



**Conférence
des Nations Unies
sur le commerce
et le développement**

Distr.
GÉNÉRALE

TD/B/COM.2/ISAR/19/Add.2
7 août 2003

FRANÇAIS
Original: ANGLAIS

CONSEIL DU COMMERCE ET DU DÉVELOPPEMENT

Commission de l'investissement, de la technologie
et des questions financières connexes

Groupe de travail intergouvernemental d'experts
des normes internationales de comptabilité et de publication

Vingtième session

Genève, 29 septembre-1^{er} octobre 2003

Point 3 de l'ordre du jour provisoire

**Étude de cas sur la publication d'informations relatives
à la gouvernance d'entreprise en France**

Rapport du secrétariat de la CNUCED

Résumé

À sa dix-neuvième session, qui s'est déroulée à Genève du 25 au 27 septembre 2002, le Groupe de travail intergouvernemental d'experts des normes internationales de comptabilité et de publication (ISAR) a demandé que des études de cas soient réalisées sur les prescriptions en matière de transparence et de publication pour la gouvernance d'entreprise. Conformément à cette demande, cinq études de cas ont été réalisées sur les principaux problèmes liés à l'application de ces prescriptions dans les pays suivants: Brésil, États-Unis d'Amérique, Fédération de Russie, France et Kenya.

Le présent rapport expose les conclusions d'une étude de cas sur la publication d'informations relatives à la gouvernance d'entreprise en France. Il donne un aperçu des marchés financiers français, des cinq principaux codes ou rapports publiés sur la gouvernance d'entreprise, de la législation financière et du respect des normes comptables internationales, avant d'analyser de manière plus approfondie les prescriptions en matière d'information financière, la divulgation d'informations non financières, les assemblées générales, les délais et modalités de publication, ainsi que les meilleures pratiques en matière de respect des règles de gouvernance d'entreprise. Les prescriptions en matière de transparence et de publication examinées à la dix-neuvième session du Groupe de travail sont utilisées dans cette étude comme points de référence.

Les principaux objectifs de l'étude sont de tirer des enseignements des efforts déployés en France pour promouvoir une meilleure transparence et information dans les entreprises, et de les partager avec les États membres qui souhaitent améliorer la transparence et l'information sur leurs marchés respectifs.

TABLE DES MATIÈRES

	<u>Page</u>
INTRODUCTION	3
I. INFORMATION FINANCIÈRE	9
II. INFORMATIONS NON FINANCIÈRES	11
A. Objectifs de la société	11
B. Actionnariat et droits des actionnaires.....	11
C. Structures et politiques de gouvernance	12
1. La structure, le rôle et les fonctions du Conseil	12
2. Comités du Conseil.....	13
D. Membres du Conseil et principaux dirigeants	13
1. Devoirs et qualifications	13
2. Mécanisme d'évaluation.....	14
3. Rémunération des dirigeants	14
4. Plans de succession des mandataires sociaux.....	15
5. Conflits d'intérêts	15
E. Questions importantes relatives aux salariés et aux autres actionnaires.....	16
F. Gestion environnementale et sociale	17
G. Risques importants prévisibles	17
H. Indépendance des commissaires aux comptes	17
III. ASSEMBLÉES GÉNÉRALES	18
IV. DÉLAIS ET MODALITÉS DE PUBLICATION.....	19
V. MEILLEURES PRATIQUES EN MATIÈRES DE RESPECT DES RÈGLES DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE	19
VI. CONCLUSIONS.....	19
References and related literature	20

INTRODUCTION

1. Le choix de la France pour une étude de cas portant sur la publication d'informations relatives à la gouvernance d'entreprise en Europe peut se justifier par les raisons suivantes: contexte géographique, culturel, sociopolitique et économique européen diversifié; intérêt du contexte historique; importance des activités de gestion des actifs; forte proportion d'actionnaires étrangers dans les entreprises; bourse multinationale; avancées en matière de gouvernance d'entreprise; codes de gouvernance fréquemment actualisés; législation financière régulièrement mise à jour; grand nombre d'associations et de clubs d'investissement; respect des normes comptables internationales et améliorations sensibles de l'information. En outre, la France est l'un des pays qui adoptera d'ici 2005 les normes comptables internationales (IAS) pour les états financiers consolidés des sociétés cotées.

Contexte géographique, culturel, sociopolitique et économique

2. La France est située à la croisée des principaux courants culturels européens, entre l'Europe du Nord et la Méditerranée. Elle est aussi proche des cultures allemande et flamande et a profité de l'influence culturelle de l'émigration provenant essentiellement de Russie et de Pologne au début du XX^e siècle.

3. Sur le plan politico-économique, il est évident que la France a joué et joue un rôle considérable dans la création et dans le développement de l'Union européenne.

4. En outre, la France exerce une influence au-delà de l'Europe, par exemple en Afrique francophone, au Moyen-Orient et dans de nombreuses autres parties du monde.

Contexte historique

5. La Société hollandaise des Indes orientales - stimulée par les activités de la Ligue hanséatique en Allemagne, aux Pays-Bas et en Belgique - a contribué dès 1602 à la création de la bourse d'Amsterdam. La Société anglaise des Indes orientales a été créée peu après la société hollandaise.

6. La Compagnie française des Indes n'a été fondée qu'en 1664, un demi-siècle après ses homologues hollandaise et anglaise.

7. En France, les premiers titres auraient été négociés vers 1709 à l'Hôtel de Soissons. Après la faillite de John Law, le premier marché boursier a commencé à fonctionner en 1720, avant d'être transféré au Palais Brongniart en 1807; celui-ci est désormais utilisé comme centre de conférences par Euronext-Paris, qui fonctionne exclusivement par transactions électroniques et est installé au 39 rue Cambon, Paris 8^e.

Importance des activités de gestion d'actifs

8. La France est considérée comme le quatrième marché du monde pour la gestion d'actifs (actions et fonds à revenu fixe), totalisant quelque 1 500 milliards d'euros en décembre 2002. Elle est le premier marché de fonds de placement en Europe et le deuxième dans le monde, avec environ 850 milliards d'euros pendant le premier trimestre 2003 (actions et actifs à revenu fixe).

9. L'intérêt pour les placements en actions ne cesse de croître, comme en témoigne le fait que 7 millions de Français étaient actionnaires en 2002 (le nombre le plus élevé était de 8 millions en 1920 et le plus bas de 1,3 million en 1978). Cela représente environ 11,5 % de la population française, soit moins qu'aux États-Unis (26 %) et au Royaume-Uni (22 %). En Allemagne, ce chiffre est de 8 %.

Forte proportion d'actionnaires étrangers

10. Si les investisseurs domiciliés en dehors du territoire français ne détenaient que 11 % environ de la capitalisation boursière française en 1986, leur part aurait considérablement augmenté pour atteindre 36 % en 2001.

