

D E S A F F A I R E S

La gouvernance des sociétés cotées face à la crise

Pour une meilleure
protection
de l'intérêt social



D R O I T

Sous la direction de **Véronique Magnier**

Préface de **Philippe Marini**

L.G.D.J

lextenso éditions

Postface

**Leçons de la crise et perspectives
pour l'après-crise**
*Lessons from the crisis and prospects
for the post-crisis*

Pierre-Yves GOMEZ

Professeur EM Lyon Business School

Directeur de l'IFGE (Institut français de gouvernement des entreprises)

SYNTHÈSE

Les années 80 ont révélé l'émergence de ce que l'on a appelé l'*entreprise globale*, caractérisée par une manière nouvelle de détenir la propriété, plus ouverte, plus dispersée. Les bonnes pratiques de gouvernance de ces entreprises sont dès lors repérées par rapport à un idéal démocratique, et des valeurs qu'il porte, tel l'intérêt général, la confiance et la loyauté. Si la crise de 2008 permet de revenir à un tel bon sens, la prochaine décennie devra voir de sérieuses réformes dans la formation des acteurs de l'économie en général, et du gouvernement des entreprises en particulier.

During the 80's, the so called global business emerged, characterized by a new way to hold property, more open, more dispersed. Corporate governance practices are therefore marked with democratic ideal values, as the protection of the general interest, confidence and loyalty. If the financial crisis allows to return to such a sense, the next decade must see serious reforms in general economy, and corporate governance actors training.

Par la diversité et la complémentarité des points de vue qu'il propose, l'ouvrage « *la gouvernance des sociétés cotées face à la crise* », permet de bien cerner à la fois la nouveauté qu'a constituée l'émergence d'une gouvernance dite actionnariale dans les années 1980, les nouveaux problèmes qu'elle a posés et, finalement, les contradictions de cette gouvernance que la crise de 2008 a fait éclater.

Il est maintenant bien établi que les années 1980 ont vu des mutations très importantes du système capitaliste, comme le rappelle le chapitre d'Antoine Rébérioux, avec l'apparition d'une forme nouvelle de grande entreprise, l'*entreprise globale*. La période précédente était caractérisée, du point de vue de la gouvernance, par ce que Berle et Means avaient appelé l'*entreprise moderne*,

c'est-à-dire la séparation entre la propriété passive et le contrôle de l'entreprise conduisant, finalement, à la suprématie des managers sur les actionnaires. La rupture des années 1980 ne s'est pas faite sans confusion mais, avec le recul, on peut bien caractériser, désormais, ce que signifie le gouvernement des entreprises globales. Rappelons ici cinq de ses dimensions :

Première dimension, l'entreprise globale diffère fondamentalement de l'entreprise moderne à la Berle et Means en cela qu'elle donne à la propriété du capital le moyen d'influer directement sur la légitimité des décisions économiques prises au nom de l'entreprise. Il est curieux que la littérature sur la gouvernance d'entreprise fasse régulièrement référence à Berle et Means comme étant à l'origine de la réflexion contemporaine sur la relation entre actionnaires et dirigeants, alors que précisément, ces deux auteurs montrent, dans leur fameux ouvrage de 1932, que les propriétaires sont *dépossédés* du pouvoir au profit des managers. Ils théorisaient ainsi le managérialisme et non la gouvernance actionnariale. Or, dans les années 1980, on assiste à une rupture du régime managérialiste au profit d'un nouveau mode de gouvernance qui attribue aux détenteurs du capital toute légitimité pour agir sur le destin de l'entreprise. Contrairement à l'idée reçue, la situation est absolument nouvelle dans l'histoire du capitalisme car avant la période managérialiste, les actionnaires étaient aussi les gestionnaires de l'entreprise. Ce qui est désormais nouveau, c'est la préférence des détenteurs du capital à influer sur l'entreprise *bien qu'ils ne participent pas à sa gestion*. Cette nouveauté s'exprime par un certain vide formel comme en témoigne l'absence de procédures juridiques permettant à des actionnaires de plus en plus nombreux de pouvoir exprimer concrètement leurs intentions sur l'entreprise. Que signifie une assemblée générale annuelle lorsque les actionnaires sont plusieurs centaines de milliers ?

