

## 2 | 2 LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE : PURGE OU POTION VITAMINÉE ?



**Jean-Florent Réolle** est associé Ernst & Young, responsable de l'offre « Gouvernement d'entreprise ». Diplômé de l'IEP Paris et titulaire d'un MBA d'HEC, il est spécialiste des questions liées à la valeur actionnariale et à la finance d'entreprise. Président de la Société française des évaluateurs, il est par ailleurs chargé de cours à HEC et à l'ESCP.

**Deux ans après Enron, qu'elles soient américaines ou européennes, toutes les entreprises cotées sont soumises à de nouvelles réglementations qui vont les pousser à changer profondément l'organisation de leur gouvernance. Mais le retour de la confiance du marché passera par une transformation plus profonde à laquelle le législateur ne peut pas vraiment contribuer : celle de la praxis de la gouvernance.**

Depuis maintenant deux ans, le monde des affaires est animé par un débat sans précédent sur les pratiques du gouvernement d'entreprise. De fait, il est légitime de s'interroger sur les raisons pour lesquelles des entreprises considérées comme des modèles quelques mois avant leur chute ont soudainement fait faillite. Des mécanismes pernicieux

étaient certes à l'œuvre. On pense aux rémunérations et, d'une manière générale, à la cupidité que l'extraordinaire croissance des marchés financiers a suscitée de toutes parts.

Pendant plusieurs années, la valeur actionnariale a dominé le débat. Les besoins des actionnaires, très largement satisfaits, ont par la suite été oubliés pour se concentrer sur les meilleurs moyens d'enrichir les dirigeants.

Cette interprétation est cependant très insuffisante. Dans cette effervescence collective, l'ensemble des intervenants du marché financier doit faire acte de contrition : les actionnaires qui n'ont pas su ou pu intervenir avec force dans les assemblées générales ; les gestionnaires de fonds qui ont négligé leur responsabilité fiduciaire ; les auditeurs externes dont la vigilance s'est émoussée au cours du temps et a été remplacée, dans certains cas, par une complaisance collusoire. Il s'agit également des administrateurs aveugles, incompetents ou complices qui ont trahi la confiance de ceux qu'ils étaient censés défendre ; des dirigeants qui ont mis en place des systèmes de pouvoir sans partage et se sont plus préoccupés de la façon dont ils pouvaient se constituer un patrimoine que de pérenniser l'entreprise dont ils avaient la charge. Les observa-

teurs ou acteurs externes de l'entreprise – analystes, journalistes économiques... – ont aussi leur part de responsabilité car ils ont été les propagateurs de l'idéologie ambiante. C'est l'ensemble du système de gouvernance qui doit être critiqué, et donc repensé. Les pouvoirs publics ne peuvent pas ne pas être impliqués dans ce débat. La faillite de l'autorégulation a en effet conduit le législateur à intervenir, souvent maladroitement, pour donner des gages à une opinion publique en émoi.

### LE FORMALISME AMÉRICAIN

Les entreprises américaines ont été les premières à se voir imposer une transformation de l'organisation de leur gouvernance. Le législateur est intervenu très rapidement avec la loi Sarbanes-Oxley de 2002. Ce texte, avant tout pénal, renforce les obligations et les responsabilités des directions générales en matière d'information financière. Il redéfinit l'indépendance des auditeurs externes et le contrôle de leur activité par un organisme extérieur et augmente les sanctions infligées en cas de violation d'un certain nombre de règles. La Securities and Exchange Commission (SEC) a été amenée à préciser beaucoup de dispositions de la loi relatives notamment à l'information des marchés et au fonctionnement des

mécanismes de gouvernance. Enfin, le New York Stock Exchange (NYSE) et le Nasdaq ont publié les conditions que les entreprises cotées doivent remplir en matière de gouvernement d'entreprise.

L'approche américaine est très détaillée et formelle. Le renforcement du conseil d'administration par l'introduction d'une majorité d'administrateurs indépendants est une des mesures clés du nouveau dispositif. Les critères de leur indépendance sont précis et rigoureux. Leur rôle est déterminant dans un certain nombre de comités dont l'existence est rendue obligatoire : le comité d'audit, le comité de rémunération et le comité de nomination. La composition et les fonctions de chaque comité font elles aussi l'objet de règles précises.