11. Selon une enquête sur l'actionnariat réalisée par Georgeson (citée dans *Le Monde* du 6 juin 2002), les actionnaires non résidents sont majoritaires dans plusieurs entreprises françaises, par exemple:

Investisseurs étrangers majoritaires en France

TotalFinaElf	65 %	Lafarge	58,5 %	Suez	52 %
Aventis	60 %	Vinci	56 %	Saint-Gobain	51 %

12. En outre, jusqu'à 80 % des transactions réalisées sur le marché boursier français sont le fait d'investisseurs étrangers.

13. Cette proportion relativement élevée d'investisseurs étrangers s'explique principalement par la faible participation au marché des actions des fonds de pension français (qui adoptent généralement un régime de retraite par répartition ne faisant pas appel à la capitalisation) et des particuliers français, ainsi que par les résultats de la politique de promotion internationale de la Bourse de Paris/Euronext au cours des 10 dernières années.

14. La plupart des grandes sociétés françaises tiennent compte de l'importance de cet actionnariat étranger en publiant leurs rapports en français et en anglais.

Bourse multinationale

15. En 2003, Euronext est considéré comme le principal marché unifié européen, après la fusion de la Bourse de Paris avec les bourses belge, néerlandaise et portugaise. En outre, il s'appuie sur une infrastructure unifiée de négociation et de règlement des titres - Euroclear - couvrant la France, la Belgique, les Pays-Bas, le Portugal, le Royaume-Uni et l'Irlande. Enfin, le marché des produits dérivés Euronext.liffe, basé à Londres, est associé au Chicago Board of Trade et au Chicago Mercantile Exchange des États-Unis.

16. Euronext est le premier marché en volume de transactions et arrive en deuxième position, juste derrière la bourse de Londres, pour ce qui est de la capitalisation boursière et du nombre de sociétés cotées en Europe.

17. Euronext a créé de nouveaux segments plus valorisants pour les sociétés: NextEconomy et NextPrime. Pour y être admises, les sociétés doivent être cotées en continu et présenter les caractéristiques suivantes en matière d'information: utilisation, en plus de la langue d'origine (français, néerlandais ou portugais), de l'anglais dans les publications financières; publication des rapports annuels dans un délai de trois mois; adoption des normes comptables internationales (IAS) ou harmonisation avec celles-ci; déclaration de gouvernance d'entreprise; publication d'un calendrier pour la publication d'informations; organisation de deux réunions au moins par an avec les analystes; communication d'informations aux investisseurs sur Internet; et publication d'informations sur leurs actionnaires.

18. La Bourse de Paris, présidée par M. Jean-François Théodore, a renforcé sa stature internationale en 1995 avec la création d'un conseil consultatif international composé d'éminents investisseurs (non français) internationaux et experts internationaux de la gouvernance d'entreprise. Cet organe est devenu le Conseil consultatif international d'Euronext.

19. En outre, le positionnement du marché financier français est développé depuis une dizaine d'années par Paris Europlace, qui compte plus de 200 membres institutionnels. Paris Europlace organise chaque année, en juillet, un forum financier international qui réunit quelque 1 500 financiers provenant du monde entier.

Avancées françaises en matière de gouvernance d'entreprise

20. La France peut être considérée comme étant à l'avant-garde de la gouvernance d'entreprise en Europe continentale. Par exemple, la Bourse de Paris a pris l'initiative d'inviter l'International Corporate Governance Network (ICGN) à tenir en 1997 sa troisième Conférence annuelle à Paris, juste après Washington et Londres. Les avancées réalisées lors de la Conférence de 1997 ont incité Euronext à inviter l'ICGN à tenir sa neuvième Conférence à Amsterdam en 2003.

21. Un autre exemple des initiatives françaises en matière de gouvernance d'entreprise est la création de la première SICAV multinationale indicielle tiltée avec des critères de gouvernance d'entreprise et de valeur actionnariale dans le monde: ABF Europe Valeur Actionnariale lancée à Paris en 1998. Cette SICAV - gérée par ABF Capital Management avec des bases de données que Proxinvest, société française de conseil en politique de vote, établit grâce à un algorithme mis au point par une entreprise genevoise - a superformé son indice de référence de l'Union européenne pendant plusieurs années.

Codes français de gouvernance d'entreprise

Cinq codes ou rapports ont été publiés en France entre 1995 et 2003:

- «Le Conseil d'administration des sociétés cotées», rapport publié le 10 juillet 1995 par le Comité AFEP-CNPF¹, présidé par M. Marc Viénot, Président à l'époque de la Société Générale. Ce rapport est appelé dans les milieux de la gouvernance d'entreprise «Rapport Viénot I».

¹ AFEP: Association française des entreprises privées.
CNPF: Conseil national du patronat français.

- «Recommandations sur le gouvernement d'entreprise», rapport publié le 9 juin 1998 par la Commission AFG-ASFFI², présidée par M. Jean-Pierre Hellebuyck, Directeur de la stratégie d'investissement d'AXA à Paris. Ce rapport est appelé dans les milieux de la gouvernance d'entreprise «Rapport Hellebuyck I».
- «Rapport du Comité sur le gouvernement d'entreprise», publié en juillet 1999 par le Comité AFEP-MEDEF³, présidé par M. Marc Viénot, Président à l'époque de Paris Europlace. Ce rapport est appelé dans les milieux de la gouvernance d'entreprise «Rapport Viénot II».
- «Recommandations sur le gouvernement d'entreprise», mise à jour du document publié en 1998 par la Commission AFG-ASFFI présidée par M. Jean-Pierre Hellebuyck, publiée le 23 octobre 2001. Ce rapport est appelé dans les milieux de la gouvernance d'entreprise «Rapport Hellebuyck II».
- «Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées», rapport publié le 23 septembre 2002 par le Comité AFEP/AGREF-MEDEF⁴, présidé par M. Daniel Bouton, Président de la Société Générale.

22. Un code unifié (rapports Viénot I et II et Bouton) doit être publié en 2003.

23. Les entreprises françaises s'efforcent d'adopter les principes énoncés dans les cinq codes ou rapports susmentionnés. Elles les évoquent souvent dans leurs rapports annuels. Elles mentionnent parfois aussi les codes internationaux de l'ICGN et/ou de l'OCDE relatifs à la gouvernance d'entreprise.

Législation financière

24. La législation financière française est périodiquement mise à jour en fonction des besoins.

25. La loi sur les nouvelles régulations économiques (NRE) a été approuvée le 15 mai 2001. Elle contient plusieurs dispositions relatives à la gouvernance d'entreprise qui s'inspirent largement des rapports Viénot I et II et Hellebuyck I (les rapports Hellebuyck II et Bouton n'avaient pas encore été publiés) – par exemple, réduction de 24 à 18 du nombre d'administrateurs, divulgation de la rémunération des dirigeants, information sociale et environnementale et identification des actionnaires importants.

² AFG: Association française de gestion financière.
ASFFI: Association française des fonds et sociétés d'investissements.