Deuxième dimension, la radicale nouveauté de l'entreprise globale tient non pas à une nouvelle forme de propriété, mais à la manière nouvelle dont la propriété est détenue. D'une part, les actionnaires des très grandes sociétés sont devenus nombreux et ils ne représentaient qu'une fraction de plus en plus réduite d'un capital fragmenté dans le public ; d'autre part, ces actionnaires sont pour l'essentiel des ménages épargnants (petits porteurs) ou des intermédiaires financiers gérant l'épargne des ménages (fonds de pension, d'investissement, etc.). Pour la première fois dans l'histoire du capitalisme, nous pouvons repérer ce que Peter Drucker a défini, dès 1975, comme une forme de socialisation du capitalisme. Les entreprises les plus grandes des pays industriels sont la propriété, certes non pas de l'ensemble de la population, mais d'une partie désormais très significative. Les conséquences politiques et sociales de cette modification du financement capitalistique des entreprises ont été très clairement sous-estimées. Elles produisent, en effet, une relation immédiate entre les résultats économiques

des firmes et non seulement la rémunération du travail des salariés, mais aussi celle de leur épargne. S'il n'est pas certain que cette transformation ait été voulue comme telle, ni même réfléchie *a priori*, il n'en reste pas moins qu'elle a modifié irréversiblement les équilibres politiques et sociaux en créant, en particulier, une dépendance entre le financement des retraites et les profits des entreprises.

Troisième dimension, c'est dans ce contexte qu'il faut comprendre la revendication des détenteurs de titres de propriété à influer sur le profit des entreprises. Un malentendu peut naître, en effet, de la confusion entre d'une part les détenteurs de titres de propriété et les actionnaires, et de la croyance, d'autre part, que ces détenteurs de titres cherchent à contrôler l'entreprise alors qu'ils veulent principalement sécuriser leur profit. Il est donc important de bien distinguer les détenteurs de titres de propriété, que l'on peut qualifier d'*investisseurs*, des *actionnaires* au sens classique du terme. Clarifions ces nuances. *L'actionnaire* est celui qui est engagé dans l'entreprise parce qu'il y a misé une part importante de son patrimoine et qu'il ne peut la retirer sans que la perte éventuelle ait un impact décisif sur son niveau de richesse. Il a intérêt à contrôler l'entreprise pour s'assurer que, dans la durée, et donc à un moment futur encore inconnu de lui où il aurait à réaliser la part de capital qu'il détient, l'entreprise sera profitable et, donc, ses titres seront valorisés. Comme on le dit couramment, il est engagé dans le long terme, quelles que soient ses intentions futures. Il serait plus juste de dire qu'il est engagé pour une durée indéterminée — en référence au contrat de travail. L'incertitude doublée de la part importante que représente, dans son propre patrimoine, le capital qu'il détient expliquent la nécessité de contrôler la gestion et, dans un grand nombre de cas, de gérer directement l'entreprise.

L'investisseur, lui, ne possède qu'une petite fraction de capital, qui ne représente elle-même qu'une petite fraction de son patrimoine. Deux conditions lui importent pour investir dans le capital d'une entreprise : d'une part que celui-ci produise du profit et, d'autre part, pouvoir se défaire facilement de sa part de capital à tout moment. Les différents *big bangs* des années 1980 ont eu pour objectif et pour conséquence de mettre en place des marchés financiers suffisamment liquides pour permettre de multiplier les échanges de titres de propriété. En toute rationalité, l'investisseur n'a aucun intérêt à contrôler l'entreprise. Compte tenu de la très faible part de capital qu'il possède, les coûts d'agence seraient démesurés par rapport aux gains attendus. Il se contente donc d'exiger du résultat, c'est-à-dire, dans les faits, une promesse sur le profit futur (en général, le R.O.E.) dont il contrôle la réalisation au fur et à mesure que les résultats trimestriels lui sont présentés.