Conçu comme un véritable contre-pouvoir, le comité d'audit occupe une place essentielle. Constitué uniquement d'administrateurs indépendants, son rôle est défini dans un règlement publié. Son champ d'investigation est large puisqu'il doit s'intéresser à l'intégrité des comptes, à la bonne application des lois et règlements par l'entreprise, à la nomination, à la rémunération et à l'évaluation des auditeurs externes dont il veille à l'indépendance. Sa mission s'étend aussi à la mise en place d'un système permettant à toute personne dans l'entreprise de signa-

ler une fraude sans être inquiétée par les conséquences de cette dénonciation. Il doit aussi surveiller les procédures d'audit et le contrôle interne...

Le deuxième grand volet de ces dispositions concerne la transparence. La loi prévoit que la direction générale doit s'engager personnellement sur les comptes qui sont publiés et sur l'efficacité du contrôle interne. La qualité de ce dernier est en effet la garantie de l'exactitude des assertions faites sur les comptes significatifs de l'entreprise. La SEC a précisé les modalités d'application de ces dispositions et de celles qui concernent l'information sur les éléments hors bilan. Enfin, les entreprises américaines cotées ont l'obligation d'adopter des codes d'éthique et de publier préc

isément leur organisation en matière de gouvernement d'entreprise.

Le troisième volet a trait au renforcement du rôle des actionnaires. Ceux-ci doivent avoir la possibilité de se prononcer sur les émissions de titres réalisées en faveur d'administrateurs ou d'actionnaires significatifs de l'entreprise ou sur les opérations financières qui auraient des incidences importantes sur l'actionariat de l'entreprise. De même, ils doivent être en mesure de s'exprimer sur les attributions d'actions effectuées au profit du management. Le projet de la SEC de changer les règles de nomination des administrateurs pour permettre aux minoritaires d'avoir leurs candidats proposés aux votes de l'assemblée générale s'inscrit dans cette tendance lourde qui consiste à redonner un certain pouvoir aux actionnaires.

### Une réaction européenne souple et mesurée

L'approche de l'Europe a été plus prudente. En mai 2003, à la suite de nombreuses réflexions dont celles du groupe de travail dirigé par Jaap Winter en 2002, la Commission a défini un programme de travail qui complète et encadre plusieurs initiatives dans le domaine du droit européen des affaires. Ce programme vise à renforcer les droits des actionnaires et la protection des tiers et à promouvoir l'efficacité et la compétitivité des entreprises européennes. La motivation de l'Union européenne est certes de répondre à la crise de confiance des marchés, mais aussi de réussir l'intégration de pays dont les traditions économiques ou juridiques sont différentes de celles de l'Europe des Quinze.

D'ores et déjà se dessinent assez clairement les grandes dispositions qui devront faire le plus souvent l'objet d'une déclinaison dans chaque pays. La plupart concernent la transparence. Il s'agit tout d'abord du règlement prévoyant l'application des normes comptables internationales à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2005. Une directive sur les abus de marché porte sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché. Elle doit être transposée dans le droit national d'ici au mois d'octobre 2004. Une directive sur les prospectus a également été votée par le Parlement européen à la fin de l'année dernière. Elle permet d'aligner les obligations des entreprises européennes faisant appel public à l'épargne.

La Commission travaille aussi sur une proposition de directive concernant les obligations de transparence faites aux sociétés cotées. Le projet devrait être étudié par le Parlement au cours de l'année 2004 pour une déclinaison dans chaque pays en 2005. L'objectif est de protéger les investisseurs en

exigeant une transparence minimale, de faciliter l'accès des émetteurs européens dans d'autres pays que leur pays d'origine et, enfin, de favoriser à long terme une meilleure allocation des capitaux en offrant au marché la possibilité de mieux comparer les entreprises européennes entre elles.

L'une des dispositions, à l'origine d'un certain émoi dans les milieux d'affaires européens, est l'obligation pour les entreprises cotées de publier des éléments financiers trimestriels comme le chiffre d'affaires et le résultat ainsi que des états financiers semestriels abrégés avec une actualisation du dernier rapport de gestion. Le principe de la responsabilité du conseil d'administration serait affirmé en cas de fausse déclaration. Ces informations sont cependant moins détaillées que celles que les entreprises américaines ont à fournir au marché.