³ AFEP: Association française des entreprises privées.
MEDEF: Mouvement des entreprises de France, nouveau nom du CNPF.

⁴ AFEP: Association française des entreprises privées.
AGREF: Association des grandes entreprises françaises.
MEDEF: Mouvement des entreprises de France, nouveau nom du CNPF.

26. En outre, un nouveau projet de loi de sécurité financière a été soumis à l'approbation du Parlement français le 21 mars 2003. Il créera une nouvelle autorité des marchés financiers (AMF), résultat de la fusion de la Commission des opérations de bourses (COB) et du Conseil des marchés financiers (CMF). Cette future autorité exercera les activités de ses prédécesseurs et contrôlera notamment les pratiques d'audit.

27. Cette nouvelle loi traitera d'un grand nombre de questions, par exemple de la vérification des comptes (nouveau conseil de surveillance des vérificateurs des comptes, réglementation des audits et des vérificateurs) et de la publication d'informations sur la gouvernance d'entreprise.

28. Depuis plusieurs dizaines d'années, la loi oblige les sociétés françaises à mettre à jour leurs informations financières dans le Bulletin des annonces légales obligatoires (BALO). Les sociétés cotées doivent être contrôlées par deux commissaires provenant de deux cabinets d'audit différents dans le cadre d'une mission conjointe.

29. Depuis 1993, la COB a publié les articles actualisés de la législation française dans son «vade-mecum» financier, qui peut être consulté sur Internet sous la rubrique «Transparence du marché».

Grand nombre d'associations et de clubs d'investissement

30. La France compte plusieurs associations qui traitent de questions relatives à la gouvernance d'entreprise – par exemple, l'Association française pour la défense des actionnaires minoritaires (ADAM), l'Association française des fonds de pension (AFPEN), l'Association nationale des actionnaires français (ANAF), l'Association nationale des sociétés par actions (ANSA), l'Association des petits porteurs d'actifs (APPAC), l'Association volontaire des actionnaires salariés (AVAS), le Cercle de liaison des informateurs financiers en France (CLIFF), la Fédération des associations d'actionnaires salariés et anciens salariés (FAS), Paris Europlace (voir plus haut) et la Société française des analystes financiers (SFAF).

31. En outre, la France est à l'avant-garde du développement des clubs d'actionnaires en Europe. Plusieurs sociétés françaises ont établi ce type de clubs, qui offrent un grand nombre d'avantages: accès privilégié aux télécommunications, lettres aux actionnaires, sites Web, programmes de formation, publications spécifiques et visites d'entreprises (usines, centres de distribution, etc.) et organisation de réunions pendant lesquelles des questions importantes sur la société concernée peuvent être discutées de manière informelle.

Respect des normes comptables mondiales et amélioration sensible de l'information

32. La première société américaine de conseil en gouvernance d'entreprise, Davis Global Advisors, a classé les pays en fonction du degré de respect des deux normes prédominantes dans le monde, à savoir les normes comptables internationales (IAS) et les principes comptables généralement reconnus (GAAP) appliqués aux États-Unis ou au Royaume-Uni. Selon le rapport que Davis Global Advisors a publié sur les principaux indicateurs de la gouvernance d'entreprise (*Leading Corporate Governance Indicators*) et communiqué au Conseil consultatif international d'Euronext), 33 % des 250 premières sociétés françaises observaient soit les normes IAS soit les normes GAAP, contre 100 % aux États-Unis et 90 % au Royaume-Uni (normes GAAP

britanniques équivalentes), 71 % en Allemagne et 56 % aux Pays-Bas. D'autres pays étaient moins bien placés que la France, qui se retrouvait ainsi en milieu de classement.

33. En avril 2003, Standard & Poor's a établi un classement comparable dans lequel les sociétés britanniques, françaises et néerlandaises obtenaient les meilleures notes, après les entreprises américaines, pour le respect des normes d'information sur la gouvernance d'entreprise. Si les sociétés européennes sont régulièrement bien classées pour la transparence des rapports annuels et l'information financière, elles sont généralement à la traîne des compagnies américaines quand il s'agit de divulguer des informations sur l'actionnariat et les droits des investisseurs.

34. Selon M. Pierre-Henri Leroy, Président de la société parisienne Proxinvest, les sociétés françaises ont accompli des progrès considérables en matière d'information depuis la publication du rapport Viénot I en 1995. Par exemple, la plupart des rapports annuels sont désormais envoyés aux actionnaires deux semaines au moins avant l'assemblée générale; la biographie des dirigeants et leur rémunération (y compris les options de souscription ou d'achat d'actions - stock options) sont désormais divulguées; les comités du Conseil rendent davantage compte de leurs activités; et la répartition entre les honoraires d'audit et les honoraires de conseil est communiquée aux actionnaires.

Le système de comptabilité français et les normes IAS

35. Le système de comptabilité français, qui trouve son origine dans la «comptabilité à partie double» décrite en 1494 par le frère Luca Bartolomeo Pacioli à Venise, subira le contrecoup de l'adoption des normes IAS pour l'établissement des comptes consolidés des sociétés cotées en bourse dans les pays de l'Union européenne en 2005, voire ultérieurement, de toutes les sociétés européennes.

36. En 2003, les principes comptables français se fondent sur le Code de commerce; les règles du Plan comptable général et du Comité de la réglementation comptable; les recommandations formulées par le Conseil national de la comptabilité; et les interprétations du Comité d'urgence concernant les états financiers consolidés.

37. L'ordre des experts-comptables publie des recommandations pour aider ses membres à appliquer la législation en vigueur.

38. Comme il a été dit précédemment, la nouvelle Autorité des marchés financiers (AMF) est censée émettre des recommandations et des opinions sur les pratiques d'audit.

39. Une liste comparative des règles comptables françaises et des règles IAS est reproduite notamment dans les «GAAP Series of Surveys of National Accounting Rule in 53 Countries». La France est aussi l'un des 59 pays examinés dans l'étude «GAAP Convergence 2002».

40. Les questions relatives à la convergence du système de comptabilité français et des normes IAS sont examinées dans la section suivante.

I. INFORMATION FINANCIÈRE

41. En 1988, la Société française des analystes financiers (SFAF) a publié son code de déontologie. Il a été mis à jour en 1992 en coopération avec le Cercle de liaison des informateurs financiers en France (CLIFF) et en 2002 en coopération avec le Conseil des marchés financiers (CMF). Il souligne la nécessité de réserver le même traitement à tous les actionnaires concernant les informations publiées par les sociétés. Il interdit l'utilisation d'informations privilégiées pour l'enrichissement personnel et établit des procédures pour prévenir tout conflit d'intérêts dans la profession d'analyste financier.

42. Les rapports Viénot I (1995) et Viénot II (1999) étaient davantage axés sur la gouvernance d'entreprise que sur l'information financière. Ils soulignent que les administrateurs doivent être bien informés, respecter le secret professionnel et s'abstenir d'effectuer des opérations sur les titres de la société en tirant parti d'informations privilégiées. Ils insistent aussi sur la nécessité d'accélérer la publication des comptes annuels consolidés.