Il existe donc un profond malentendu lorsque l'on confond *actionnaires* et *investisseurs* car on attend de ces derniers une participation au contrôle de

l'entreprise que, précisément, ils ne veulent pas assumer parce qu'elle est trop coûteuse. Parler donc de puissance des actionnaires est un abus de langage quand il faudrait dire puissance des investisseurs financiers, et nous venons de voir qu'il ne s'agit pas d'un détail simplement sémantique. Une grande part de la confusion actuelle sur la fonction des « actionnaires » vient du fait que ces différences ne sont pas bien clarifiées, y compris par le législateur. Force est de constater qu'il existe un vide juridique sur les *devoirs* des propriétaires de l'entreprise à l'égard de celle-ci, tant dans les textes de lois que dans les codes de gouvernance. Les règles de « bonne gouvernance » ont eu pour intention de protéger les investisseurs en leur garantissant des droits (informations, liberté de transaction, etc.) et en leur accordant aussi des pouvoirs qu'ils n'étaient pas pressés de réclamer, comme en témoigne l'obligation de communiquer leur politique de vote en assemblée imposée, contre leurs intérêts, par la plupart des législations occidentales.

Quatrième dimension, deux types d'acteurs intermédiaires ont joué un rôle dans la métamorphose du gouvernement des entreprises globales : les dirigeants de ces sociétés et les gérants de portefeuille. Les premiers se sont trouvés dans la nécessité de légitimer leurs décisions par rapport aux marchés financiers. Mais ils ont aussi découvert, dans cette pratique, des sources d'intérêt personnel considérables. L'explosion de la rémunération de ces dirigeants depuis les années 1980 en a été l'expression la plus spectaculaire et la plus discutée (voir le chapitre de Bruno Dondero dans cet ouvrage). Paradoxalement, cette explosion fut possible alors même que les règles de « bonne gouvernance » imposaient des comités de rémunérations auprès des conseils d'administration ; la période managérialiste ne connaissait ni de tels comités ni des rémunérations très élevées pour les dirigeants (l'écart entre les rémunérations était de l'ordre de 1 à 20), alors que la période contemporaine a multiplié les comités tout en se satisfaisant de l'envolée des rémunérations (l'écart est passé de 1 à 600). Ce paradoxe est pleinement compréhensible si l'on tient compte de la différence entre actionnaires et investisseurs : lorsque les actionnaires sont puissants, les rémunérations restent sous leur contrôle ; en revanche, lorsque les investisseurs sont majoritaires, elles augmentent de manière exponentielle. Rien d'irrationnel à cela car, pour l'investisseur, une rémunération élevée du dirigeant, surtout si elle est en lien avec le résultat de l'entreprise, lui assure que la promesse faite sur le profit futur a plus de chances d'être tenue. Le coût marginal d'une rémunération élevée est infime pour lui par rapport au gain marginal si le profit est fort. Dirigeants et investisseurs alignent ainsi leurs intérêts.

Second acteur important de la gouvernance contemporaine, le gestionnaire de fonds place le patrimoine des épargnants en titres de société ; il est rémunéré sur les gains financiers générés par le patrimoine placé. Il s'en suit ce qu'il est convenu

d'appeler, depuis Maurice Allais, une économie de casino ou économie de jeu spéculatif, puisqu'une partie des décideurs économiques trouve son intérêt personnel à jouer l'argent du public et peut le valoriser, indépendamment des sous-jacents économiques. Ainsi, lorsque les nouvelles règles de gouvernement d'entreprises ont donné plus de protection aux investisseurs, comme, par exemple, l'a fait la loi Sarbanes-Oxley en 2002, elles ont contribué à accroître le pouvoir concret des gestionnaires de fonds, notamment du fait des exigences quant à la diffusion d'informations qui sont à la base de leur calcul et de leurs éventuelles spéculations.

