11 Bell Holding	42 IVF Hartmann	73 Sero
12 Bobst Group	43 Kaba Holding	74 SEZ Holding
13 Bossard Holding	44 Kardex	75 SGS Holding
14 Bucher Industries	45 Komax Holding	76 SIG Holding
15 Calida Holding	46 Kühne & Nagel International	77 Sihl
16 Canon	47 Kuoni Voyage Holding	78 Sika
17 Cementia	48 Leclanché	79 Starr-Heckert Holding
18 Ciba Spécialités Chimiques	49 Lindt & Sprüngli	80 Sulzer
19 CKW	50 Logitech International	81 Swatch Group Ltd.
20 Clariant	51 Maag Holding	82 Swisscom
21 COS Computer Systems	52 Metall Zug	83 Swisslog Holding
22 Crossair	53 CFM	84 UMS Holding
23 Dätwyler Holding	54 Mikron Holding	85 Tecan Group Ltd.
24 Disetronic Holding	55 Mövenpick	86 Valora Holding
25 Edipresse	56 Motor-Colombus	87 Vetropack Holding
26 Eichhof Holding	57 Nestlé	88 Villars Holding
27 Ems-Chemie Holding	58 Novartis	89 Von Roll Holding
28 Escor	59 Orell Füssli Holding	90 WMH Holding
29 Esec Holding	60 Pelikan Holding	91 Zehnder Group
30 Georg Fischer	61 Phoenix Mecano	92 Zellweger Luwa
31 Forbo Holding	62 Phonak Holding	93 Zschokke Holding

Les entreprises Bachem, Saia-Burges et Swisscom ne faisaient pas partie de l'échantillon de la partie II, pour des raisons de disponibilité d'informations

Annexe 7. Paramètres pour l'application de la méthode ELECTRE TRI pour la période 1997-2001

Etats financiers		Profil de référence				Seuil	
	Critères	1	2	3	4	de préf.	de veto
1	États vérifiés	5	5	5	5	0.5	1.5
2	Normes comptables	7	7	7	4	1.8	5.4
3	3 mois	5	5	5	0	2.1	6.3
4	Changements comptables	10	10	10	10	1.1	3.3
5	Rapports intermédiaires	7	5	4	1.4	2.4	7.2
6	Consolidations	5	5	4	4	0.8	2.4
7	Informations sectorielles	15	13	11	8	3.4	10.2
8	Bilan	23	22	20	19	2.8	8.4
9	Compte de résultat	10	8	7	7	1.4	4.2
10	Instruments financiers	4	3	2	1	1.3	3.9

Prévisions		Profil de référence				Seuil	
	Critères	1	2	3	4	de préf.	de veto
1	Informations sur l'entreprise	8	7	6	5	1.3	3.9
2	Informations historiques	10	10	6	4	3.3	9.9
3	Informations prévisionnelles	15	12	9	8	3.1	9.3
4	Analyse et discussion de la direction	7	6	5	4	1.4	4.2
5	Recherche et développement	4	4	3	2	1.1	3.3
6	Informations boursières	10	8	6	4	2.6	7.8

Gouvernance		Profil de référence				Seuil	
	Critères	1	2	3	4	de préf.	de veto
1	Structure d'un groupe de société	2.6	2.3	2.0	1.6	0.5	1.6
2	Structure de l'actionariat	4.2	3.7	2.8	2.0	1.0	3.0
3	Conseil d'administration	3.0	2.5	1.5	1.5	0.8	2.4
4	Politique de dividendes	2.8	2.3	1.5	1.4	0.7	2.1
5	Politique d'information	4.1	3.6	2.9	2.1	1.0	3.1

Annexe 8. Liste des entreprises analysées dans la partie IV (pour l'année 2002)