43. Le rapport Hellebuyck I (1998) était axé sur la publication d'informations par différents moyens, par exemple: publication de deux rapports, l'un simplifié et l'autre plus complet; communication de rapports par voie électronique, en français et en anglais; et divulgation des rémunérations des dirigeants, notamment du mode de calcul des options de souscription ou d'achat d'actions (stock options) et des indemnités de départ, le cas échéant.

44. La loi de 2001 sur les NRE a repris plusieurs recommandations formulées dans les rapports susmentionnés.

45. Le rapport Hellebuyck II (2001) a actualisé les recommandations formulées dans le rapport de 1998 concernant le vote en ajoutant un chapitre sur le développement durable, ainsi qu'en incitant les sociétés à envisager de dissocier les fonctions de président du Conseil et de directeur général et à publier davantage d'informations sur les rémunérations des dirigeants.

46. Le rapport Bouton (2002) souligne la prééminence du fond sur la forme et consacre le principe de «l'image fidèle» («true and fair view»). Les rapports annuels devraient indiquer les engagements hors bilan (dans une note des états financiers). Les risques de marché (taux de change, crédit, matières premières, etc.) devraient être précisés. Les procédures internes mises en œuvre pour évaluer ces risques devraient être communiquées, de même que les indicateurs de sensibilité des résultats à ces risques et la manière d'évaluer ces indicateurs. En outre, selon ce rapport, les notations actualisées des agences de notation financière devraient être publiées.

47. Le rapport Bouton est également favorable à une convergence des normes GAAP américaines et des normes IAS/IFRS. Il considère toutefois que les normes IAS doivent être améliorées dans certains domaines, par exemple:

- Il faudrait faire en sorte que l'accent soit moins exagérément mis sur le court terme;
- La comptabilisation à la valeur de marché («fair value») devrait tenir compte des horizons et des modes de gestion, notamment pour les actifs et passifs à long terme;

- Les informations utilisées devraient être mieux définies et harmonisées. Compte tenu de l'inflation des données à fournir, les normalisateurs devraient se concentrer sur les éléments clefs qui présentent le plus grand intérêt pour les utilisateurs;
- Les principes directeurs de référence et l'approche générale retenue devraient être clairement définis, limitant ainsi le développement de règles excessivement détaillées et complexes.

48. En résumé, selon ce rapport, les procédures de travail de l'IASB doivent mieux prendre en compte les positions exprimées par l'ensemble des acteurs de la vie économique, notamment les émetteurs, les investisseurs et les auditeurs.

49. Une question importante dont est saisie l'IASB concerne la règle IAS 39 sur les produits dérivés. Les banques françaises soutiennent les efforts de la Fédération bancaire européenne visant à persuader l'IASB de revoir son projet de règle IAS 39 sur les produits dérivés, qui risque de porter préjudice à la stratégie de macrocouverture couramment utilisée pour la gestion des risques. Les négociations à venir diront comment l'IASB réussira à préserver son objectif de réduire les risques cachés liés aux produits dérivés dans les bilans des sociétés.

50. Selon *Le Monde* daté du 3 juin, l'Union européenne a recommandé de suspendre l'application des règles IAS 32 et IAS 39 car elle craignait que la notion de «valeur marchande juste» («fair market value»), qui risque d'être imposée par ces règles, n'accroisse la volatilité des comptes. Dans son numéro du 23 juin 2003, *The Wall Street Journal Europe* rapporte que l'IASB pourrait modifier son projet de règles sur les produits dérivés. Selon l'édition de juillet 2003 du *World Accounting Report*, l'IASB aurait conclu un accord avec les banques européennes et achèverait le texte final des modifications à apporter aux deux normes susmentionnées.

51. Si l'adoption des normes IAS représentera une avancée considérable, un autre obstacle important sera l'harmonisation des règles comptables GAAP américaines avec les normes IAS. Dans le passé, plusieurs sociétés françaises ont fait état de disparités considérables entre le système comptable français et les normes GAAP américaines (France Télécom en 2001 par exemple).

52. Quoi qu'il en soit, les principaux fonds de pension mondiaux et d'autres investisseurs institutionnels ont souvent déclaré que toutes les divergences devaient être rapidement résolues entre toutes les parties concernées, afin de permettre aux investisseurs de bénéficier d'un système de comptabilité et d'information mondial unique. Une telle convergence faciliterait considérablement l'évaluation mondiale des sociétés dans leurs branches d'activité respectives.

53. Que font les sociétés françaises face à cette avalanche de lois, de codes et de rapports?

54. Selon la société parisienne Proxinvest, qui suit les sociétés françaises, celles-ci se sont efforcées d'améliorer la publication d'informations financières en 2001-2002, par exemple:

- Lagardère, qui établit désormais une distinction entre les ratios financiers internes (résultat d'exploitation net après impôt, aux taux d'imposition normalisés,

par rapport au coût du capital), et ratios financiers externes (par exemple, rentabilité totale pour l'actionnaire);

- Accor, qui calcule son ratio de valeur ajoutée économique-EVA©;
- Cap Gemini et Schneider, qui communiquent la répartition par activité et par zone géographique de leur résultat d'exploitation;
- Total, qui indique dans ses prévisions pour 2005 la répartition de la rentabilité moyenne des capitaux engagés par secteur d'activité;
- Saint-Gobain et Sodexo, qui présentent de manière très détaillée les passifs.

II. INFORMATIONS NON FINANCIÈRES

A. Objectifs de la société

55. Aucun des cinq rapports susmentionnés n'exige que les objectifs de la société soient communiqués, si bien que les sociétés françaises sont peu nombreuses à le faire.

56. L'observation contenue dans le rapport Viénot I selon laquelle les objectifs de la société devraient privilégier «l'intérêt de la société» par rapport à l'intérêt des actionnaires a déclenché une polémique avec certains professionnels anglo-saxons de la gouvernance. Ce débat s'est apaisé depuis 1995 en raison de l'émergence de la question de la responsabilité sociale des entreprises.

B. Actionnariat et droits des actionnaires

57. Les rapports français susmentionnés n'évoquent pas la structure de l'actionnariat. Cela pourrait s'expliquer par le fait que le Conseil des marchés financiers (CMF) exige que les sociétés annoncent que la participation ou les droits de vote d'un investisseur sont passés en dessous ou au-dessus de certains seuils, à savoir: 5 %, 10 %, 20 %, 33 %, 33,33 %, 50 %, 66,66 %. La loi de 2001 sur les NRE oblige aussi les conservateurs de titres à dévoiler l'identité des détenteurs d'actions.

58. Le rapport Hellebuyck II met en évidence le principe «une action, une voix» et désapprouve la pratique des actions sans droit de vote.