Cinquième dimension, la différence, et parfois la divergence d'intérêts entre les actionnaires et les investisseurs a été palliée par le dogme de l'efficience des marchés. Les marchés financiers sont réputés efficaces par la théorie financière dans la mesure où ils intègrent toute l'information disponible pour les acteurs, qu'ils soient actionnaires ou investisseurs. En conséquence, les calculs des investisseurs les plus court-termistes et les plus indifférents à la vie réelle des entreprises dont ils possèdent des parts (par exemple, les *hedge funds*) sont censés rejoindre ceux des actionnaires les plus long-termistes et qui ont intérêt, eux, à contrôler la gestion des entreprises. Ce dogme a été mis en question dès les années 1970 et sa réalisation considérée comme hautement improbable, mais cela n'a pas empêché qu'il y soit fait référence, précisément de manière dogmatique, pendant toute la période récente. Ce dogme fonde, en théorie, l'assertion, systématiquement répétée comme une loi naturelle, selon laquelle les marchés ne peuvent pas se tromper. Il est clair que la crise de 2008 a fini par rendre évident qu'on ne peut pas faire de la bonne économie à partir de mauvais dogmes. Le marché peut se tromper massivement c'est-à-dire à la dimension de sa taille massive, comme le montrent Stephen Leza et James Kirkrbridge dans la première partie de cet ouvrage. L'alignement entre les intérêts des actionnaires et ceux des investisseurs n'apparaît plus comme évident du fait que l'engagement à long terme des uns peut trouver dans la spéculation des autres sa plus forte contradiction.

Au total, on voit que la gouvernance qui apparaît à partir des années 1980 est bien plus complexe que ce qu'un supposé nouveau « pouvoir des actionnaires » laisse couramment signifier. Les régulateurs ont eu à répondre, par des arrangements institutionnels, à des jeux d'acteurs plus compliqués que ceux que la théorie économique décrivait. Les résultats sont incertains : comme le souligne Bruno Dondero dans son chapitre, le statut de mandataire social reste flou alors même qu'on lui donne un rôle de surveillance grandissant ; Véronique Magnier comme Pierre-Henri Conac montrent, dans leurs contributions, que la sanction en cas de violation des règles du gouvernement voire l'autorité qui doit appliquer ces règles ne sont pas toujours clairement définies. Pour évaluer ces limites, il faut tenir compte du fait que la complexité de la nouvelle gouvernance est apparue au fur et à mesure

que l'entreprise globale s'est imposée. Le législateur, autant que la *soft regulation*, découvraient cette réalité en même temps qu'elle se réalisait et sans qu'existent des cadres conceptuels suffisants pour l'appréhender. On ne peut porter un jugement sur cette période et sur les tâtonnements en termes de gouvernance, sans tenir compte de la transformation continue dont a émergé ce que l'on appelle désormais, l'entreprise globale. Il faut encore ajouter que cette entreprise globale, du fait de ses activités et de ses financements transnationaux, a obtenu une plus grande latitude d'action par rapport aux règles de droit locales. Un État ne peut plus prétendre légiférer sur sa gouvernance sans tenir compte de la législation des autres États (voir les contributions de Daniel Attenborough et de Georg Ringe). Les États-Unis en ont fait les frais lorsque, après la publication de la très contraignante loi Sarbanes-Oxley, ils ont vu les entreprises étrangères se décorer du New York Stock Exchange. Ainsi, un certain flottement dans le maillage des règles de gouvernance vient du caractère global de la grande entreprise contemporaine qui, par définition, transcende et peut contourner les systèmes politiques et juridiques locaux. La difficile question des paradis fiscaux en est un exemple.