1.	ABB	47.	OZ Holding
2.	Actelion	48.	Pargesa
3.	Adecco	49.	Phoenix Mecano
4.	Affichage	50.	Phonak
5.	Allreal	51.	PSP Swiss Property
6.	Bachem	52.	Publigroupe
7.	Baloise Holdings	53.	Real Estate Group
8.	Banque Cantonale Vaudoise	54.	Richemont
9.	Baselland Kantonal Bank	55.	Rieter
10.	Basler Kantonal Bank	56.	Roche
11.	Berna Biotech	57.	Saia-Burgess
12.	Berner Kantonal Bank	58.	Sarasin
13.	Bobst	59.	Sarna
14.	Bucher	60.	Saurer
15.	Ciba SC	61.	Schindler
16.	Clariant	62.	Serono
17.	Converium	63.	SEZ
18.	Coop Bank	64.	SGS
19.	Credit Suisse Group	65.	Siegfried
20.	Edipresse	66.	Sig Holding
21.	EMS Chemie	67.	Sika Finanz Ag
22.	Forbo	68.	St. Galler Kantonalbank
23.	Galenica	69.	Straumann
24.	Geberit	70.	Sulzer
25.	Georg Fischer	71.	Swatch Group
26.	Givaudan	72.	Swiss First
27.	Gurit Heberlein	73.	Swiss Life
28.	Helvetia Patria	74.	Swiss Prime Site
29.	Holcim	75.	Swiss Re
30.	Jelmoli	76.	Swisscom
31.	Julius Baer	77.	Swisslog
32.	Kaba	78.	Syngenta
33.	Kudelski	79.	Synthes Stratec
34.	Kuehne & Nagel	80.	Tamedia
35.	Kuoni	81.	Tecan
36.	Leica Geosystems	82.	UBS
37.	Liechtensteinische Landesbank	83.	Unaxis
38.	Lindt & Spruengli	84.	Valiant
39.	Logitech	85.	Valora
40.	Lonza	86.	Voegelé
41.	Luzerner Kantonalbank	87.	Vontobel
42.	Micronas	88.	VP Bank
43.	Nationale Suisse Assurances	89.	Zublin Immobilien
44.	Nestlé	90.	Zuger Kantonalbank
45.	Nobel Biocare	91.	Zurich Financial Services
46.	Novartis		

Annexe 9. Application de la DCG

1. Structure du groupe et actionnariat	1.1 Structure du groupe
	1.2 Actionnariat important
	1.3 Participations croisées supérieures à 5 %
2. Structure du capital	2.1 Capital
	2.2 Capital autorisé et conditionnel
	2.3 Modification du capital
	2.4 Actions et bons de participation
	2.5 Bons de jouissance
	2.6 Restrictions de transfert et inscriptions des nommées
	2.7 Emprunts convertibles et options
3. Conseils d'administration	3.1 Membres du conseil d'administration
	3.2 Autres activités et groupements d'intérêt
	3.3 Interdépendances entre les administrateurs
	3.4 Élection et durée du mandat
	3.5 Organisation interne (méthode de travail)
	3.6 Compétences
	3.7 Instruments d'information et de contrôle à l'égard de la direction générale
4. Direction générale	4.1 Membres de la direction générale
	4.2 Autres activités et groupements d'intérêt
	4.3 Contrats de management
5. Rémunérations, participation et prêts	5.1 Contenu et procédure de fixation des rémunérations et des programmes de participation
	5.2 Rémunérations accordées aux membres en exercice des organes dirigeants
	5.3 Rémunérations accordées aux anciens membres des organes dirigeants
	5.4 Attribution d'actions durant l'exercice
	5.5 Détention d'actions
	5.6 Options
	5.7 Honoraires et rémunérations additionnels
	5.8 Prêts aux organes
	5.9 Rémunération globale la plus élevée pour le CA
6. Droits de participation des actionnaires	6.1 Limitation et représentation des droits de vote
	6.2 Quorums statutaires
	6.3 Convocation de l'assemblée générale
	6.4 Inscriptions à l'ordre du jour
	6.5 Inscriptions au registre des actions
7. Prises de contrôle et mesures de défense	7.1 Obligation de présenter une offre
	7.2 Clauses relatives aux prises de contrôle
8. Organe de révision	8.1 Durée du mandat de révision et durée de la fonction du réviseur responsable
	8.2 Honoraires de révision
	8.3 Honoraires supplémentaires
	8.4 Instruments de surveillance et de contrôle relatifs à l'organe de révision
9. Politique d'information	