59. Aujourd'hui, le principe «une action, une voix» est largement respecté en France, à l'exception d'une minorité de sociétés qui sont protégées par des plafonds de droits de vote, par exemple: Vivendi Universal (2 %), Danone (6 %), Alcatel (8 %), Total (10 %), et Société Générale (15 %).

60. La pratique généralisée en France des droits de vote double, qui récompense la fidélité des actionnaires qui conservent leurs actions au-delà d'une période déterminée, est critiquée par les rapports Hellebuyck, qui estiment que cette pratique est susceptible d'entraîner des abus en facilitant le contrôle d'une société par ses actionnaires minoritaires. Ces rapports recommandent donc que cette pratique soit abandonnée après un délai de cinq ans suivant l'introduction en bourse.

61. Selon Proxinvest, plusieurs sociétés françaises ont publié en 2002 davantage d'informations que ne les y obligeait la loi de 2001 sur les NRE, par exemple:

- Danone, Société Générale et Suez, qui ont divulgué l'identité des actionnaires dont la participation au capital dépassait 1 %;
- Plusieurs sociétés ont suivi les recommandations du rapport Bouton favorables à la publication d'informations concernant notamment la composition des conseils d'administration, leurs statuts et la biographie de leurs membres: Air Liquide, BNP Paribas, Renault, Schneider, Société Générale et Sodexo, par exemple;
- L'opacité traditionnelle des informations sur la rémunération des dirigeants a fait place à la transparence en particulier chez AXA, Club Méditerranée et Schneider, qui indiquent dans le détail les rémunérations fixes et variables (y compris les options de souscription ou d'achat d'actions - stock options). EADS décrit désormais en détail le mode de calcul des prestations de retraite des membres de son comité exécutif;
- Des progrès considérables ont été réalisés en 2002 pour accélérer la publication des rapports annuels, en particulier dans les sociétés suivantes: Air Liquide, Alcatel, Aventis, BNP Paribas, Bouygues, Danone, Klépierre, France Télécom, Michelin, Péchiney, Pinault-Printemps-Redoute, Rhodia, Valeo et Vivendi Universal.

C. Structures et politiques de gouvernance

1. La structure, le rôle et les fonctions du Conseil

62. Le rapport Viénot I souligne que le Conseil, quelle que soit sa structure, doit agir comme une instance collégiale représentant tous les actionnaires.

63. Le rapport Bouton recommande que la proportion minimale d'administrateurs indépendants soit de la moitié des membres du Conseil, en particulier dans les sociétés au capital dispersé.

64. L'une des questions les plus importantes examinée dans les rapports Viénot, Hellebuyck et Bouton concerne la dissociation des fonctions de président du Conseil et de directeur général. À l'heure actuelle, la situation en France est la même qu'aux États-Unis, les deux fonctions étant cumulées dans environ 20 % des sociétés par le Président-Directeur général (PDG).

65. Le Code de commerce autorise les sociétés françaises à choisir entre trois options:

- La fonction de PDG, adoptée dans la majorité des cas;
- La dissociation des deux fonctions;
- L'adoption du modèle dual allemand sous la forme d'un conseil de surveillance et d'un directoire.

66. Concernant la mission du Conseil, le rapport Viénot I dit que le Conseil «définit la stratégie de l'entreprise, désigne les mandataires sociaux chargés de gérer celle-ci dans le cadre de cette stratégie, contrôle la gestion et veille à la qualité de l'information fournie aux actionnaires ainsi qu'aux marchés à travers les comptes ou à l'occasion d'opérations très importantes». Cette définition est désormais reprise dans le Code de commerce français.

2. Comités du Conseil

67. Les rapports Viénot, Hellebuyck et Bouton soulignent l'importance des trois principaux comités du Conseil:

- Le Comité des rémunérations, chargé de fixer les fractions fixes et variables de la rémunération des dirigeants;
- Le Comité des nominations, qui s'occupe de la sélection des nouveaux administrateurs et des plans de succession des mandataires sociaux;
- Le Comité des comptes ou Comité d'audit, doté de responsabilités accrues en matière de vérification des comptes.

68. Le rapport Bouton met l'accent sur l'importance de ces trois comités clefs, qui devraient être composés exclusivement – Comité des rémunérations et Comité des nominations – ou aux deux tiers – Comité d'audit – d'administrateurs indépendants. Leurs activités devraient être résumées dans le rapport annuel.

69. Selon Proxinvest, en 2002, 74 % des sociétés françaises comprises dans l'indice SBF 120 possédaient des comités de rémunération et d'audit, mais seulement 11 % d'entre elles possédaient un comité des nominations contre 82 % au Royaume-Uni.

D. Membres du Conseil et principaux dirigeants

1. Devoirs et qualifications

70. Les rapports Viénot II et Hellebuyck I établissent les grandes lignes de la première Charte des droits et obligations des administrateurs français. Ceux-ci devraient:

- S'efforcer de connaître les obligations découlant de leur mission;
- Détenir, à titre personnel, un nombre significatif d'actions de la société (équivalent par exemple à une année de jetons de présence);
- Consacrer le temps et l'attention nécessaires à leurs fonctions et ne devraient pas accepter d'exercer plus de cinq mandats d'administrateur (cette limite a été confirmée par la loi de 2001 sur les NRE);
- S'efforcer d'assister à toutes les réunions du Conseil;
- S'assurer qu'ils sont bien informés en demandant au besoin des renseignements complémentaires;

- Considérer qu'ils sont liés par le secret professionnel;
- S'abstenir d'effectuer des opérations sur les titres de la société en tirant parti d'informations privilégiées.

71. Le rapport Viénot II recommande de limiter le mandat d'administrateur à quatre ans.

72. Selon Proxinvest, ces recommandations ont déjà été adoptées par la majorité des grandes sociétés françaises.

2. Mécanisme d'évaluation

73. Les rapports Viénot soulignent la nécessité d'évaluer le fonctionnement du Conseil.

74. Le rapport Bouton préconise de procéder à une évaluation annuelle, à laquelle viendrait s'ajouter une évaluation formalisée tous les trois ans, qui serait réalisée éventuellement avec l'aide d'un consultant extérieur. Les actionnaires doivent être informés dans le rapport annuel des évaluations réalisées et, le cas échéant, des suites données. Ce rapport recommande aussi que le Conseil se réunisse chaque année hors la présence des administrateurs internes.

75. Selon le rapport Bouton, très peu de sociétés françaises ont mis en œuvre une procédure d'évaluation aussi exhaustive.

3. Rémunération des dirigeants

76. Dans cette section, le terme «dirigeant» s'entend à la fois des administrateurs du Conseil et des mandataires sociaux.

77. En 1999, le rapport Viénot II a recommandé que les rémunérations (y compris les options de souscription ou d'achat d'actions - stock options) des dirigeants soient divulguées dans les rapports annuels, afin de permettre aux actionnaires de vérifier si celles-ci sont liées aux résultats obtenus par la direction de l'entreprise.