Le régime de la rémunération des dirigeants fait également l'objet d'une consultation. Dans la lignée du rapport Winter, la Commission pourrait imposer aux entreprises cotées des obligations de transparence sur la politique de rémunération des dirigeants et des administrateurs. Les actionnaires devraient être informés, voire consultés, sur certains de ses aspects, comme le lien entre performance et rémunération. Enfin, elle prendra position sur la comptabilisation de ces rémunérations, en particulier celle des stock-options.

Enfin, à la suite de l'affaire Parmalat, la Commission a accéléré ses travaux sur son projet de directive concernant le contrôle des comptes des entreprises européennes. Ce texte rendrait la création de comités d'audit obligatoire. Tout en renforçant l'indépendance et la compétence des auditeurs externes, il poserait de plus le principe de l'existence dans chaque pays membre d'une autorité chargée de

veiller à la qualité et à l'indépendance des travaux des auditeurs externes, à l'instar du Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) aux États-Unis ou du Haut Conseil du commissariat aux comptes en France.

### LE MODÈLE ANGLAIS

Pour les autres domaines du gouvernement d'entreprise, la Commission s'en remet aux codes de bonnes pratiques nationaux. De fait, il en existe une quarantaine qui présente des principes assez convergents. Certains pays sont plus en avance que d'autres. La Grande-Bretagne fait ici figure de modèle : à la suite du rapport Smith sur les comités d'audit et du rapport Higgs sur le rôle des administrateurs non exécutifs, un nouveau code a été rédigé. Les entreprises sont invitées à s'y conformer ou à expliquer pourquoi, sur telle ou telle disposition, elles ont choisi une solution différente. Ce document définit avec précision les critères d'indépendance, les rôles et la responsabilité du président, des conseils, et des administrateurs non exécutifs. Il demande que les fonctions de président et de directeur général soient séparées et que, lors de sa nomination, le président soit indépendant.

En France, une consolidation des rapports Viénot et Bouton a été réalisée en octobre 2003 par le Mouvement des entreprises de France (Medef) et l'Association française des entreprises privées (Afepe). La Commission des opérations de Bourse (COB) et, à sa suite, l'Autorité des marchés financiers (AMF) demandent aux entreprises cotées de consacrer un chapitre de leur document de référence au gouvernement d'entreprise en se référant à ces recommandations. Cette exigence est à présent renforcée par la loi de sécurité financière, spécifiant que le

Dans la lignée du rapport Winter, la Commission pourrait imposer aux entreprises cotées des obligations de transparence sur la politique de rémunération des dirigeants et des administrateurs.

Vers un cadre éthique et social commun ?

président du conseil d'administration (ou du conseil de surveillance) doit rendre compte, dans un rapport joint au rapport annuel de gestion de la société et à celui du groupe, « des conditions de préparation et d'organisation des travaux du conseil ainsi que des procédures de contrôle interne mis en place par la société ».

### Des mesures coûteuses, mais rentables

Naturellement, le respect de ce faisceau d'obligations ou de recommandations plus ou moins obligatoires a un coût pour l'entreprise : approfondissement des investigations des auditeurs externes, recours à des conseils extérieurs juridiques ou organisationnels, mise à niveau des systèmes de contrôles internes et des outils informatiques les supportant. Il induit également le renforcement de l'audit interne, la création de nouvelles fonctions, l'intensification des travaux des différents conseils et comités, l'augmentation du coût des assurances... Au total, on a pu estimer que, pour une entreprise faisant partie du Fortune 500 et ayant 3 milliards de dollars de chiffre d'affaires, les coûts de mise en place pour la première année pourraient se situer entre 3,5 et 9,5 millions de dollars et les coûts annuels récurrents entre 2,8 et 8 millions de dollars <sup>1</sup> !

Ces chiffres peuvent apparaître exorbitants. Ils doivent cependant être mis en regard de l'impact d'une meilleure gouvernance sur la valeur de l'entreprise. Sur la base d'un indice de gouvernement d'entreprise comprenant plus d'une vingtaine de dispositions, dont beaucoup sont liées à la protection des

actionnaires, des chercheurs américains ont montré que les performances boursières des entreprises bien gouvernées sont supérieures (+ 8,5% par an sur la décennie 1990) à celles qui ne le sont pas <sup>2</sup>. De nombreuses études confirment que l'indépendance, la compétence, l'organisation et la motivation des administrateurs sont en général des facteurs clés de création de valeur. Par ailleurs, l'alignement de l'intérêt des managers sur celui des actionnaires par le biais d'une rémunération liée à la performance de l'entreprise peut être un élément positif pour la valeur actionnariale, même si les dérives auxquelles on a pu assister récemment ont suscité une réflexion sur les conditions dans lesquelles cette rémunération doit être réalisée.