Cette complexité et ces tâtonnements ne peuvent néanmoins mettre en cause une tendance à la démocratisation de la gouvernance des grandes entreprises, repérable depuis l'origine du capitalisme et qui a franchi, dans la période contemporaine, une nouvelle étape. La démocratie est, en effet, considérée, dans la société libérale, comme le régime de gouvernement le plus efficace pour les organisations complexes. De fait, malgré leurs limites, les règles de gouvernance qui se sont peu à peu imposées entre 1980 et 2010 sont allées vers plus de transparence (voir la contribution de Armand Reygrobellet), plus de débats, plus de contrôle formel des conseils et une plus grande implication de l'opinion publique dans les questions de gouvernance. Le secret des affaires a fait place au forum d'opinions. Les critiques justifiées à l'égard de l'inachèvement des réformes ne peuvent nier la tendance à l'accroissement du contrôle social sur les grandes sociétés. Cette démocratisation ne signifie pas qu'une démocratie réelle s'applique au gouvernement des entreprises globales, loin s'en faut, mais qu'il existe une pression pour que les bonnes pratiques de gouvernance de ces entreprises soient répétées *par rapport à un idéal démocratique* (voir la contribution de Yann Paclot). Comme le montrent aussi les contributions de cet ouvrage, les imperfections des arrangements institutionnels récents comme l'existence d'administrateurs indépendants (voir le témoignage de Bernard Bouloc) ou l'évaluation du contrôle interne et du conseil (voir le chapitre de Sophie Schiller), sont finalement évaluées par rapport à une « perfectibilité » qui prend sens en référence à une plus grande transparence démocratique.

Les quelques éléments d'analyse que nous avons résumés selon cinq dimensions caractérisant la gouvernance des entreprises globales nous permettent aussi

de tracer quelques perspectives pour l'avenir – sinon celui de la gouvernance d'entreprise, au moins et plus modestement, quelques perspectives pour la compréhension des grandes questions que pose le gouvernement des entreprises désormais. Nous dégagerons quatre de ces perspectives :

Première perspective, les réformes du gouvernement des entreprises globales sont encore très largement incomplètes comme nous l'avons souligné à plusieurs reprises à la suite de la plupart des contributeurs à cet ouvrage. Au fur et à mesure que l'entreprise globale prend un poids économique mais aussi politique et social déterminant pour l'avenir de nos sociétés, la régulation de sa gouvernance doit se faire plus précise et plus efficace. Cela se produira si l'on tient compte des caractéristiques de ces entreprises, notamment de la différence essentielle entre les fonctions d'actionnaires et d'investisseurs ou des effets induits par l'alignement des intérêts des dirigeants sur ceux *des gestionnaires de fonds*, comme nous l'avons rappelé précédemment. Dans leurs contributions, Antoine Reberrioux comme Gérard Charreaux soulignent avec raison que les difficultés pour réguler la gouvernance dite actionariale tiennent aussi au défaut des cadres conceptuels auxquels font référence les régulateurs. La théorie de l'agence et, plus largement, la théorie financière de l'économie, dans lesquelles s'est enracinée la rhétorique contemporaine sur la « bonne gouvernance » ne sont plus adaptées pour comprendre la complexité de la grande entreprise globale contemporaine, et, singulièrement la complexité des entrecroisements d'intérêts et des jeux de pouvoirs. On ne peut pas interpréter la crise de 2008 comme le produit de dérapages privés localisés ou d'excès de quelques acteurs isolés produisant une réaction en chaîne financière et économique. Cette crise exprime, plus radicalement, un *besoin* de nouveaux cadres théoriques pour comprendre le capitalisme contemporain (voir les contributions de Stéphane Rousseau et de Yann Paclot) et ce que signifie, dans ce capitalisme, la grande entreprise globale. Croire que l'on pourra poursuivre la réforme du gouvernement des entreprises sans interroger les fondements intellectuels de cette réforme est une impasse. Les juristes doivent être les premiers à exiger un tel *aggiornamento*. Sans cela, les arrangements institutionnels conduiront, au mieux, à un empiètement de textes juridiques et de contrôles de plus en plus sophistiqués mais inapplicables parce que leurs fondements seront inadapés à la réalité économique qu'ils prétendent réguler.