78. Plus tard, lorsque le MEDEF a encouragé les dirigeants de société à divulguer spontanément leur rémunération, plusieurs d'entre eux l'ont fait.

79. Depuis 2001, la loi française a fixé des règles régissant les plans de souscription ou d'achat d'actions (stock options):

- Il appartient exclusivement à l'assemblée générale d'autoriser l'attribution d'options;
- Le prix d'exercice de ces options, qui est fonction du cours de l'action au moment de l'attribution, ne peut être révisé ou modifié après coup;
- Le délai de conservation des options, régi par les règles fiscales, est de quatre ans afin de s'assurer que les dirigeants ne privilégient pas une gestion à court terme;
- Les administrateurs qui ne sont ni mandataires sociaux ni salariés ne peuvent légalement se voir attribuer des options;

- Il est interdit aux sociétés de consentir des prêts à leurs dirigeants comme à leurs administrateurs, pour exercer des options ou pour tout autre motif.

80. Ces dispositions contribuent à prévenir de nombreux abus.

81. Le rapport Bouton préconise la suppression de toute décote lors de l'attribution d'options aux dirigeants.

82. Le rapport Bouton recommande aussi que la périodicité des attributions d'options soit définie à l'avance afin d'éviter l'octroi d'options dans des périodes de baisse exceptionnelle des cours. Dans sa politique d'attribution d'options, le Conseil d'administration devrait établir une distinction entre les mandataires sociaux, les cadres dirigeants et les autres attributaires.

83. En outre, le rapport Bouton marque une préférence pour les «options d'achat» par rapport aux «options de souscription d'actions». Les premières peuvent entraîner un coût pour l'entreprise si elles sont enregistrées comme une charge, mais les secondes risquent d'avoir un effet dilutif pour les actionnaires. Le Comité des rémunérations devrait informer le Conseil des raisons justifiant son choix et des conséquences du système d'attribution d'options adopté.

84. La question des indemnités de départ, dans le cas par exemple d'une prise de contrôle, est examinée dans le rapport Hellebuyck II, qui estime que ces indemnités devraient être modulées en fonction des résultats annuels que la société a enregistrés pendant la durée de son mandat.

85. En mai 2003, le Comité d'étude du MEDEF a rendu publique une série de recommandations sur la rémunération des dirigeants d'entreprise.

4. Plans de succession des mandataires sociaux

86. Comme dans la plupart des autres pays d'Europe continentale, les sociétés françaises passent pour ne pas se préoccuper suffisamment de la succession des mandataires sociaux.

87. Selon les rapports Viénot I et II, le Comité des nominations du Conseil est chargé de nommer le président, les administrateurs, le directeur général et les autres mandataires sociaux.

88. Le Rapport Bouton recommande que la procédure de sélection soit exposée dans le rapport annuel.

5. Conflits d'intérêts

89. Le rapport Bouton donne la définition suivante de l'administrateur indépendant: «Un administrateur est indépendant lorsqu'il n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société, son groupe ou sa direction, qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement.». En outre, il énumère les critères à respecter pour être un administrateur indépendant: celui-ci ne doit pas être salarié ou mandataire social de la société, de sa société mère ou d'une société que celle-ci consolide et ne pas l'avoir été au cours des cinq années précédentes; il ne doit pas être (directement ou indirectement) client, fournisseur, banquier commercial ou banquier d'affaires; il ne doit pas avoir de lien familial proche avec un mandataire social; il ne doit pas avoir été auditeur de l'entreprise au cours des 5 années précédentes; et il ne doit pas être administrateur de l'entreprise depuis plus de 12 ans.

E. Questions importantes relatives aux salariés et aux autres actionnaires

90. Le système français n'est pas porté à la cogestion telle que pratiquée dans le modèle allemand. Les syndicats français préfèrent laisser le pouvoir de décision à la direction de l'entreprise et se consacrer aux négociations collectives.

91. Toutefois, les comités d'entreprise, qui représentent le personnel et/ou les syndicats nomment un ou deux représentants qui participent - sans droit de vote - aux réunions du Conseil. Les représentants du personnel dotés de droits de vote sont pris en compte si la participation des salariés est égale ou supérieure à 3 % du capital. En dessous de 3 %, cette obligation est facultative.

92. En dehors de ce cadre officiel, le personnel et/ou les syndicats peuvent être consultés sur des changements fondamentaux touchant la structure de l'entreprise ainsi que sur l'abandon, le développement ou la diversification d'activités.

93. En outre, plusieurs sociétés ont mis en place des programmes importants pour développer l'actionnariat salarié. Selon une étude publiée le 19 novembre 1999 dans *La Vie Financière*, les actions détenues par les salariés dans le cadre de ces programmes représentaient 5 % de la capitalisation totale de la Bourse de Paris.

94. La Fédération des associations d'actionnaires salariés et anciens salariés (FAS) a mis au point un indice de l'actionnariat salarié (IAS) dans les sociétés où le personnel détient 3 % ou plus du capital. En 1999, par exemple, les 28 sociétés suivantes mettaient en œuvre des programmes dans lesquels l'actionnariat salarié représentait 3 % ou plus du capital:

Sociétés ayant une part élevée d'actionnariat salarié

	en %		en %		en %
AGF	3,4	Elf Aquitaine	5,0	Schneider	3,5
Air France	11,4	Essilor International	17,9	SEB	3,8
BNP	3,2	France Télécom	3,6	SEITA	6,3
Boiron	3,2	Gascogne	5,5	SIDEL	7,2
Bouygues	6,0	Guerbet	5,7	Société Générale	8,6
Brioche Pasquier	7,3	Latécoère	5,7	Technip	3,0
Bull	5,4	Renault	3,2	Total	2,9
Castorama-Dubois	4,0	Rhône-Poulenc	3,8	Usinor	3,6
Crédit Lyonnais	5,0	SAGEM	27,0	Vivendi	3,0
Eiffage	23,0	Saint-Gobain	3,7		

F. Gestion environnementale et sociale

95. La loi de 2001 sur les NRE oblige les sociétés françaises à faire état de l'impact des principales questions environnementales et sociales sur leurs activités, par exemple:

- Rémunérations, y compris charges sociales;
- Licenciements, en particulier ceux résultant de restructurations;
- Consommation d'eau et d'énergie;
- Pollution;
- Recours aux certifications environnementales et sociales.

96. Le rapport Hellebuyck II souligne l'importance des principes d'un développement durable à long terme des sociétés.

97. Selon Proxinvest, les questions soulevées au titre des préoccupations aussi bien sociales qu'environnementales sont de plus en plus nombreuses dans les assemblées générales des sociétés françaises. En 2002, elles ont représenté respectivement 23 % et 5 % de toutes les questions soulevées lors des assemblées générales des sociétés cotées au CAC 40.