### ÉVITER LE PIÈGE DE LA CONFORMITÉ

Ces analyses de l'impact de certaines composantes du gouvernement d'entreprise sont complétées par de plus rares études globales. Ainsi, en 2002, une enquête réalisée par le cabinet McKinsey auprès d'investisseurs institutionnels a confirmé que le sujet est au cœur des décisions d'investissement. Une majorité de ces investisseurs est prête à payer une prime très significative pour les entreprises qui ont adopté

<sup>1</sup> *New Regulations : Preparing for the Unplanned Costs*, Financial Executive, January-February 2003

<sup>2</sup> *Corporate Governance and Equity Prices*, Compers, Paul A. - Ishii, Joy L. - Metrick, Andrew, 2001.

des standards stricts en matière de gouvernance : 12 à 14% en Europe occidentale et aux États-Unis, 20 à 25% en Asie et en Amérique latine et 30% en Europe de l'Est et en Afrique.

L'impact d'une meilleure gouvernance sur la valeur des entreprises ne sera pourtant pas mécanique, certaines d'entre elles pouvant facilement tomber

dans le piège de la conformité.

Trop d'entreprises considèrent en effet qu'il suffit de créer un ou deux comités, de nommer quelques personnalités qualifiées d'indépendantes et de mieux communiquer sur la fréquence des réunions du conseil d'administration pour remplir leurs « obligations » en matière de gouvernement d'entreprise. Mais elles doivent réaliser que, demain, toutes les sociétés seront en conformité avec les règles. Le marché n'aura aucune raison de faire une différence entre les émetteurs.

### Aller au-delà des obligations

La prime de gouvernance disparaîtra... excepté pour les entreprises qui seront allées au-delà des obligations. En effet, le gouvernement d'entreprise n'est pas une fin en soi mais un outil mis à la disposition de l'entreprise pour rassurer l'actionnaire sur la façon dont les décisions sont prises et contrôlées dans trois domaines clés : la politique d'investissement, la maîtrise des risques et la répartition de la valeur. Oublier cet aspect ne peut que conduire à une pratique désincarnée de la gouvernance.

La politique d'investissement est une condition essentielle de la rentabilité des actifs de l'entreprise qu'ils soient tangibles ou intangibles. Elle recouvre

les investissements courants ou majeurs, mais aussi le portefeuille d'options réelles que l'entreprise doit constituer et faire vivre. La croissance future dépend de la richesse de ce portefeuille et de la manière dont il est géré. Cette dimension à la fois stratégique et organisationnelle, clé de l'avantage compétitif futur de l'entreprise, doit être au centre des débats du conseil et de l'information des actionnaires.

La maîtrise des risques est le deuxième point sur lequel il convient de rassurer les investisseurs. La volatilité des marchés n'est que le miroir de celle des positions concurrentielles. Le risque est aujourd'hui plus pernicieux et multiforme que jamais et nos entreprises sont de plus en plus vulnérables. Certes, il est impossible d'éviter tous les risques auxquels une organisation devra faire face, mais il existe à présent des techniques qui permettent de les gérer de manière plus systématique.

La répartition de la valeur créée est la dernière dimension dans laquelle la confiance des actionnaires doit être recherchée. Il s'agit ici de convaincre les investisseurs que l'entreprise ne dégage pas de bénéfices privés au profit de telle ou telle catégorie : dirigeants, actionnaires majoritaires, partenaires privilégiés... La politique de financement, la rémunération des dirigeants, les conventions passées entre la société et des actionnaires influents, la politique de transfert de prix sont autant d'occasions d'organiser des transferts de valeurs préjudiciables aux actionnaires.

### EFFICACITÉ, RESPONSABILITÉ ET ÉQUITÉ

Créer et maintenir la confiance des actionnaires consiste à les rassurer sur le fait qu'un système de gouvernance existe, afin que les décisions prises

dans ces domaines clés respectent trois principes fondamentaux : l'efficacité, la responsabilité et l'équité.