Annexe 10. Paramètres de la méthode ELECTRE TRI pour l'année 2002

CA et direction Critères	Profils de référence				Seuil	
	1	2	3	4	de préf.	de veto
1 Règle d'organisation du CA	1.40	1.00	1.00	1.00	0.15	0.45
2 Composition du conseil d'administration	1.25	1.25	1.16	0.83	0.24	0.72
3 Election et mandat des administrateurs	1.00	0.66	0.33	0.33	0.25	0.75
4 Réunions et feed-back	0.50	0.50	0.50	0.50	0.19	0.57
5 Conflits d'intérêts	1.00	0.50	0.50	0.50	0.27	0.81
6 Cumul des fonctions	1.50	1.50	1.50	1.50	0.47	1.41
7 Description des comités	1.00	1.00	0.80	0.00	0.49	1.47
8 Indépendance des comités	1.00	0.75	0.50	0.50	0.23	0.69
9 Composition du comité d'audit	1.25	1.25	0.75	0.50	0.47	1.41
10 Fonction du comité d'audit	1.00	1.00	0.50	0.50	0.36	1.08
11 Comité de rémunération	1.25	0.75	0.50	0.00	0.48	1.44
12 Politique de rémunération	1.00	1.00	1.00	0.66	0.24	0.72
13 Comité de nomination	1.00	1.00	0.00	0.00	0.50	1.50

Actionnaires Critères	Profils de référence				Seuil	
	1	2	3	4	de préf.	de veto
1 Décision finale appartenant aux actionnaires	1.00	1.00	1.00	1.00	0.30	0.90
2 Exercice des droits des actionnaires	1.46	1.25	1.00	1.00	0.21	0.63
3 L'AG comme organe suprême de la société	1.50	1.00	1.00	1.00	0.22	0.66
4 Facilité de participation à l'assemblée générale	1.00	0.66	0.66	0.33	0.28	0.84
5 Le droit à l'information	1.00	1.00	0.50	0.50	0.29	0.87
6 Expression de la volonté de la majorité	0.00	0.00	0.00	0.00	1.50	4.50
7 Contact de l'entreprise avec les actionnaires	1.00	1.00	1.00	1.00	0.28	0.84

Directive Critères	Profils de référence				Seuil	
	1	2	3	4	de préf.	de veto
1 Structure du groupe et actionnariat	1.00	1.00	0.89	0.78	0.15	0.45
2 Structure du capital	1.00	0.93	0.79	0.68	0.20	0.60
3 Conseils d'administration	1.00	0.95	0.86	0.78	0.12	0.36
4 Direction générale	1.00	1.00	1.00	0.67	0.20	0.60
5 Rémunérations, participation et prêts	1.05	1.00	0.89	0.78	0.17	0.51
6 Droits de participation des actionnaires	1.00	1.00	0.80	0.64	0.22	0.66
7 Prises de contrôle et mesures de défense	1.00	1.00	1.00	0.60	0.29	0.87
8 Organe de révision	1.00	1.00	0.75	0.63	0.16	0.48
9 Politique d'information	1.00	1.00	1.00	1.00	0.20	0.60

Annexe 11. Liste des entreprises figurant dans les deux échantillons analysées dans la partie IV

- | | |
|----------------------|------------------|
| 1. Adecco | 21. Novartis |
| 2. Affichage | 22. Phoenix |
| 3. Bachem | 23. Phonak |
| 4. Bobst | 24. Publigroupe |
| 5. Bucher | 25. Richemont |
| 6. Ciba | 26. Rieter |
| 7. Clariant | 27. Roche |
| 8. Edipresse | 28. Saia-Burgess |
| 9. Ems-Chemie | 29. Sarna |
| 10. Forbo | 30. Schindler |
| 11. Galenica | 31. Serono |
| 12. Georg Fischer | 32. SEZ |
| 13. Gurit Heberlein | 33. SGS |
| 14. Holcim | 34. Sig |
| 15. Kaba | 35. Sika |
| 16. Kuehne & Nagel | 36. Sulzer |
| 17. Kuoni | 37. Swisscom |
| 18. Lindt & Sprüngli | 38. Swisslog |
| 19. Logitech | 39. Tecan |
| 20. Nestle | |

Bibliographie

Aghion P. et P. Bolton, 1992, An incomplete contracts approach to financial contracting, *Review of Economic Studies*, 59, 473-494.