98. La France est aussi l'un des rares pays à avoir créé en 2002 un secrétariat d'État chargé du développement durable.

99. De plus, à l'image de ce qui se passe dans d'autres pays, une cinquantaine de fonds de placement sociaux et environnementaux ont été créés en France entre 2000 et 2003. Ces fonds tiennent compte des notations des sociétés de notation environnementale et sociale françaises et étrangères.

G. Risques importants prévisibles

100. Selon le rapport Bouton, les membres du Comité des comptes devraient examiner les risques et engagements hors bilan significatifs, entendre le directeur financier et le responsable de l'audit interne, et donner leur avis sur l'organisation du service d'audit.

H. Indépendance des commissaires aux comptes

101. Selon le rapport Viénot II, le Comité des comptes devrait indiquer clairement quels sont les risques éventuels de conflits d'intérêts entre le travail de vérification lui-même et les services de conseil donnés par les commissaires aux comptes.

102. Selon le rapport Bouton, «La mission de contrôle légal des comptes devrait être exclusive de toute autre. Le cabinet sélectionné devrait renoncer pour lui-même et le réseau auquel il appartient à toute activité de conseil (juridique, fiscal, informatique...) réalisée directement ou indirectement au profit de la société qu'il a choisie ou de son groupe.»

103. Le double commissariat, particularité du régime français, contribue à garantir l'indépendance des commissaires.

104. Le rapport Bouton recommande le renouvellement des commissaires aux comptes tous les six ans dans le cadre d'un appel d'offres.

III. ASSEMBLÉES GÉNÉRALES

105. Les rapports Hellebuyck recommandent que l'assemblée générale se tienne dans un délai maximum de quatre mois suivant la clôture de l'exercice.

106. Ces rapports préconisent aussi de porter le délai de convocation à l'assemblée générale de 15 jours à un mois, afin que les documents parviennent aux actionnaires suffisamment tôt pour en prendre connaissance. Ils recommandent aussi la publication de deux rapports, l'un simplifié qui sera envoyé à tous les actionnaires, l'autre complet qui ne serait transmis aux actionnaires que sur leur demande.

107. L'utilisation de l'anglais comme seconde langue pour la publication d'informations se développe rapidement en France sous l'effet des initiatives NextEconomy et NextPrime d'Euronext.

108. La tradition française de «bloquer les titres» pendant cinq jours avant l'assemblée générale a été critiquée par le rapport Hellebuyck II, par Proxinvest et par de nombreux groupes d'investisseurs. La loi sur les NRE s'efforce d'améliorer le «système de blocage» en autorisant les actionnaires à vendre leurs titres jusqu'à 15 heures la veille de l'assemblée générale, à condition que ceux-ci rendent cette information publique afin de permettre, si nécessaire, l'annulation de leurs droits de vote.

109. En 2003, le principal problème des investisseurs internationaux en France réside dans les dispositions relatives à l'identification des actionnaires non résidents contenues dans le chapitre V de la loi de 2001 sur les NRE. Celles-ci établissent une procédure d'identification secrète entre les investisseurs étrangers et le président du Conseil, et obligent les détenteurs étrangers à renouveler leur «mandat de vote», avec leur signature originale, pour chaque assemblée générale. Cette loi⁵ a été critiquée notamment par Proxinvest et par M. Philippe Marini, sénateur et Rapporteur de la Commission des finances du Sénat, qui la jugent trop compliquée et discriminatoire envers les actionnaires étrangers et considèrent qu'elle donne trop de pouvoirs au président du Conseil en l'autorisant à annuler les droits de vote des investisseurs qui ne sont pas correctement identifiés.

110. Plusieurs solutions ont été proposées par Proxinvest ainsi que par divers organismes professionnels et experts de renom, afin de remédier aux problèmes créés par la procédure d'identification définie dans la loi susmentionnée.

111. L'Association AFG-ASFFI, Proxinvest et M. Jaap Winter – professeur et Président du Groupe d'experts de haut niveau du droit des sociétés de la Commission européenne – ont par exemple recommandé que l'ensemble du réseau des banques et autres intermédiaires soient

⁵ Décret d'application n° 2002-803 daté du 3 mai 2002.

autorisés à certifier les droits de vote (contrairement à la loi de 2001 sur les NRE qui prévoit que le contrôle des droits de vote est assuré par la société) selon des instructions précises, et/ou les procurations valides confiées par les véritables détenteurs des actions.

112. Les dispositions relatives à l'identification des actionnaires étrangers contenues dans la loi de 2001 sur les NRE sont plutôt surprenantes dans un pays considéré comme étant à l'avant-garde dans le domaine des titres financiers en Europe continentale. Cette question controversée sur le vote des actionnaires étrangers devrait toutefois trouver une issue favorable à la fois pour les actionnaires étrangers et pour le marché financier français.

IV. DÉLAIS ET MODALITÉS DE PUBLICATION

113. Depuis 1987, la Commission des opérations de bourse (COB) a encouragé les sociétés françaises à communiquer dans un document de référence des informations financières détaillées à l'intention des analystes financiers et des investisseurs institutionnels. Ce document devrait être transmis à la COB au moins 50 jours avant l'assemblée générale et le rapport annuel au moins 30 jours avant cette assemblée. Trois cent cinquante sociétés françaises environ publient des documents de référence.

V. MEILLEURES PRATIQUES EN MATIÈRE DE RESPECT DES RÈGLES DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE

114. Depuis le rapport Viénot I, les sociétés françaises indiquent dans leur rapport annuel qu'elles observent les règles énoncées dans un ou plusieurs des codes les plus récents.

VI. CONCLUSIONS

115. L'Institut Montaigne, groupe de réflexion influent fondé par M. Claude Bébéar, Président du Conseil de surveillance d'AXA, a conclu dans sa publication de mars 2003 intitulée «Mieux gouverner l'entreprise» que les règles de gouvernance d'entreprise devraient être évolutives.

116. L'histoire a démontré que loin d'être immuable, le système français de transparence des comptes est capable d'être réformé, comme le confirme la multitude de lois, codes et rapports français, européens et internationaux qui s'adaptent à des situations sociopolitiques, juridiques, réglementaires, économiques, financières et environnementales en évolution rapide.

117. Enfin, la plupart des principes, pratiques et politiques appliqués en France en cette matière sont généralement soutenus par les initiatives de la Commission européenne à Bruxelles. Cette dernière négocie par exemple, au nom de tous les États membres de l'UE, des exemptions à la loi américaine Sarbanes-Oxley.