Deuxième perspective, les cinq dimensions que nous avons décrites plus haut ne concernent que les grandes entreprises globales, c'est-à-dire un nombre extrêmement faible d'entreprises (moins d'une dizaine de milliers dans le monde) qui détiennent une part considérable du pouvoir économique. S'il est naturel que la vigilance des chercheurs et des législateurs se portent prioritairement sur ces firmes, à cause de leur puissance, il ne faudrait pas, néanmoins,

distraire l'attention de l'immense population des entreprises qui ne sont pas de type « global ». Par exemple, dans tous les pays du monde, y compris aux États-Unis et en Grande-Bretagne, l'entreprise familiale demeure, et de très loin, la forme la plus répandue d'entreprise. Elle est caractérisée par la présence d'un actionnaire de long terme et fortement impliqué qui, le plus souvent, assure aussi la fonction de management. C'est dire que la recherche d'une bonne gouvernance de ces entreprises ne peut pas passer par les lois et les règles élaborées pour les entreprises globales. Or, jusqu'à présent, le régulateur a eu tendance à généraliser à toutes les entreprises des situations qui concernent finalement un petit nombre d'entre elles. L'exemple le plus frappant est celui de la rémunération du dirigeant qui ne pose évidemment pas les mêmes problèmes lorsque celui-ci est à la tête d'une entreprise au capital totalement dilué sur le marché, ou lorsqu'il est lui-même le propriétaire majoritaire de ce capital. Or, 50 % des entreprises du SBF 250 ont un actionnaire majoritaire, et 65 % des entreprises françaises ont un actionnaire unique. Contrôler étroitement au nom de l'intérêt... de l'actionnaire, la rémunération d'un dirigeant qui est... l'actionnaire dominant de sa société est un non-sens coûteux. La diversité des situations de gouvernance conduit à une résistance grandissante des entreprises vis-à-vis de réglementations qu'elles jugent, non sans raison, inadéquates à leur cas. Cela a motivé, par exemple, l'élaboration d'un code de gouvernance pour les entreprises petites et moyennes cotées (Middlenext, 2009), qui allège certaines obligations non nécessaires mais qui pointe, en revanche, les problèmes de gouvernance propres à ces entreprises. L'écho que ce code a désormais au niveau européen laisse anticiper que l'un des défis principaux pour la recherche comme pour la pratique du gouvernement des entreprises dans la prochaine décennie consistera à mieux adapter la régulation à la diversité des entreprises.

Troisième perspective, on ne peut plus considérer les entreprises comme des organisations déconnectées de la société, compte tenu du rôle économique, mais aussi social et sociétal qu'elles jouent (Voir la contribution de Catherine Malecki). Plus précisément, leur gouvernement ne peut pas être pensé en dehors d'une réflexion *politique*. Nous devons apprendre à considérer l'entreprise comme une organisation politique parmi d'autres, c'est-à-dire une organisation dont la distribution et la légitimation du pouvoir est l'objet de contraintes politiques. Nous pouvons alors retrouver le cadre de réflexions issues de l'économie politique et raisonner en termes de « régimes » au sujet des entreprises. Dans le « *Référentiel pour une gouvernance raisonnable des entreprises françaises* », je repère cinq régimes politiques d'entreprises à partir de l'observation de la diversité des cas de gouvernance : l'autocratie entrepreneuriale fermée, l'autocratie entrepreneuriale ouverte, la domination des actionnaires, la domination des dirigeants et la démocratie entrepreneuriale. Ces idéaux-types permettent de repérer quels problèmes spécifiques de gouvernement d'entreprise peuvent se poser et de

répondre par des solutions adaptées. L'accueil que ce référentiel a obtenu auprès des praticiens, et notamment auprès des dirigeants d'entreprises cotées, m'incite à conclure que l'approche politique des entreprises, loin de heurter, est plutôt attendue, parce qu'elle permet de mieux appréhender la complexité et la diversité des situations et qu'elle propose une représentation réaliste des enjeux de pouvoirs qui agit la gouvernance d'entreprise. L'apport des juristes dans cette analyse politique sera d'une grande importance.