Andenmatten A., 1995, *Évaluation du Risque de Défaillance des Emetteurs d'Obligations, une Approche par l'Aide Multicritère à la Décision*, Presses Polytechniques et Universitaires Romandes, Lausanne.

Arondel C. et P. Girardin, 2000, Sorting cropping systems on the basis of their impact on groundwater quality, *European Journal of Operational Research*, 127, 467–482.

Bancel F., 1997, *La Gouvernance des Entreprises*, Paris, Economica.

Barclay M. J. et C.G. Holderness, 1989, Private benefits from control of public corporations, *Journal of Financial Economics*, 25, 371-395.

Bebchuk L., Kraakman R. et G. Triantis, 2000, Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity, In *Concentrated Corporate Ownership*, R. Morck ed., pp. 295-315.

Becht M., Bolton P. et A. A. Röell, 2002, *Corporate Governance and Control*, NBER Working Paper No. W9371.

Beiner S., Drobetz W., Schmid M. et H. Zimmermann, 2006, An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation, *European Financial Management*, 12, 249–283.

Berle, A. A., et G.C. Means, 1932, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, McMillan.

Bhagat S. et B. S. Black, 2002, The non-correlation between board independence and long-term firm performance, *Journal of Corporation Law*, 27, 231–74.

Bhattacharya U., Daouk H. et M. Welker, 2003, The world pricing of earnings opacity, *The Accounting Review*, 78, 641-678.

Biebuyck T., A. Chapelle et A. Szafarz, 2004, Les leviers de contrôle des actionnaires majoritaires, *Revue Gouvernance*, 1, 52-70.

Bloch F. et U. Hege, 2001, *Multiple Shareholders and Control Contests*, Working Paper, Greqam, Université de Toulouse 1.

Boemle M. 2003, *Die Willensbildung in der Generalversammlung von Publikumsgesellschaften*, Working Paper, Université de Fribourg.

Botosan C.A., 1997, Disclosure level and the cost of equity capital, *The Accounting Review*, July, 323-349.

CD-ROM de l'Économie Suisse (Die Schweizer Wirtschaft CD-Rom), Orell Füssli Verlag AG.

Charreaux G., 1997, Vers une Théorie du Gouvernement des Entreprises, in : Gérard Charreaux éd, *Le Gouvernement des Entreprises, Théories et Faits*, Paris, Economica.

Charreaux G., 2002, L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives, *Revue française de gestion*, 28, 77-107.

Chau G.K. et S.J. Gray, 2002, Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore, *The international Journal of Accounting*, 37, 247-265.

Claessens S., Djankov S. et L. Lang, 2000, The separation of ownership and control in East Asian corporations, *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.

Claessens S., Djankov S., Fan J. et L. Lang, 2002, Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholders, *Journal of Finance*, 57, 2741-2771.

Code de bonne pratique pour le gouvernement d'entreprise, 2002, Economiesuisse, disponible sur leur site internet : <http://www.economiesuisse.ch/d/content.cfm?upid=037EF487-09DD-43B5-825641E1BC6CDEEF&type=pdf&filetype=pdf>

De La Bruslerie H., 2004, *Actionnaires Contrôlants, Bénéfices Privés et Endettement*, Working Paper, Université Paris I Sorbonne.