References and related literature

- Andersen (Arthur Andersen until 2000), BDO, Deloitte Touche Tohmatsu, Ernst & Young International, Grant Thornton, KPMG, PricewaterhouseCoopers:
“GAAP 2000. A Survey of National Accounting Rules in 53 Countries”
Editor: Professor Christopher W. Nobes, University of Reading, England, December 2000.
- Andersen, BDO, Deloitte Touche Tohmatsu, Ernst & Young International, Grant Thornton, KPMG, PricewaterhouseCoopers:
“GAAP 2001. A Survey of National Accounting Rules Benchmarked against International Accounting Standards”
Editor: Professor Christopher W. Nobes, University of Reading, England, December 2001.
- Assemblée Nationale :
Loi de Régulation Financière (Nouvelles Réglementations Economiques – Loi NRE), adoptée par l’Assemblée Nationale, Paris, 15 mai 2001.
- Assemblée Nationale:
Projet de Loi de Sécurité Financière, adoptée par le Sénat et transmis par le Premier Ministre à M. le Président de l’Assemblée Nationale, et à la Commission des Finances de l’Economie Générale et du Plan, Paris, 21 mars 2003.
- Bancel, Franck:
“La Gouvernance des Entreprises”, Economica, Paris, 1997.
- BDO, Deloitte Touche Tohmatsu, Ernst & Young, Grant Thornton, KPMG, PricewaterhouseCoopers:
“GAAP Convergence 2002”
Research Paper by Donna L. Street, University of Dayton, First Quarter, 2003.
- Bergerès, Maurice-Christian et Duprat, Philippe:
“Les Infrastructures Boursières”, Que Sais-Je?, Presses Universitaires de France, Paris, 1996.
- Bourse de Paris:
“Proceedings of the International Advisory Board, Paris, 1995-2000.
- Bouton, Daniel, Chairman of the AFEP/AGREF-MEDEF Working Group:
“Promoting Better Corporate Governance in Listed Companies”, Paris, 23 September 2002.
- Cairns, David, with Creighton, Brian, and Daniels, Anne, of BDO Stoy Hayward:
“Applying International Accounting Standards”, 3rd edition, London, 2002.

- Center for International Legal Studies (Dennis Campbell, General Editor):
“Shareholders’ Liability: The Comparative Law Yearbook of International Business”
Special Issue Trotman/Martinus Nijhoff, London, 1994.
- Charkham, Jonathan:
“Keeping Good Company. A Study of Corporate Governance in Five Countries
(Germany, Japan, France, USA, and the United Kingdom)”, Oxford University Press,
Oxford, 1994.
- Charreaux, Gérard (Editeur):
“Le Gouvernement des Entreprises. Corporate Governance. Théorie et Faits”,
Economica, Paris, 1997.
- Coopers & Lybrand International:
“International Accounting Summaries – A Guide for Interpretation and Comparison”,
John Wiley, second edition, New York, 1993.
- Davis Global Advisors:
“Leading Corporate Governance Indicators 2002”, Boston, November 2002.
- Euronext Stock Exchange: “Go Magazine”, monthly publication, Paris.
- Euronext Stock Exchange:
“Institutional Investors User Guide”, Amsterdam, Brussels, Paris, November 2001.
- Euronext Stock Exchange:
NextEconomy & NextPrime Segments, Amsterdam, Brussels, Lisbon, Paris, September
2002.
- Euronext Stock Exchange:
Proceedings of the International Advisory Board, Amsterdam, Brussels, Lisbon, Paris,
2000-03.
- European Association of Securities Dealers (EASD):
“Corporate Governance Principles and Recommendations”
EASD Committee chaired by Mr. Leo Goldschmidt, Brussels, May 2000.
- Gleeson, Janet:
“Millionaire. The Philanderer, Gambler, and Duelist Who Invented Modern Finance.
John Law”, Touchstone, New York, 1999.
- Hampden-Turner, Charles, and Trompenaars, Fons:
“The Seven Cultures of Capitalism (U.S.A., Britain, Japan, Germany, France, Sweden
and the Netherlands)”, Doubleday, New York, 1993.

- Hellebuyck, Jean-Pierre, Chairman of the AFG-ASFFI Commission on Corporate Governance:
“Recommendations on Corporate Governance”, Hellebuyck I Report, Paris, 9 June 1998.
- Hellebuyck, Jean-Pierre, Chairman of the AFG-ASFFI Commission on Corporate Governance:
“Recommendations on Corporate Governance”, Hellebuyck II Report, Paris, 1 September 2002.
- Institut Montaigne (Bébéar, Claude, Président du Comité Directeur):
“Mieux gouverner l’entreprise”, Paris, mars 2003.
- Israeliwicz, Erik:
“Le capitalisme zinzin”, Grasset, Paris, 1999.
- Kostolany, André:
“Si la Bourse m’était contée”, Julliard, Paris, 1960.
- Léger, Jean-Yves:
“La communication financière”, Dunod, Paris, 2003.
- Le Monde (articles by Martine Orange):
“Bruxelles intervient dans la guerre des normes comptables” – “La valeur de marché, nouveau baromètre des rapports annuels”, Paris, 3 June 2003.
- Lufkin, Joseph and Gallagher, David (Editors):
“International Corporate Governance”, Euromoney Books, London, 1990.
- Manière, Philippe:
“Marx à la corbeille. Quand les actionnaires font la révolution”, Stock, Paris, 1999.
- McKinsey Global Investor:
“Opinion Survey 2002 – Key Findings” (carried out in cooperation with the Global Corporate Governance Forum), New York London, 2002.
- MEDEF (Comité d’Ethique):
“La rémunération des dirigeants d’entreprise, mandataires sociaux”, Paris, 2003.
- Paris Europlace:
“Corporate Governance in France”, brochure, Paris, 2001.
- Nobes, Professor Christopher W.:
“International Accounting Standards, Strategy, Analysis and Practice”
FT Financial Publishing, London, 1996.

- Prestbo, A. John, and Sease, R. Douglas:
“The Wall Street Journal Book of International Investing”, Hyperion, New York, 1997.
- Proxinvest:
“Les Assemblées Générales des Sociétés Cotées Françaises”, Paris, Mars 2003.
- Sédillot, René:
“Histoires des marchands et des marchés”, Fayard, Paris, 1964.
- Street, Donna, GAAP Convergence 2002, www.ifad.net
- *The Wall Street Journal Europe* (Breaking Views, edited by Hugo Dixon):
“IASB Reconsider Derivatives Rules – Board May Make It Easier for Banks to Use Principles of Hedge Accounting”, Brussels, 23 June 2003.
- Trans European Law Firms Alliance (TELFA):
“A Legal Comparison”, compiled for the Association of Private Client Investor Managers and Stock Brokers – European Association of Securities Dealers (APCIMS-EASD) Corporate Governance Committee on Shareholder Rights, chaired by Leo Goldschmidt, Brussels, London, October 2002.
- Viénot, Marc (Chairman of the CNPF-AFEP Committee on Corporate Governance):
“The Board of Directors of Listed Companies in France”, Viénot I Report, Paris, 10 July 1995.
- Viénot, Marc (Chairman of the AFEP-MEDEF Committee):
“Report of the AFEP-MEDEF Committee on Corporate Governance”, Viénot II Report, Paris, July 1999.
- Winter, Jaap (Chairman of the High Level Group of Company Law Experts):
“Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe”, Brussels, 4 November 2002.