L'efficacité, car le gouvernement d'entreprise a pour objet d'optimiser les décisions prises. De ce point de vue, les récents scandales ont révélé les limites du patron visionnaire, mais autocrate. Les études qui ont été faites montrent que les résultats issus de processus de décisions collectives sont supérieurs à ceux d'une décision individuelle. À condition que les administrateurs ne tombent pas dans les pièges du *groupthink* décrits par Janis<sup>3</sup>. L'apport d'un conseil d'administration actif, indépendant d'esprit et compétent est un élément critique dans la qualité des décisions stratégiques de l'entreprise.

Le système de gouvernance doit aussi s'attacher à créer les conditions d'une vraie responsabilité des organes de décision et de contrôle. Les actionnaires ne peuvent faire confiance à des organisations qui acceptent l'irresponsabilité de fait des décisionnaires ou des contrôleurs. Le principe de responsabilité implique une claire répartition des rôles entre l'exécutif et les organes de contrôle, des objectifs précis et transparents pour chacun, la mise en place d'un processus d'évaluation professionnelle et l'alignement effectif des rémunérations sur les performances demandées. Enfin, les sanctions en cas de manquements doivent pouvoir être prises en toute transparence.

L'équité est le dernier principe fondamental que tout système de gouvernance doit viser. Équité à l'égard des actionnaires tout d'abord. La confiance résulte de la conviction que les décisions majeures se feront dans le respect des engagements explicites ou implicites. Équité à l'égard du management qui contribue à l'enrichissement des actionnaires.

Équité à l'égard des actionnaires majoritaires qui ont un engagement majeur dans l'entreprise. Enfin, équité à l'égard des partenaires de l'entreprise. Le conseil d'administration est le garant de ce principe constituant un des fondements de la confiance des marchés.

### Des stratégies adaptées à chaque contexte

L'entreprise désireuse de faire la différence et de bénéficier d'une prime de valorisation doit donc définir une véritable stratégie de gouvernance. Si les objectifs sont clairs, la mise en œuvre est laissée à l'appréciation de chacun. Il n'existe pas de *best practice* ou de modèle. De ce point de vue, l'approche mesurée de l'Union européenne donne une véritable opportunité à nos entreprises de mettre en place des systèmes adaptés à la situation. Encore faut-il qu'elles dépassent les problématiques d'organisation et de procédure pour toucher aux comportements.

Les « bonnes » pratiques sont toutes connues. Mais l'important est leur adaptation à la situation de l'entreprise et, en particulier, à sa taille, à sa maturité, à son secteur, à sa place de cotation, à son pays d'origine, à sa structure juridique, à la géographie de son capital, à l'importance de son flottant... Il est évident qu'un groupe coté à New York et à Paris, dont l'actionariat est très dispersé et international, ne doit pas avoir le même système qu'une entreprise familiale cotée sur le second marché.

Il appartient au conseil d'administration de jouer le rôle d'architecte pour la construction d'un édifice dont chaque partie vient renforcer ou compenser les autres, et qui doit être conçu comme évolutif dans le temps. Toutes les dimensions de la gou-

<sup>3</sup> « Crucial decisions : leadership in policy-making and crisis management », Irving Janis, Free Press, 1989.

L'approche mesurée de l'Union européenne donne une véritable opportunité à nos entreprises de mettre en place des systèmes adaptés.

Les investisseurs institutionnels vont pousser les entreprises à aller au-delà des exigences réglementaires et des codes officiels. Nombre d'entre eux ont d'ores et déjà édicté leurs propres recommandations.

vernance doivent être analysées et des choix précis effectués pour chacune d'entre elles : la direction et le contrôle de l'entreprise ; la sélection, la nomination, l'évaluation et la rémunération des dirigeants et des administrateurs ; l'information montante et descendante entre les actionnaires, les administrateurs et les dirigeants ; les droits et devoirs des actionnaires ; les engagements externes à l'égard des autres parties prenantes.

#### LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE, DISCIPLINE COMPLEXE ET TRANSVERSALE

L'expérience montre que la conception d'un système de gouvernement d'entreprise exige que l'on s'interroge sur l'ensemble de ces dimensions afin d'identifier et de résoudre les fréquentes contradictions qu'une approche fragmentée ne manque pas de faire naître, et de maîtriser les implications du système en termes de responsabilité civile et pénale. Le gouvernement d'entreprise est donc une discipline complexe, à l'intersection du droit, de la finance, des sciences de l'organisation et du comportement et de la communication <sup>4</sup>.