- Demirgüç-Kunt A. et V. Maksimovic, 1998, Law, finance, and firm growth, *The Journal of Finance*, 53, 2107-2137.
- Demsetz H. et B. Villalonga, 2001, Ownership structure and corporate performance, *Journal of Corporate Finance*, 7, 209-233.
- Demsetz H. et K. Lehn, 1985, The structure of corporate ownership: causes and consequences, *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
- Denis D. K., et J. J. McConnell, 2003, International corporate governance, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 1-37.
- Diamond D. W., 1984, Financial intermediation and delegated monitoring, *Review of Economic Studies*, 51, 393-414.
- Dias L. C. et J. Climaco, 2000, ELECTRE TRI for groups with imprecise information on parameter values, *Group Decision and Negotiation*, 9, 355-377.
- Dias L. C. et V. Mousseau, 2006, Inferring ELECTRE's veto-related parameters from outranking examples, *European Journal of Operational Research*, 170, 172-191.
- Dias L. C., Mousseau V., Figueira J., et J. Clímaco, 2002, An aggregation / disaggregation approach to obtain robust conclusions with ELECTRE TRI, *European Journal of Operational Research*, 138, 332-348.
- Directive concernant les informations relatives au Corporate Governance, 2002, bourse suisse, disponible sur leur site internet : http://www.swx.com/admission/regulation/guidelines_fr.html
- Drobetz, W., Andreas S., et H. Zimmermann, 2004, Corporate governance and expected stock return: Evidence from Germany, *European Financial Management*, 10, 267-293.
- Durnev A. et E. H. Kim, 2005, To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation, *Journal of Finance*, 60, 1461-1493.
- Dyck A., et L. Zingales, 2004, Private benefits of control: An international comparison, *Journal of Finance*, 59, 537-600.

Edwards J. S. S. et A. J. Weichenrieder, 2004, Ownership concentration and share valuation, *German Economic Review*, 5, 143-71.

Eisenberg T., Sundgren S. et M. T. Wells, 1998, Larger board size and decreasing firm value in small firms, *Journal of Financial Economics*, 48, 35-54.

Eng L.L. et Y.T. Mak, 2003, Corporate governance and voluntary disclosure, *Journal of Accounting and Public Policy*, 22, 325-345.

Ethos, *Lignes directrices de vote*, disponible sur le site internet de la Fondation Ethos : http://www.ethosfund.ch/pdf/LD_Ethos_2006_FR_Internet.pdf

Faccio M. et L. Lang, 2002, The ultimate ownership in western European corporations, *Journal of Financial Economics*, 65, 365-395.

Fernandez-Rodriguez E. et S. Gomez-Anson, 2005, *Why do Firms Voluntarily Comply with the Codes of Best Practice?* Working paper présenté à l'European Financial Management Symposium 2005.

Flemming Ruud T. et J. M. Bodenmann, 2002, Corporate Governance in der Schweiz, Standpunkte der Verwaltungsräte von SWX-kotierten Unternehmen, *L'expert-comptable suisse/Der Schweizer treuhänder*, 4, 273-282.

Gay S., 2003, *Information, Performance et Gouvernement d'Entreprise, Le Cas Suisse*, document de travail du Séminaire de gestion financière, Université de Fribourg.

Georgopoulou E., Sarafidis Y., Mirasgedis S., Zaimi S., et D. Lalas, 2003, A multiple criteria decision-aid approach in defining national priorities for green-house gases emissions reduction in the energy sector, *European Journal of Operational Research*, 146, 199-215.

Gompers P., Ishii L. et A. Metrick, 2003, Corporate governance and equity prices, *Quarterly Journal of Economics*, 118, 107-155.

Grossman S. et O. Hart, 1980, Takeover bids, the free rider problem, and the theory of the corporation, *Bell Journal of Economics*, 11, 42-69.

Guide des actions suisses, 1997/1998 à 2002/2003, Zurich, Verlag Finanz und Wirtschaft AG.

Haeberle, R. et J. Pasquier-Dorthe, 1991, La valeur relative des actions nominatives, des actions au porteur et des bons de participation, *Finanzmarkt und Portfolio Management*, 5, 280-287.

Hamon J., 2001, "La répartition des droits de vote, leur exercice et l'efficacité économique", *Revue d'Economie Financière*, 63, 175-209.

Harris, M. et A. Raviv, 1998, Capital budgeting and delegation, *Journal of Financial Economics*, 50, 259-289.