Enfin, quatrième perspective, il nous faut tirer toutes les conséquences de la tendance à la démocratisation de la gouvernance des entreprises globales. Si, selon l'analyse de Montesquieu, la monarchie se fonde sur la fidélité et le régime aristocratique sur l'honneur, la démocratie suppose la vertu. L'évolution des régimes de gouvernement d'entreprises globales vers plus de transparence, plus de contrôle des décisions pour l'intérêt général et plus de débats, ne pourra se faire sans que soit rappelé le rôle que joue la vertu des acteurs dans un tel régime. La crise de 2008, après d'autres, rappelle que l'éthique n'est pas une dimension arbitraire et décorative pour le fonctionnement des entreprises complexes. Leur « régime politique » de référence, la démocratie entrepreneuriale, est fondé sur une propriété largement dispersée dans la société, un système de surveillance des dirigeants pour éviter les dérives et des transferts d'informations nombreux ; mais ce régime ne peut fonctionner sans qu'il soit aussi fait référence à la vertu de ceux qui en bénéficient. Il ne s'agit pas d'un supplément d'âme mais d'une condition nécessaire. Habités à un cadre idéologique et théorique économiste exacerbant le calcul rationnel des individus, nous avons tendance encore à considérer la dimension éthique comme un exotisme. L'exotisme peut être agréable mais il reste superflu. Or si l'on tient compte de l'inadéquation de la théorie économique pour comprendre le gouvernement des entreprises, si l'on accepte d'appréhender les entreprises selon le régime politique qui permet de les gouverner, et si on considère que la grande entreprise globale se gouverne en référence à l'idéal d'une démocratie entrepreneuriale, alors il nous faut aussi intégrer, avec Montesquieu, que ce régime n'est pas possible sans vertu. On retrouve finalement l'idée classique que la période contemporaine, obnubilée par la sphère financière, nous a fait perdre de vue : il ne peut y avoir d'entreprise durable sans que soit partagé le sens de l'intérêt général qu'elle sert, sans la confiance envers les nombreuses promesses qui y sont faites et sans suffisamment de loyauté pour les tenir. Si la crise de 2008 nous permet de revenir à un tel bon sens, la prochaine décennie devra voir aussi de sérieuses réformes dans la formation des acteurs de l'économie en général, et du gouvernement des entreprises en particulier.

■■■■■■■■■■ RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES DE CETTE POSTFACE ■■■■■■■■■■

Table des matières

- GOMEZ P.-Y. *La République des actionnaires, le gouvernement de l'entreprise entre démocratie et démagogie*, Syros, Paris, 2001.
- GOMEZ P.-Y. et KORINE H., *L'Entreprise dans la Démocratie : Une théorie politique du gouvernement des entreprises*. Version française fortement augmentée de *Entrepreneurs and Democracy* (Cambridge, 2008). De Boeck, Bruxelles, 2009.
- GOMEZ P.-Y. La théorie néolibérale du gouvernement des entreprises : critique d'un renversement critique, in D. Golsorkhi et al. (ed.), *Les études critiques en management*, Québec : Presse Universitaires de Laval, 234-259, 2009.
- GOMEZ P.-Y. Qui trace les frontières ? Une interprétation politique du gouvernement des entreprises contemporaines, in B. Dubrion et B. Baudry, *Analyses(s) et transformation(s) de la firme*, La Découverte, Paris, 2009.
- GOMEZ P.-Y., *Référentiel pour une gouvernance raisonnable des entreprises françaises. Rapport au conseil d'administration de MidaleNext*. Paris, www.ige-online.org, 2009.

Préface..... V

Avant-propos IX

Sommaire XI

PREMIÈRE PARTIE
La gouvernance en crise

Chapitre 1. Gouvernance d'entreprise et contrôle des dirigeants :
1932-2008, d'une crise à l'autre..... 3

Section 1. – DE BERLE ET MEANS AUX ANNÉES 1970 : LE MANAGÉ-
RIALISME 5

§ 1. La séparation de la propriété et du contrôle 5

§ 2. Les limites de la réglementation 5

Section 2. – LE MODÈLE ACTIONNARIAL DE GOUVERNANCE..... 6

§ 1. Les principes..... 6

A. Le marché boursier comme espace d'évaluation 7

B. L'indépendance du conseil d'administration..... 8

§ 2. La montée en puissance du modèle actionnarial 9