Au-delà de l'organisation et des procédures mises en place, l'entreprise doit s'attacher à changer les comportements et à le faire savoir au marché. C'est à ce prix qu'elle fera de sa gouvernance un véritable argument auprès des investisseurs qui, de leur côté, s'organisent pour déceler la substance derrière la forme.

La problématique de l'administrateur indépendant est un bon exemple de la nécessité de s'attaquer aux difficultés pratiques du gouvernement d'entreprise <sup>5</sup>. Leur nombre est un facteur moins important que leur formation, leur information et les possibilités qui leur sont données d'intervenir dans les débats du conseil. L'administrateur indépendant auquel est envoyé un dossier de cinq cents pages trois jours avant le conseil et qui doit assister à un débat que le management a structuré autour de points techniques totalement abscons est inutile dans la prise de décisions.

Les investisseurs ne sont pas dupes : des études ont souligné qu'il n'existait pas de corrélation entre un conseil d'administration plus indépendant et les performances de l'entreprise. De fait, une proportion trop forte d'administrateurs indépendants pourrait être contre-productive : ils connaissent moins bien l'entreprise, s'expriment avec moins d'assurance dans les conseils (en raison d'un accès limité à l'information), et finalement... dépendent davantage du management ! Il appartient au président de s'assurer que les administrateurs indépendants peuvent jouer un véritable rôle dans les conseils. Progressivement, les investisseurs institutionnels vont pousser les entreprises à aller au-delà des exigences réglementaires et des codes officiels. Nombre d'entre eux ont d'ores et déjà édicté leurs propres recommandations. Ils sont un aiguillon particulièrement efficace pour les entreprises soucieuses d'éviter des confrontations avec de puissants actionnaires, souvent préjudiciables pour leur réputation. Sous la pression de leurs mandants, mais aussi en raison des contraintes qui leur sont imposées par la législation américaine, ces investisseurs doivent voter aux assemblées et expliquer

<sup>4</sup> Afin de faire progresser cette discipline, Ernst & Young participe au Comité Benjamin Franklin, *think tank* pluridisciplinaire qui s'est donné comme objectif de jeter les bases d'une nouvelle approche du gouvernement d'entreprise.

<sup>5</sup> Pour une description critique du fonctionnement du gouvernement d'entreprise en France, voir le rapport de Bénédicte Bertin-Mouroit et Marc Lapôtre « Gouvernement d'entreprise : fonctionnement des organes de contrôle et rôle des représentants des salariés », Observatoire des dirigeants, LSCI-CNRS.

leur politique de vote. Les révoltes d'actionnaires, auxquelles ont dû récemment faire face des groupes comme Disney ou Newscorp, montrent que cette menace n'est plus théorique.

#### ANTICIPER LES EXIGENCES DU MARCHÉ

Facteur supplémentaire à prendre en considération par les entreprises, les moyens d'analyse de la gouvernance se développent progressivement tant chez les investisseurs institutionnels que dans des sociétés de rating spécialisées (GMI, ISS...). Les approches restent encore très formelles, mais on peut penser qu'au fil du temps, grâce aux informations données au marché par les meilleures entreprises et aux éléments disponibles à la suite des mises en cause de la responsabilité des dirigeants et administrateurs, l'analyse deviendra plus fine, et donc plus pertinente. À cet égard, l'intérêt des agences de crédit pour le gouvernement d'entreprise <sup>6</sup> devrait contribuer à accélérer cette évolution.

Il appartient dès lors aux entreprises soucieuses d'amortir les coûts de la mise en conformité d'anticiper les exigences du marché : le dire ne sera pas suffisant. Il faudra le vivre et le prouver pour convaincre et retrouver la confiance du marché. Les régulateurs sont utiles pour établir les principes, mais ils resteront impuissants pour améliorer la pratique. C'est aux entreprises de décider si le gouvernement d'entreprise doit être une purge ou une potion vitaminée.

<sup>6</sup> « Ne tirez pas sur les agences de rating ! », Jean-Florent Rérolle, Banque Stratégie, avril 2005.