Healy P. M. et K. G. Palepu, 2001, Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature, *Journal of Accounting and Economics*, 31, 405-440.

Healy, P., Hutton, A. et K. Papelu, 1999, Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure, *Contemporary Accounting Research*, 16, 485-520.

Hermalin, B. E. et M. S. Weisbach, 1991, The effects of board composition and direct incentives on firm performance, *Financial Management*, 20, 101-112.

Ho, S. S. M. et K. S. Wong, 2001, A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure, *Journal of International Accounting Auditing and Taxation*, 10, 139-156.

Hofstetter K., 2002, *Le gouvernement d'entreprise en Suisse*, Rapport final du groupe d'experts sur le gouvernement d'entreprise, disponible sur le site internet d'Economiesuisse : <http://www.economiesuisse.ch>

Horner M. R., 1988, The value of the corporate voting right, *Journal of Banking and Finance*, 12, 69-83.

Hurson C. et C. Zopoundis, 1997, *Gestion de Portefeuilles et Analyse Multicritère*, Economica, Paris.

Jensen M. et W. Meckling, 1976, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

Jensen M. et W. Meckling, 1994, The nature of man, *Journal of Applied Corporate Finance*, 7, 4-19.

Johnson S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F. et A. Shleifer, 2000, Tunneling, *American Economic Review Papers and Proceedings*, 90, 22-27.

Kasznik R., Johnson M. F. et K. K. Nelson, 2001, The impact of securities litigation reform on the disclosure of forward-looking information by high technology firms, *Journal of Accounting Research*, September, 2, 297-327.

Kasnik R. et B. Lev, 1995, To warn or not to warn: management disclosures in the face of an earnings surprise, *The Accounting Review*, 1, 113-134.

Klapper L. F. et I. Love, 2004, Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets, *Journal of Corporate Finance*, 10, 203-28.

La Porta R., F. Lopez-de-Silanes et A. Shleifer, 1999a, Corporate ownership around the world, *The Journal of Finance*, 54, 471-518.

La Porta R., F. Lopez-de-Silanes, A. Schleifer et R.W. Vishny, 1998, Law and finance, *Journal of Political Economy*, 106, 1113-1150.

La Porta R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer et R. Vishny, 2000a, Investor protection and corporate governance, *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer et R. Vishny, 1997, Legal determinants of external finance, *Journal of Finance*, 52, 1131-1150.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, et R. Vishny, 1999b, *Investor Protection and Corporate Valuation*, Harvard University, Mimeo.

La Porta, R., Florencio L., Shleifer A., et R.Vishny, 2000b, Agency problems and dividend policies around the world, *Journal of Finance*, 55, 1-33.

Lakhal F., 2004, *Les Mécanismes de Gouvernement d'Entreprises et les Publications Volontaires de Résultats*, Cahier de Recherche de l'IRG, Université Paris XII.

Lang M. et R. Lundholm, 1993, Cross-sectional determinants of analysts ratings of corporate disclosures, *Journal of Accounting Research*, 31, 246-271.

Latrous I., 2004, *Conflit Actionnaires de Contrôle et Actionnaires Minoritaires, Bénéfices Privés et Endettement des Firmes Françaises Cotées*, Working Paper, PRISM, Université Paris 1 Panthéon Sorbonne.

Le Maux J., 2003, Les bénéfices privés : une rupture de l'égalité entre actionnaires, *Finance Contrôle Stratégie*, 6, 63-92.

Lease, R. C., J. J. McConnell et W. H. Mikkelson, 1983, The market value of control in publicly traded corporations, *Journal of Financial Economics*, 11, 439-471.

Lease, R. C., J. J. McConnell et W. H. Mikkelson, 1984, The market value of differential voting rights in closely held corporations, *Journal of Business*, 4, 443-467.

Ledentu F. et J. Pasquier-Dorthe, 2003, *Évaluation de la Transparence des Entreprises Cotées à la Bourse Suisse : Agrégation Totale ou Agrégation Partielle*, Working papers de la Faculté des sciences économiques et sociales - no 367, Université de Fribourg.

Ledentu F., Boemle M. et J. Pasquier-Dorthe, 2005, Exercice du pouvoir aux assemblées générales des sociétés cotées à la bourse suisse, *Revue Economique et Sociale: Bulletin de la Société d'étude économiques et sociales*, 3, 129-150.

Leuz C., Nanda D. J. et P. Wysocki, 2003, Earnings management and institutional factors: An international comparison, *Journal of Financial Economics*, 69, 505-527.

Liu Q., et Lu Z.J., 2002, *Earnings Management to Tunnel : Evidence from China's Listed Companies*, Working paper, University of Hong Kong.

Loderer C. et K. Martin, 1997, Executive stock ownership and performance – tracking faint traces, *Journal of Financial Economics*, 45, 223-55.

Lourenco R. P. et J. P. Costa, 2004, Using ELECTRE TRI outranking method to sort MOMILP non dominated solutions, *European Journal of Operational Research*, 153, 271–289.

Maati G., 1999, *Le Gouvernement d'Entreprise*, Paris et Bruxelles, Editions De Boeck.

Meyer C., 2006, Umsetzung der Corporate-Governance-Richtlinie, *L'expert-comptable suisse/Der Schweizer treuhänder*, 3, 132-137.

Mousseau V., Roy B. et I. Sommerlatt, 2000, Élaboration d'un outil d'aide à la décision en vue de l'évolution de la tarification des transports publics en Île de France, *Journal of Decision Systems*, 9, 289–315.

Nenova T., 2003. The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis, *Journal of Financial Economics*, 68, 325-351.

Pasquier-Dorthe J., Ledentu F., Maillard O., Ryser P., Masset P. et J. Yerly, 2005, La Concentration de l'Actionnariat des Entreprises Suisses, in : Friboulet et al., éditeurs, *Le Gouvernement d'Entreprise en Suisse - Dynamiques externes et stratégies internes*, Zürich, Schulthess.

Pérez, R., 2003, *La Gouvernance de l'Entreprise*, Paris, la Découverte.

Peyrelevade J., 1999, *Le Gouvernement d'Entreprise ou Les Fondements Incertains d'un Nouveau Pouvoir*, Paris, Economica.

Poncini A., Pasquier-Dorthe J. et F. Ledentu, 2005, Le degré d'indépendance des administrateurs des sociétés cotées en bourse, *Revue Economique et Sociale : Bulletin de la Société d'étude économiques et sociales*, 3, 77-88.

Raffournier B., 1995, The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed firms, *European Accounting Review*, 4, 261-280.

Roe M. J., 2001, Les conditions politiques au développement de la firme managériale, *Finance Contrôle Stratégie*, 4, 123-182.

Roe M. J., 2002, La structure de l'actionnariat : les limites de la théorie juridique, *Revue Française de Gestion*, n° spécial « L'actionnaire ».

Ross S. A., 1973, The economic theory of agency: The principal's problems, *American Economic Review*, 63, 134-139.

Roy B. et D. Bouyssou, 1993, *Aide Multicritère à la Décision : Méthodes et Cas*, Economica, Paris.

Roy B., 1985, *Méthodologie Multicritère d'aide à la Décision*, Economica, Paris.

Rydqvist K., 1996, Takeover bids and the relative prices of shares that differ in their voting rights, *Journal of Banking and Finance*, 20, 1407-1425.

Shleifer A. et R. W. Vishny, 1997, A survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, 52, 737-181.

Smith A., 1776, *The Wealth of Nations*, traduction française, 1843, *La Richesse des Nations*, Paris, Garnier.

Wei Y., 1992, *Aide Multicritère a la Décision dans le Cadre de la Problématique du Tri : concepts, méthodes et applications*, Thèse de doctorat, Université Paris-Dauphine.

Yermack, D., 1996, Higher market valuation of companies with a small board of directors, *Journal of Financial Economics*, 40, 185–211.

Zingales L., 1995, What determines the value of corporate votes?, *The quarterly journal of economics*, 110, 1047-1073.

Zingales, L., 1994, The value of the voting right: A study of the Milan stock exchange experience, *The Review of Financial Studies*, 7, 125-148.

